

**ДЕРЖАВНИЙ ВИЩИЙ НАВЧАЛЬНИЙ ЗАКЛАД
«УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ»**

На правах рукопису

ШКОЛЬНИК Інна Олександрівна

УДК 336.76 (477) (043.5)

СТРАТЕГІЯ РОЗВИТКУ ФІНАНСОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ

Спеціальність 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

Дисертація
на здобуття наукового ступеня
доктора економічних наук

Науковий консультант:

Доктор економічних наук, професор

Єпіфанов Анатолій Олександрович

Суми - 2008



ЗМІСТ

ВСТУП 4

РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ФУНКЦІОНУВАННЯ ФІНАНСОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ ТА ОСОБЛИВОСТІ ЙОГО РЕГУЛЮВАННЯ

- 1.1. Визначення і формалізація фінансового ринку в системі економічних відносин країни 17
- 1.2. Фінансовий ринок як складовий елемент фінансової системи країни 34
- 1.3. Дослідження впливу фінансового ринку на стимулювання економічного зростання країни 54
- 1.4. Основні засади державного регулювання фінансового ринку України на сучасному етапі 68
- 1.5. Аналіз зарубіжного досвіду регулювання фінансового ринку та особливості його застосування в Україні 88
- Висновки до розділу 1 103

РОЗДІЛ 2. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ УДОСКОНАЛЕННЯ ФІНАНСОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ

- 2.1. Структурування фінансового ринку України на сучасному етапі 108
- 2.2. Грошовий ринок країни як базовий сегмент фінансового ринку 121
- 2.3. Сучасний стан та перспективи розвитку ринку капіталу 140
- 2.4. Удосконалення механізму інвестування реального сектору економіки з метою довгострокового розвитку фінансового ринку 157
- Висновки до розділу 2 174

РОЗДІЛ 3. РОЗВИТОК ІНСТИТУТУ ФІНАНСОВОГО ПОСЕРЕДНИЦТВА В ЦІЛЯХ АКТИВІЗАЦІЇ ФІНАНСОВО - ПЕРЕРОЗПОДІЛЬЧИХ ПРОЦЕСІВ

- 3.1. Методичні підходи щодо посилення ролі фінансових посередників в ефективному перерозподілі капіталу 178



	3
3.2. Методичні підходи щодо забезпечення посередницької діяльності на фінансовому ринку	196
3.3. Концептуальні основи забезпечення взаємодії посередників фінансового ринку	214
Висновки до розділу 3	230
РОЗДІЛ 4. МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ РОЗРОБКИ СТРАТЕГІЧНИХ НАПРЯМІВ РОЗВИТКУ ФІНАНСОВОГО РИНКУ	
4.1. Обґрунтування сутності, значення та необхідності розробки стратегії розвитку фінансового ринку України	234
4.2. Розвиток базових моделей фінансового ринку	247
4.3. Дослідження фінансових конгломератів та обґрунтування їх участі у формуванні стратегії розвитку фінансового ринку	266
4.4. Узагальнення пропозицій щодо стратегії розвитку фінансового ринку України	287
Висновки до розділу 4	308
РОЗДІЛ 5. ОБҐРУНТУВАННЯ ТА МЕТОДИЧНЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ІНТЕГРАЦІЇ ФІНАНСОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ ДО СВІТОВОГО ФІНАНСОВОГО РИНКУ	
5.1. Дослідження впливу міжнародного фінансового ринку на національні ринки	313
5.2. Теоретико-методологічне забезпечення участі вітчизняного фінансового ринку у розвитку світової фінансової системи	339
5.3. Теоретичне обґрунтування позиції фінансового ринку України в системі «граничних» ринків	348
Висновки до розділу 5	365
ВИСНОВКИ	369
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	379
ДОДАТКИ	413



ВСТУП

Актуальність теми дослідження. В умовах формування засад ринкової економіки в Україні все більшого значення набуває наявність ефективно організованого фінансового ринку, який є особливим і необхідним середовищем для успішного її функціонування, а також розвитку соціальної сфери. Фінансовий ринок виник у результаті появи потреби в додатковій формі мобілізації коштів для фінансового забезпечення розвитку економіки держави, але крім того, він також є певним фінансовим барометром економіки, який ефективно працює при низьких темпах інфляції, стабільній законодавчій та нормативній базі, сприятливому політичному кліматі та певному балансі інтересів у суспільстві.

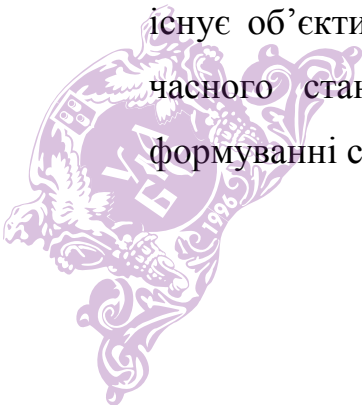
Враховуючи незначний період функціонування, фінансовий ринок України порівняно із ринками економічно розвинутих країн має певні недоліки, які слід усунути, але для цього необхідно ретельно дослідити тенденції, що склалися у межах вітчизняного і міжнародного фінансового ринку. Формування ефективного фінансового ринку вимагає цілісного підходу та погоджених рішень щодо стратегії його розвитку.

Дослідженню проблеми розвитку фінансового ринку та його значення для економічного зростання країни приділяється значна увага як вітчизняними, так і зарубіжними вченими. Серед вітчизняних науковців, які займаються дослідженням даної проблеми, слід виділити роботи наступних авторів: з питань місця та ролі фінансового ринку як складової фінансової системи країни – Л.М. Алексеенко, О.І. Барановського, О.Д. Василика, О.В. Герасименка, В.М. Гриньової, Б.А. Карпінського, Г.А. Крамаренко, О.В. Любкіної, І.О. Лютого, В.М. Опаріна, В.О. Поворозник, О.Р. Романенка, О.Ю. Смолянської, В.П. Ходаківської, В.М. Шелудько, С.П. Ярошенка; з питань державного регулювання фінансового ринку – Н.В. Благи, Д.П. Богині, М.О. Бурмаки, В.М. Гейця, Є.М. Григоренка, О.Д. Данілова,

Г.В. Задорожного, О.М. Іваницької, В. Ларцева; з питань розвитку фінансового посередництва – А.П. Вожжова, А.О. Єпіфанова, А.М. Єрмошенка, М.М. Єрмошенка, О.В. Козьменко, С.М. Козьменка, Ю.С. Конопліної, О. Лилик, М.І. Макаренка, М.І. Савлука, І.В. Сала; з проблем формування моделі розвитку фінансового ринку – С.І. Архієреєва, Я.В. Зінченка, С. Красножон, В.В. Корнєєва, Б. Стеценко, з питань розвитку вітчизняного фінансового ринку як складової світового фінансового ринку – В.А. Кажан, З.О. Луцишина, О.В. Любкіної, Н.В. Стукало, В.С. Шафрана та ін.

Слід також підкреслити, що проблеми розвитку фінансового ринку знаходяться в центрі уваги зарубіжних вчених, серед яких можна назвати Ф. Алена, П. Баренбойма, Т. Бека, Р. Бернарда, Б. Борна, А. Бута, Е. Деміргук-Кунта, М. Квинтина, Р. Левіна, А. Маддалоні, Я. Міркіна, А. Рота, С. Тадессе, М.У. Тейлора, П. Хартмана, Г.Дж. Шиназі та інших.

Водночас, незважаючи на значну кількість публікацій з даної проблематики, наукові дослідження, на наш погляд, потребують подальшого розвитку. В роботах вітчизняних науковців приділяється значна увага проблемам розвитку фінансового ринку, але це робиться в межах окремих сегментів – грошового ринку, ринку капіталу та, значно меншою мірою, ринку похідних фінансових інструментів. Аналогічна ситуація спостерігається і в дослідженнях, присвячених ролі фінансових посередників: окремо вивчається ситуація стосовно фінансових посередників, які виконують функції акумулювання інвестицій, окремо – функції учасників інфраструктури. Крім того, у дослідженнях вітчизняних вчених практично відсутні напрямки, що стосуються стратегії розвитку фінансового ринку, впливу даного ринку на економічне зростання, формування моделі фінансового ринку. Таким чином, існує об'єктивна необхідність у проведенні комплексного дослідження сучасного стану, визначенні моделі вітчизняного фінансового ринку та формуванні стратегії його подальшого розвитку.



Важливість дослідження вказаної проблеми та недостатній рівень їх практичної розробки визначили вибір теми дисертаційної роботи, свідчать про її актуальність, теоретичну та практичну значимість.

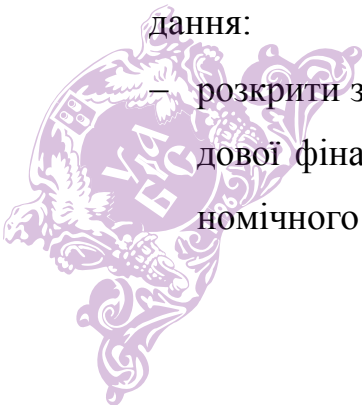
Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційна робота узгоджується з основними напрямками наукових результатів, теоретичних положень і висновків досліджень, що були проведені в рамках науково-дослідних робіт у ДВНЗ “Українська академія банківської справи Національного банку України”, а саме: “Сучасні технології фінансово-банківської діяльності в Україні” (номер державної реєстрації 0102U006965), “Розвиток механізму функціонування банківської системи України під впливом іноземного капіталу” (номер державної реєстрації 0107U012112), “Формування страхового ринку України в контексті сталого розвитку” (номер державної реєстрації 0107U01213) та “Стан і перспективи розвитку банківської системи України” (номер державної реєстрації 0190U044204).

До звітів за даними темами увійшли дослідження автора щодо особливостей впливу банківської системи на розвиток фінансового ринку країни, пропозиції щодо формування консолідованого державного регулювання фінансового ринку, обґрунтування ключових параметрів стратегічного розвитку фінансового ринку України.

Мета дослідження. Метою дисертаційної роботи є удосконалення теоретичних і методологічних положень і формування науково-методичного забезпечення ефективного функціонування та стратегічного розвитку фінансового ринку країни.

Відповідно до мети дисертаційного дослідження були сформовані такі завдання:

- розкрити зміст і економічну сутність категорії “фінансовий ринок” як складової фінансової системи та визначити його вплив на стимулювання економічного зростання;

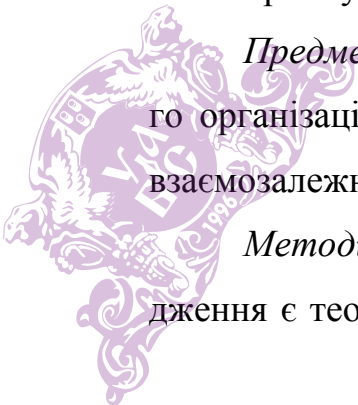


- дослідити роль і місце фінансового ринку України в системі ринкових економічних відносин;
- дослідити особливості державного регулювання фінансового ринку України та визначити можливі напрями підвищення його ефективності;
- дослідити зарубіжний досвід регулювання фінансового ринку з метою його застосування для вдосконалення функціонування фінансового ринку України;
- провести аналіз структури фінансового ринку та визначити напрями її оптимізації;
- визначити необхідні та достатні умови розвитку сегментів фінансового ринку України;
- дослідити стан інфраструктури фінансового ринку;
- обґрунтувати науково-методичні підходи до удосконалення функціонування інститутів інфраструктури фінансового ринку та приведення їх у відповідність до міжнародних стандартів;
- дослідити роль фінансових посередників у формуванні національної моделі фінансового ринку;
- визначити сутність, значення, принципи та методи розробки стратегії розвитку фінансового ринку України;
- провести аналіз базових моделей фінансового ринку України з визначенням ключових параметрів його стратегічного розвитку;
- дослідити особливості функціонування фінансового ринку України в контексті розвитку світової фінансової системи.

Об'єктом дослідження є економічні відносини між суб'єктами фінансового ринку як системи.

Предметом дослідження є фінансовий ринок України в сукупності його організаційно-економічних структурованих елементів, їх взаємозв'язку і взаємозалежності..

Методи дослідження. Методологічною основою дисертаційного дослідження є теоретичні напрацювання вітчизняної та світової економічної нау-

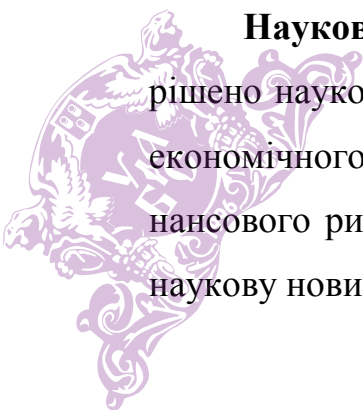


ки, концептуальні положення сучасної економічної теорії, наукові праці провідних вітчизняних і зарубіжних вчених-економістів, присвячені дослідженню проблем розвитку фінансового ринку.

У процесі дослідження залежно від його цілей і задач використовувалися наступні методи дослідження та аналізу економічних процесів: при обґрунтуванні категоріального апарату – метод наукових абстракцій; при визначенні закономірностей розвитку базових сегментів фінансового ринку, зокрема, ринку капіталу та грошового ринку – методи аналізу та синтезу, індукції та дедукції; при розгляді впливу фінансового ринку на економічне зростання в країні – економіко-математичне моделювання; при обґрунтуванні ролі фінансових посередників у формуванні сучасної моделі вітчизняного фінансового ринку – методи порівняння, групувань, вибірок; при дослідженні взаємозв'язків розвитку вітчизняного фінансового ринку і світової фінансової системи – методи кореляційно-регресійного аналізу; для обґрунтування стратегії розвитку фінансового ринку країни – методи наукової абстракції.

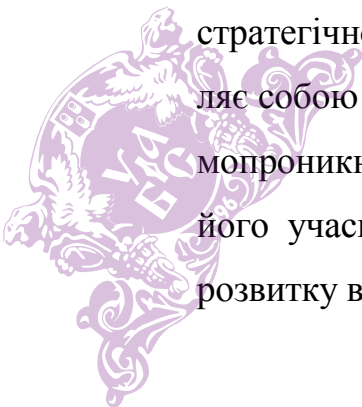
Інформаційною базою дослідження є законодавчі та нормативно-правові документи з питань розвитку фінансового ринку та окремих його сегментів, статистичні дані Держкомстату України, Національного банку України, Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку України, Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України, Міністерства фінансів України, Міністерства економіки та з питань європейської інтеграції України, Фонду державного майна України. Опрацьована звітно-аналітична інформація міжнародних організацій і фінансових структур, в тому числі Міжнародного валютного фонду, Федеральної резервної системи США, компаній Price Waterhouse Coopers, Bloomberg.

Наукова новизна одержаних результатів. У дисертаційній роботі вирішено наукову проблему вдосконалення теоретико-методологічних засад та економічного інструментарію функціонування та стратегічного розвитку фінансового ринку України. До найбільш вагомих результатів, що становлять наукову новизну, належать наступні:



вперше:

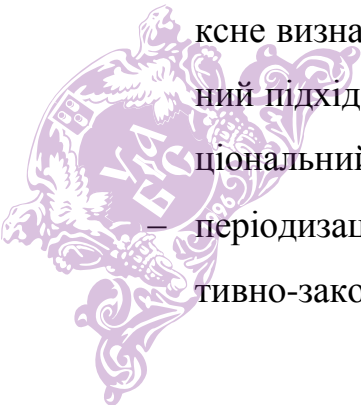
- доведено, що стратегічний підхід до регулювання фінансового ринку України повинен базуватись на державному дирижизмі, що передбачає ефективне формування комплексу правил, норм ділової практики, стандартів та вимог щодо розкриття і використання інформації. Даний стратегічний підхід побудовано за функціональним (цільовим) принципом регулювання (об'єктом є діяльність на грошовому ринку, ринку капіталу та ринку похідних фінансових інструментів) та на основі використання змішаного регулювання діяльності учасників, що передбачає гармонійне поєднання регулювання держави та саморегулювання шляхом застосування стандартів та кодексів, що відповідають рівню його розвитку та стану фінансової системи країни;
- обґрунтовано та доведено необхідність створення консолідованої моделі інфраструктури фінансового ринку за горизонтальним принципом та запропоновано науково-методичні рекомендації щодо її розробки на основі розбудови цілісної національної депозитарної системи, що забезпечить: ефективне виконання кастодіальної, фідучіарної і клірингової функцій; високорентабельну обробку трансакцій, запровадження системи проведення операцій в режимі “поставка проти платежу”; низький рівень ризику шляхом проведення політики прозорості та повного розкриття інформації учасниками фінансового ринку; можливість встановлення кореспондентських відносин з іноземними депозитаріями, яка усуне проблеми виходу вітчизняних емітентів на закордонні площадки з метою IPO та сприятиме зростанню їх привабливості для іноземних інвесторів;
- розроблено теоретичні та методичні підходи до формування комплексної стратегічно орієнтованої, конвергентної моделі фінансового ринку, яка являє собою архітектуру ринку змішаного типу і формується за рахунок взаємопроникнення грошового ринку і ринку капіталу та оптимальної взаємодії його учасників, створюючи ефективний тип фінансування економічного розвитку в довгостроковому періоді;



- обґрунтовано та запропоновано стратегію розвитку фінансового ринку та комплексну систему її ключових параметрів (мета та основні завдання, важелі впливу на фінансовий ринок, базова архітектура, механізм функціонування ринкової інфраструктури, критерії розвитку та оцінок ефективності фінансового ринку), які дозволять: перетворити фінансовий ринок на головний механізм реалізації інвестиційних програм шляхом втілення завдань інституційного та економічного характеру; сформувати конвергентну модель фінансового ринку; реорганізувати механізм функціонування ринкової інфраструктури через удосконалення депозитарної системи; створити привабливі умови ефективного проведення IPO на вітчизняних фондових біржах та реформувати законодавство в напрямку забезпечення прозорості в проведенні операцій з цінними паперами;
- доведено ключову роль в стратегічному розвитку фінансового ринку країни фінансових конгломератів, які забезпечать: пропозицію інтегрованих фінансових продуктів з метою комплексного обслуговування своїх клієнтів; здешевлення тарифної політики; формування високого рівня конкурентоспроможності фінансових посередників; створення інтегрованих інформаційних систем та уніфікацію технологій обслуговування клієнтів; ефективний перерозподіл коштів інвесторів;

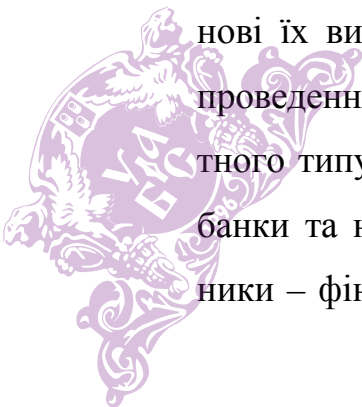
набули подальшого розвитку:

- трактування категорії “фінансовий ринок”, під яким пропонується розуміти сукупність економічних відносин з приводу перерозподілу тимчасово вільних фінансових ресурсів між населенням, суб’єктами господарювання та державою через систему фінансових інститутів на основі взаємодії попиту та пропозиції фінансових активів, яка, на відміну від існуючих, дає комплексне визначення як з точки зору суб’єктів і об’єктів ринку (інституціональний підхід), так і з точки зору певної системи економічних відносин (функціональний підхід);
- періодизація етапів розвитку фінансового ринку з позиції впливу їх нормативно-законодавчого забезпечення на формування моделей фінансового



ринку (банкоцентричної, ринково орієнтованої, трансформаційної), в межах яких виділено підготовчий та три базові етапи (приватизаційний, постприватизаційний, стабілізаційний);

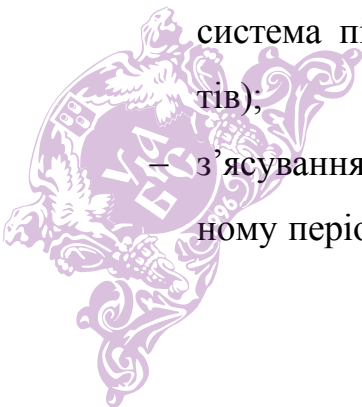
- система державного регулювання фінансового ринку шляхом введення до її структури Координаційної ради з питань регулювання фінансового ринку, за якою слід закріпити функції із узгодження наглядових та регулятивних питань (державного регулювання грошового ринку, ринку капіталу та ринку похідних фінансових інструментів); розробки спільних стандартів та правил діяльності учасників ринку; формування стратегії розвитку фінансового ринку країни на основі кооперації діяльності державних регуляторів (Національного банку України, Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Державної комісії з регулювання ринку фінансових послуг, Державного комітету фінансового моніторингу). Реалізація даної пропозиції дозволить ліквідувати фрагментарний характер системи регулювання та забезпечить створення умов для ефективного функціонування фінансового ринку і підвищить рівень стійкості фінансової системи країни;
- система індикаторів розвитку фінансового посередництва в Україні шляхом створення науково-методичного забезпечення їх оцінки з двох позицій (загального обсягу торгів та обсягу торгів на організованому ринку) та їх групування за напрямками (фінансова архітектура, розмір і ефективність фінансової системи, активність фінансових посередників). Запропонована система індикаторів, на відміну від існуючих систем, базується на комплексному підході, що відображає діяльність банків та небанківських фінансових установ як фінансових посередників;
- класифікація посередників, які функціонують на фінансовому ринку, на основі їх виокремлення на базі таких класифікаційних ознак, як: характер проведення операцій (інвестиційні посередники, ощадні установи контрактного типу, депозиторські установи); рівень спеціалізації (спеціалізовані – банки та небанківські фінансові установи, інтегровані фінансові посередники – фінансові конгломерати); приналежність до структурних елементів



механізму фінансового ринку (перший рівень – інституціональні інвестори, які є посередниками безпосередньо між інвесторами – фізичними та юридичними особами та емітентами; другий рівень – професійні учасники ринку – інфраструктурні фінансові посередники) та інше;

удосконалено:

- теоретичну базу оцінювання впливу фінансового ринку на стимулювання економічного зростання в країні, що здійснено шляхом обґрунтування необхідності використання показників, які відображають рівень витрат фінансового посередництва;
- науково-методичні підходи до структуризації фінансового ринку на основі виокремлення таких класифікаційних ознак, як: функціональне призначення (грошовий ринок; ринок капіталу; ринок похідних фінансових інструментів); набуття права власності (ринок боргових фінансових інструментів та ринок інструментів, що надають право власності); рівень ризику фінансових інструментів (безризиковий, середньоризиковий, високоризиковий), територіальна ознака (міжнародний, національний, регіональний);
- обґрунтування рівня інституціональної зрілості фінансового ринку країни за наступними блоками: рівень законодавчої та політичної стабільності (стабільність політичної системи, стабільність та зрілість органів державної влади, ефективність правової системи та рівень законодавчого регулювання, рівень державного регулювання ринку, стабільність та захищеність права власності); рівень відкритості учасників ринку (якість та рівень корпоративного управління, рівень прозорості діяльності, рівень асиметрії інформації); рівень розвитку інститутів фінансового ринку (рівень розвитку інститутів ринкової інфраструктури, рівень розвитку ринкової конкуренції, система підготовки фахівців, професіоналізм фахівців ринкових інститутів);
- з'ясування умов зростання обсягів потоків іноземного капіталу в стратегічному періоді шляхом обґрунтування рівня привабливості фінансового ринку

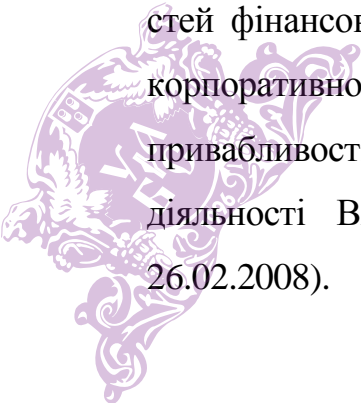


ку України в рамках ринків країн, що розвиваються, на основі співставлення показників темпів зростання національного ринку та ризику країни.

Практичне значення одержаних результатів. Наукові результати дисертаційної роботи знайшли практичне застосування в діяльності окремих установ, що підтверджується відповідними актами та довідками. Зокрема, результати дослідження у сфері регулювання ринку цінних паперів були використані у процесі підготовки державних програмних документів, якими визначались заходи щодо розвитку фондового ринку в Україні на період 2006–2010 рр. У практичній діяльності Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку використані пропозиції автора щодо уточнення стратегічних підходів до державного регулювання діяльності учасників ринку шляхом запровадження консолідованого нагляду за фінансовими установами, що відповідає міжнародним стандартам регулювання. Комісія також розглянула з метою подальшого практичного використання пропозиції щодо вдосконалення державного регулювання фондових бірж з метою формування ефективного біржового середовища з обслуговування операцій з купівлі-продажу цінних паперів, попередження маніпулювання, здійснення клірингу та розрахунків за операціями з похідними цінними паперами та забезпечення привабливості українських фондових бірж для вітчизняних та іноземних інвесторів (довідка № 02/25 від 27.02.2008).

Розробки щодо проблеми систематизації діяльності депозитарної системи були використані в роботі Національного банку України (довідка № 40-108/968-2933 від 13.03.2008).

Рекомендації щодо планування стратегічно виваженої структури капіталу підприємства-емітента, орієнтованої на максимальне використання можливостей фінансового ринку країни, а також в розрізі вдосконалення підходів до корпоративного управління, орієнтованих на підвищення рівня інвестиційної привабливості зазначеного підприємства на фінансовому ринку використані в діяльності ВАТ “Сумський завод “Насосенергомаш” (довідка № 861 від 26.02.2008).



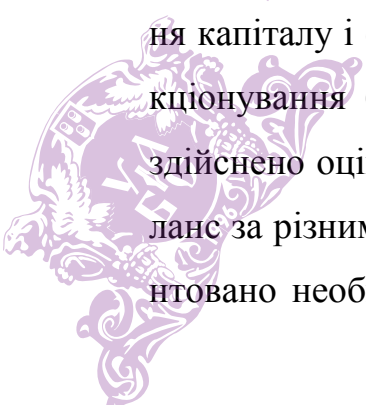
Пропозиції та рекомендації щодо застосування інтегрованої системи управління ризиками фінансового конгломерату прийняті до впровадження в діяльності АКБ “Укрсоцбанк” (довідка № 922 від 28.02.2008).

Пропозиції стосовно посилення роботи банків на ринку цінних паперів, а саме диверсифікації операцій з цінними паперами, яка передбачає активізацію роботи з акціями не тільки фінансових установ, а й підприємств реального сектора виробництва, були впроваджені в діяльність акціонерного банку “Київська Русь” (довідка № 1298/22-21227 від 05.03.2008).

Одержані автором результати наукового дослідження використовуються у навчальному процесі кафедри фінансів ДВНЗ “Українська академія банківської справи Національного банку України” при викладанні навчальних дисциплін “Фінанси”, “Фінансовий ринок”, “Ринок фінансових послуг” та “Фінансовий менеджмент”.

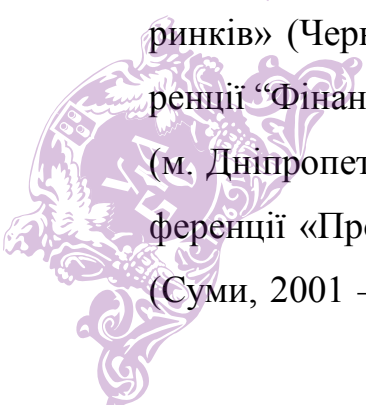
Обґрунтовані теоретичні висновки та розроблені практичні рекомендації, які містяться в дисертаційному дослідженні, можуть бути використані у процесі розробки державних програмних документів, що визначатимуть стратегію розвитку фінансового ринку країни в цілому та окремих його сегментів, а також в діяльності емітентів і посередників фінансового ринку.

Особистий внесок здобувача. Результати наукового дослідження, які виносяться на захист, отримані автором особисто і знайшли своє відображення в опублікованих працях. З наукових робіт, опублікованих у співавторстві, в дисертаційній роботі використані лише ті положення, ідеї та висновки, які є результатом особистих досліджень здобувача. У роботах [176, 269] автором визначено особливості впливу «Міжнародної конвергенції вимірювання капіталу і стандартів капіталу: нові підходи», відомої як Базель-II на функціонування банківських установ на фінансовому ринку країни; у [270] – здійснено оцінку структури кредитного портфеля банків та визначено дисбаланс за різними видами економічної діяльності позичальників; у [67] – обґрунтовано необхідність, значення та функції валютного ринку країни; у [271,



279] – обґрунтовано взаємозв'язок між рівнем корпоративного управління і фінансового менеджменту та оцінкою ринкової вартості цінних паперів суб'єктів господарювання на фінансовому ринку; у [147] – проведено аналіз джерел фінансування оновлення основних фондів суб'єктів господарювання в Україні; у [280] – визначено структуру фінансового ринку, що відображає об'єкти фінансового ринку та системи ринків за різними класифікаційними ознаками; у [294] – визначено закономірності розвитку ринку капіталу на сучасному етапі та проведено аналіз структурних змін і темпів зростання торгів цінними паперами в Україні; у [351] – проведено кореляційно-регресійний аналіз заощаджень та інвестицій у % до ВВП по регіонам світу.

Апробація результатів дослідження. Результати дослідження доповідались і отримали схвальну оцінку на наступних конференціях: Міжнародній науково-практичній конференції «Забезпечення сталого розвитку банківської діяльності» (Київ, 2007 р.), I міжнародній науково-практичній конференції «Формування єдиного наукового простору Європи та завдання економічної науки» (Тернопіль, 2007 р.), Міжнародній науково-практичній конференції «Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика» (м. Суми, 2006 - 2008 рр.), Міжнародній науково-практичній конференції «Макроекономічна політика в Україні: проблеми науки та практики» (Харків, 2007 р.), Міжнародній науково-практичній конференції «Проблеми та шляхи вдосконалення економічного механізму підприємницької діяльності в умовах глобалізації економіки» (Ужгород, 2007 р.), VI Міжнародній науково-практичній конференції «Управління економічними системами: концепції, стратегії та інновації розвитку» (Хмельницький, 2007р.), Міжнародній науково-практичній конференції «Банківська система України в умовах глобалізації фінансових ринків» (Черкаси 2005, 2007 р.), Всеукраїнській науково-практичній конференції «Фінансово-кредитна система України: проблеми та шляхи вирішення» (м. Дніпропетровськ, 2004, 2005 р.), Всеукраїнській науково-практичній конференції «Проблеми та перспективи розвитку банківської системи України» (Суми, 2001 – 2007 рр.), Третій Міжнародній науково-практичній конферен-



ції: «Розвиток наукових досліджень '2007» (Полтава 2007 р.), Міжнародній науково-практичній конференції «Фінансові ринки та інститути» (Харків, 2007 р.), Всеукраїнській науково-практичній конференції «Актуальні проблеми економіки» (Київ, 2007).

Публікації. Результати дисертації відображено у 39 наукових працях, в тому числі у 3 монографіях; 28 статтях опублікованих у фахових наукових журналах і збірниках наукових праць, 8 – в інших виданнях. Загальний обсяг опублікованих робіт становить 48,4 друк. арк., з них особисто автору належить 34,8 друк. арк.

Структура і зміст дисертації. Дисертація складається з вступу, п'яти розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків. Загальний обсяг дисертаційної роботи складає 440 сторінок, у тому числі на 112 сторінках розміщено 33 таблиці, 65 ілюстрацій, 23 додатки, список використаної літератури із 372 найменувань.



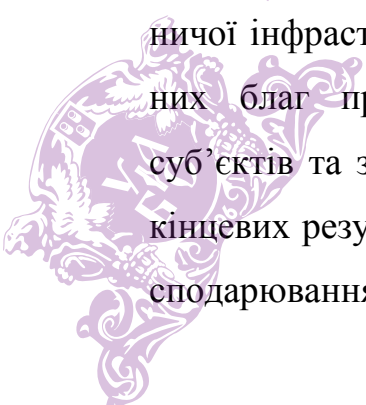
РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ФУНКЦІОНУВАННЯ ФІНАНСОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ ТА ОСОБЛИВОСТІ ЙОГО РЕГУЛЮВАННЯ

1.1. Визначення і формалізація фінансового ринку в системі економічних відносин країни

Сучасна економіка розвинутих країн має ринковий характер, оскільки саме ринкова система виявилась найбільш ефективною та гнучкою для вирішення економічних проблем. Слід зазначити, що засади ринкової економіки набували сучасних цивілізованих форм протягом тривалого часу і не одне століття. Ринок з притаманним йому конкурентним середовищем створює надійну основу товарного виробництва і дозволяє найбільш раціонально і повно забезпечити постійно зростаючі потреби суспільства в умовах рідкісних і обмежених економічних ресурсів. Ринок – це система економічних відносин між суб'єктами з приводу купівлі-продажу товарів та послуг. Головними економічними суб'єктами в ринкових відносинах є держава (уряд), підприємства (фірми) – господарюючі суб'єкти та домогосподарства [37 С. 11].

Держава як суб'єкт ринкового господарства діє через систему державних установ та бюджетних організацій, що виконують функцію державного регулювання економіки. Держава займається виробництвом суспільних благ, які надаються споживачам безкоштовно. До таких благ належать: безпека, досягнення фундаментальної науки, послуги державної соціальної та виробничої інфраструктури. Результати діяльності держави як виробника суспільних благ проявляються в підвищенні продуктивності господарюючих суб'єктів та зниженні витрат на споживання домогосподарств. Специфікою кінцевих результатів діяльності держави є те, що на відміну від суб'єктів господарювання держава не ставить за мету максимізацію прибутку. Для вир-



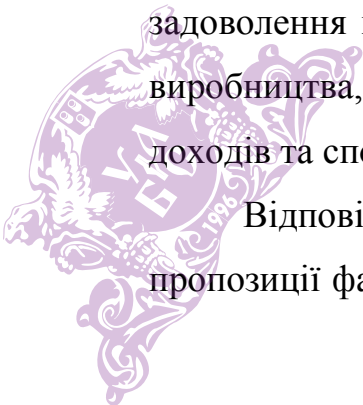
бництва суспільних благ держава закупає у суб'єктів господарювання товари, виготовлені підприємствами. Витрати на придбання зазначених товарів разом з витратами на заробітну плату державним службовцям включаються до складу державних витрат, джерелом покриття яких, як правило, є податки, що сплачуються домогосподарствами та господарюючими суб'єктами. Окрім поточних витрат на виробництво суспільних благ, держава здійснює інвестиційну діяльність.

Однією з найважливіших економічних функцій держави є створення пропозиції грошей, необхідних для задоволення потреб домогосподарств, суб'єктів господарювання і самої держави, що покладена на центральний банк, в Україні – Національний банк України. Таким чином, економічна активність держави проявляється в закупівлі необхідних товарів, робіт та послуг, зборі податків та пропозиції грошей.

Суб'єкти господарювання мають на меті виробництво та реалізацію товарів, робіт, послуг з метою отримання прибутку як кінцевого фінансового результату діяльності. Діяльність підприємств у загальному вигляді в умовах ринку зводиться до придбання факторів виробництва, реалізації власної виробленої продукції, підтримці та розвитку виробничої бази і, як наслідок, здійснення розширеного відтворення. Отже, економічна активність даного суб'єкта ринкових відносин зводиться до формування попиту на фактори виробництва (засоби виробництва та робочу силу), пропозиції товарів, робіт та послуг, а також інвестування [19 С. 12].

Домогосподарство як суб'єкт ринкових відносин слід розглядати як економічну одиницю, що складається з одного та більше представників населення країни, які ведуть спільне господарство, діяльність яких спрямована на задоволення власних потреб. Домогосподарства є власниками всіх факторів виробництва, що знаходяться в приватній власності. Різниця між обсягами доходів та споживання і формує заощадження.

Відповідно економічна активність домогосподарств проявляється в пропозиції факторів виробництва, споживанні частини доходу шляхом прид-



бання необхідних благ та зберіганні іншої частини доходу у вигляді цінних паперів і нерухомості.

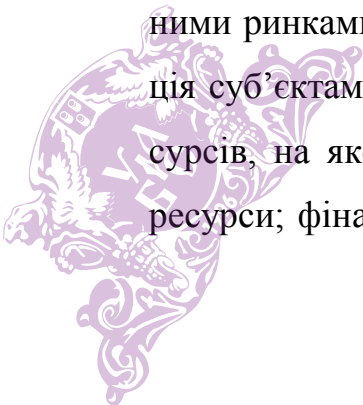
Крім того, на формування ринкових відносин у межах країни певний вплив може мати і так званий іноземний сектор, що проявляється через взаємний обмін товарами та послугами, капіталом та національними валютами [53].

Окрім зазначених видів економічної активності суб'єктів ринкових відносин, кожен з них взаємодіє з іншими через кредитування. Функціонуючи в економічних системах різних країн, ринок проявляється досить специфічно. Це пов'язано з тим, що в різних країнах різна питома вага ринкових відносин, існують свої підходи до методів їх регулювання, певні національні традиції тощо.

Таким чином, можна констатувати, що ринок опиняється на перехресті доріг, по яких в один бік від продавця до покупця рухаються ресурси, продукція, товари, послуги, а в інший – рухаються грошові потоки від покупців до продавців як оплата за придбані товари. У функціональному розумінні сучасний ринок поняття більш глибоке, комплексне і являє собою систему ринків, серед яких важлива роль належить фінансовому ринку. Грошові ресурси країни постійно переміщуються від власників заощаджень до позичальників та інвесторів. На рис. 1.1 подано кругообіг грошових ресурсів в економіці.

На макроекономічному рівні грошовий оборот обслуговує кругообіг усього сукупного капіталу суспільства на всіх стадіях суспільного відтворення, у виробництві, розподілі, обміні і споживанні [37 С.14].

Грошовим оборотом взаємопов'язуються основні ринки, через які формуються більшість грошових відносин між економічними суб'єктами. Основними ринками є: ринок товарів, на якому безпосередньо відбувається реалізація суб'єктами господарювання вироблених товарів, робіт, послуг; ринок ресурсів, на якому суб'єкти господарювання купують матеріальні та трудові ресурси; фінансовий ринок, де відбувається реалізація вільних грошових ко-



штів; світовий ринок, через який здійснюється зв'язок внутрішньої економічної системи із економічними системами інших країн.

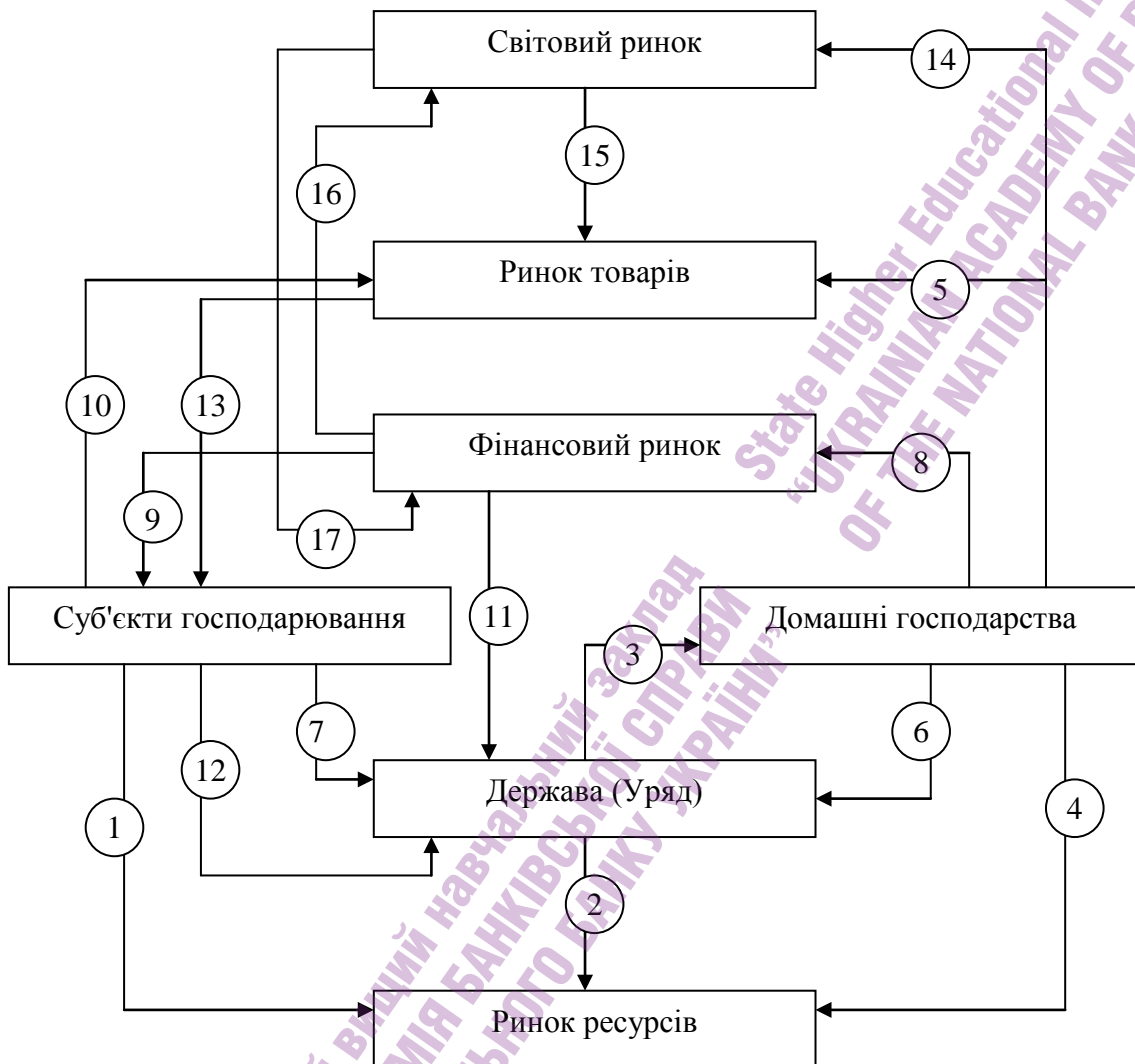


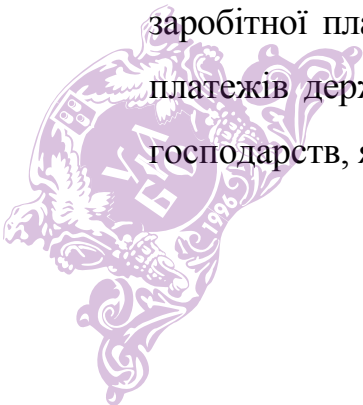
Рис. 1.1 Схема спрощеного кругообігу грошових ресурсів, [161]:

- 1 – придбання суб'єктами господарювання необхідних ресурсів для здійснення виробничої діяльності (матеріальні та трудові ресурси);
- 2 – заробітна плата державних службовців;
- 3 – трансфертні платежі – всі виплати, які здійснює держава домогосподарствам;
- 4 – доходи домашніх господарств (заробітна плата, проценти, дивіденди тощо);
- 5 – придбання домогосподарствами продукції на внутрішньому ринку (споживання);
- 6 – сплата податків домогосподарствами;

- 7 – сплата податків суб'єктами господарювання;
- 8 – заощадження домогосподарств, що надходять на фінансовий ринок;
- 9 – кошти, що отримують суб'єкти господарювання на фінансовому ринку (доходи від емісії цінних паперів, кредитні ресурси);
- 10 – витрати підприємства на розширене відтворення;
- 11 – мобілізація урядом коштів на фінансовому ринку для покриття державних видатків;
- 12 – державні закупівлі;
- 13 – виручка від реалізації продукції, товарів, робіт, послуг суб'єктів господарювання;
- 14 – оплата продукції, що надходить в країну у вигляді імпорту;
- 15 – надходження в країну коштів від експорту продукції;
- 16 – чистий відтік капіталу з внутрішнього ринку на світовий;
- 17 – чисте надходження капіталу зі світового ринку на внутрішній.

Можна припустити, що формально усі розрахунки і платежі, які становлять грошовий оборот, можна сформуванати в декілька великих потоків залежно від їх призначення в процесі суспільного відтворення. На рис. 1.1 подано для більшої зручності лише грошові потоки і не зображено зворотні потоки товарів та послуг. Крім того, вважається, що всі ресурси, необхідні суб'єктам господарювання, знаходяться у приватній власності, хоча, враховуючи особливості відносин власності в Україні, значна частка факторів виробництва знаходиться саме в державній власності.

У наведеній схемі сукупного грошового обороту виділено грошові потоки, які представляють, по-перше, сукупні витрати суб'єктів господарювання на придбання необхідних виробничих та трудових ресурсів, по-друге, виплату заробітної плати державним службовцям, по-третє, це виплати трансфертних платежів державою домашнім господарствам; по-четверте, доходи домашніх господарств, які створюють національний дохід.



Загальна збалансованість грошового обороту вимагає вирівнювання, перш за все, національного доходу і національного продукту. Для цього повинні балансуватись і всі пов'язані між собою грошові потоки.

За функціональною ознакою або згідно з економічним призначенням об'єктів виділяють такі види ринків:

- ринок товарів та послуг (ринок продовольчих та ринок непродовольчих товарів, а також ринок послуг);
- ринок факторів виробництва (ринок праці, ринок засобів виробництва, сировинний ринок);
- фінансовий ринок (фондовий ринок, грошовий ринок, ринок похідних фінансових інструментів);
- інформаційний ринок (ринок інтелектуальної продукції).

Безперечно, що в умовах формування ринкових відносин більш важливого значення набуває фінансовий ринок. Об'єктивною передумовою існування фінансового ринку є розбіжність потреби у фінансових ресурсах в того чи іншого суб'єкта ринкових відносин із наявними власними джерелами фінансування. Фінансовий ринок не просто виконує функцію обміну тимчасово вільних грошових коштів на певні фінансові активи, але і обслуговує товарні ринки та ринки сфери послуг, формує і забезпечує товарно-грошові відносини в багатьох аспектах їх прояву. В загальному вигляді фінансовий ринок відображає попит та пропозицію на фінансові ресурси.

Саме на ринку фінансових ресурсів, або фінансовому ринку, відбувається перелив коштів, при якому вони переміщуються від тих, хто має їх надлишок, до тих, хто потребує інвестицій. При цьому, як правило, кошти спрямовуються від тих, хто не може їх ефективно використати, до тих, хто використовує їх продуктивно. Це сприяє не тільки підвищенню продуктивності та ефективності економіки в цілому, а й поліпшенню економічного добробуту кожного члена суспільства.

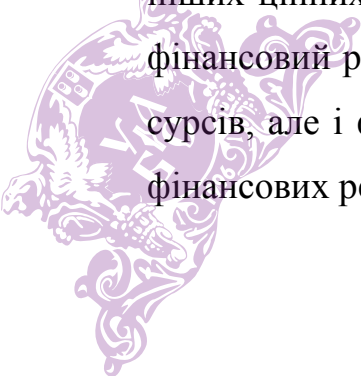
На фінансовому ринку ті учасники ринку, що мають вільні фінансові ресурси, передають їх на різних умовах іншим учасникам, які опосередкова-

но через суб'єктів ринку або безпосередньо використовують залучені ресурси для фінансування різних галузей економіки, забезпечення потреб населення та потреб Державного бюджету. Фінансові ресурси надаються на умовах позики або на умовах дольової участі, коли інвестор набуває прав власності на придбані за інвестовані кошти матеріальні чи нематеріальні активи [261].

З огляду на те, що поняття “фінансовий ринок” є дуже широким, оскільки базується не тільки на фінансових потоках, але і на певних стосунках, що формуються в результаті трансформації відносин власності з приводу об'єкта купівлі-продажу, виникають певні непорозуміння при визначенні сутності категорії фінансового ринку. В процесі дослідження було встановлено, що досить часто, в науковій літературі фінансовий ринок ототожнюють із грошовим або кредитним ринком, інвестиційним ринком, ринком цінних паперів, ринком фінансових послуг. Враховуючи вищезазначене, для проведення ґрунтовного дослідження стану та перспектив розвитку фінансового ринку України, на нашу думку, необхідно визначити спочатку саму категорію “фінансовий ринок”.

Проведене нами дослідження дозволяє зробити висновок, що на сьогодні серед науковців не існує єдиного підходу щодо визначення сутності та структури фінансового ринку. Існує цілий ряд різноманітних розбіжностей як у теоретиків, що опікуються макроекономічними проблемами розвитку економіки, так і у вчених фінансистів. У зв'язку з цим ми проаналізували основні визначення, що наводяться в навчальній та науковій літературі з даного питання.

Так, на думку Б.А. Райзберга: “Фінансовий ринок відображає попит та пропозицію фінансових ресурсів, тобто грошей, валюти, акцій, облігацій та інших цінних паперів” [217]. Дане визначення є не зовсім повним, оскільки фінансовий ринок не тільки відображає попит та пропозицію фінансових ресурсів, але і формує певні відносини між покупцем та продавцем з приводу фінансових ресурсів, працює на основі певного механізму.



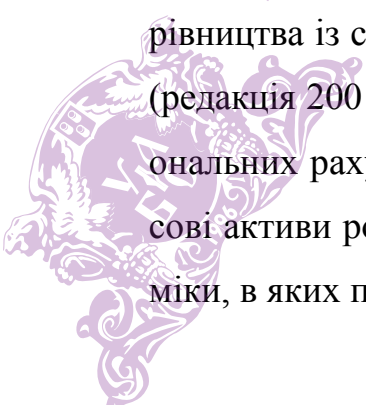
Ряд авторів (В.М. Опарін, В.М. Шелудько, В.П. Ходаківська, В.В. Беляєв) вважають, що фінансовий ринок – це сукупність певних відносин, пов'язаних з купівлею-продажем специфічного товару. [172, 250, 261]

На думку В.М. Опаріна, “Фінансовий ринок – це сукупність обмінно-перерозподільних відносин, пов'язаних з процесами купівлі-продажу фінансових ресурсів, необхідних для здійснення виробничої та фінансової діяльності” [172 С. 38].

В.М. Шелудько вважає, що фінансовий ринок – це “система економічних та правових відносин, пов'язаних із купівлею-продажем або випуском та обігом фінансових активів” [261 С.].

В.П. Ходаківська та В.В. Беляєв розглядають фінансовий ринок як “всю систему економічних відносин, що виникають між його прямими учасниками при формуванні попиту і пропозиції на специфічні послуги – фінансові послуги, пов'язані з процесом купівлі-продажу, розподілу та перерозподілу фінансових активів, які знаходяться у власності економічних суб'єктів національної, регіональної та світової економіки” [250].

На нашу думку, наведені визначення безперечно відображають саме поняття ринку з точки зору сукупності економічних відносин з приводу купівлі-продажу специфічних товарів, але з точки зору самих товарів виникають певні розбіжності. Так у визначенні В.М. Опаріна товаром є фінансові ресурси, у визначенні В.М. Шелудько товар – це фінансові активи, а у визначенні В.П. Ходаківської та В.В. Беляєва товаром є специфічні послуги, а саме фінансові. Стосовно того, що на фінансовому ринку товаром є фінансовий актив, можна погодитись з тієї позиції, що фінансовий актив розглядається не з точки зору положень (стандартів) бухгалтерського обліку, а з точки зору “Керівництва із статистики державних фінансів” Міжнародного валютного фонду (редакція 2001 року) [97], що максимально гармонізовано із “Системою національних рахунків” (редакція 1993 року). Згідно з даними документів фінансові активи розподіляються за принципом резидентності за секторами економіки, в яких працюють резиденти.

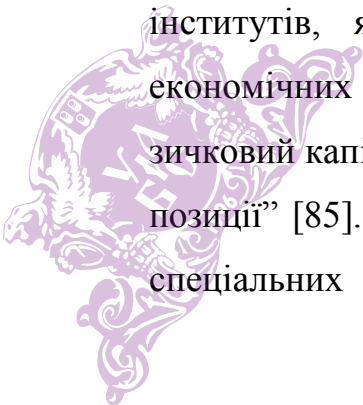


В узагальненому вигляді, виходячи з розподілу за резидентами, розглядають фінансові активи внутрішні (валюта та депозити, цінні папери, крім акцій, кредити та позики, акції та інші форми участі в капіталі, страхові технічні резерви, похідні фінансові інструменти, інша дебіторська заборгованість), зовнішні (валюта та депозити, цінні папери, крім акцій, кредити та позики, акції та інші форми участі в капіталі, страхові технічні резерви, похідні фінансові інструменти, інша дебіторська заборгованість), а також монетарне золото та СПЗ. Безумовно в такій класифікації фінансові активи є об'єктами фінансового ринку, оскільки охоплюють як банківський сектор, так і ринок капіталу.

Стосовно того, що товаром на фінансовому ринку є специфічні послуги – фінансові, за визначенням В.П. Ходаківської та В.В. Беляєва, то в даному випадку не можна погодитись, оскільки, на наш погляд, фінансові послуги є товаром безпосередньо на ринку фінансових послуг. Поняття “фінансовий ринок” та “ринок фінансових послуг” не є тотожними поняттями.

Проведений нами аналіз дозволяє стверджувати, що, товаром на фінансовому ринку є фінансові ресурси, тобто – грошові фонди, які створюються в процесі розподілу, перерозподілу та використання валового внутрішнього продукту, що створюється протягом певного часу в національній економіці країни.

Ще одна група науковців розглядає фінансовий ринок з точки зору сукупності специфічних фінансових інститутів. Так, на думку авторів А.Г. Завгороднього, Г.Л. Вознюк, Т.С. Смовженко, фінансовий ринок – це “сукупність ринкових фінансових інститутів, що скеровують потік коштів від власників заощаджень до позичальників” [69]. В.М. Іванов вважає, що “фінансовий ринок – місце купівлі-продажу фінансових ресурсів та сукупність інститутів, які забезпечують їхній обіг, тобто сукупність соціально-економічних відносин у сфері трансформації бездієвих грошових коштів у позичковий капітал через кредитно-фінансові інститути на основі попиту та пропозиції” [85]. З точки зору О.М. Іваницької, фінансовий ринок – це мережа спеціальних (банківсько-фінансових) інститутів, що забезпечує взаємодію

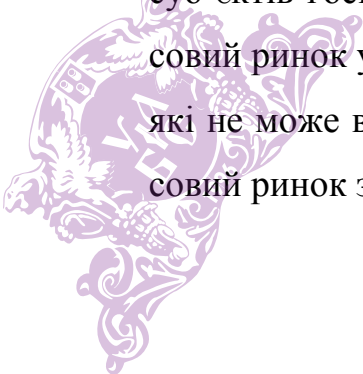


попиту і пропозиції на гроші як специфічний товар, їхнє взаємне врівноваження [84]. Наприклад, визначення фінансового ринку, яке дається зарубіжними вченими, виглядає таким чином: “Фінансові ринки – ринкові інститути, що є каналами для потоку грошових ресурсів, від тих, хто зберігає, до тих, хто позичає” [55].

Безумовно, що всі наведені вище визначення тією чи іншою мірою відображають сутність фінансового ринку через сукупність фінансових інститутів, але знову ж таки, відсутня єдина точка зору з приводу товару як об’єкта купівлі-продажу. На нашу думку, фінансовий ринок не тільки скеровує потік коштів від власників заощаджень до позичальників, але і визначає рівноважну ціну на товар. У визначенні О.М. Іваницької специфічним товаром фінансового ринку є гроші, але, на наш погляд, все-таки більш точно буде зазначити, що товаром є саме фінансові ресурси, оскільки гроші можуть бути об’єктом на грошовому ринку, який більшість вчених виділяють як складовий елемент фінансового ринку.

Проведений нами аналіз дозволяє сформулювати таке визначення фінансового ринку – це сукупність економічних відносин, з приводу перерозподілу тимчасово вільних фінансових ресурсів між населенням (домогосподарствами), суб’єктами господарювання та державою через систему фінансових інститутів на основі взаємодії попиту та пропозиції.

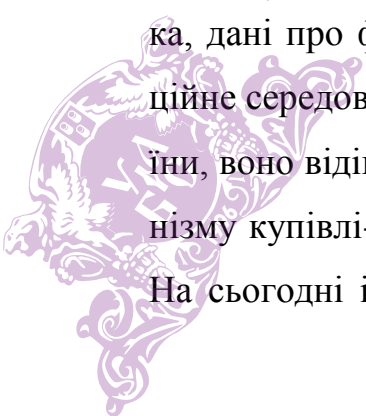
Перерозподіл фінансових ресурсів за допомогою фінансового ринку має певні часові обмеження і здійснюється на умовах платності та на основі співвідношення попиту та пропозиції, які у свою чергу знаходяться під впливом рівня конкуренції. Він повинен здійснювати мобілізацію і розподіл фінансових ресурсів, що сконцентровані у населення, у розпорядженні суб’єктів господарювання та в державних грошових фондах. По суті фінансовий ринок у процесі перерозподілу фінансових ресурсів виконує ті функції, які не може виконати жодна складова фінансової системи, при цьому фінансовий ринок значно впливає на її ефективність, стійкість та еластичність.



Фінансовий ринок виник як наслідок у результаті появи потреби в додатковій формі мобілізації коштів для фінансового забезпечення розвитку економіки держави.

Досконалий фінансовий ринок – це ринок, який може точно й своєчасно відобразити попит і пропозицію фінансових ресурсів і з найменшими затратами звести за допомогою посередників одне з одним постачальників і споживачів грошей або капіталу. Крім того, фінансовий ринок – це також певний фінансовий барометр економіки. Він ефективно працює при низьких темпах інфляції в державі, успішному розвитку економіки, стабільній законодавчій та нормативній базі, сприятливому політичному кліматі та певному балансі інтересів у суспільстві. Ці умови не завжди можливі навіть у економічно відносно розвинутих державах, тому фінансові ринки дуже часто потрясають кризи, що спричиняє ще радикальніший та економічно не завжди виправданий перерозподіл фінансових ресурсів як всередині країни, так і в міждержавних масштабах [26].

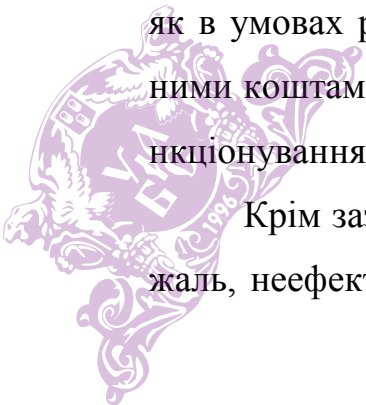
Побудова реального й ефективного фінансового ринку потребує закладення в його основу певних принципів. До них належать: вільний доступ до ринкової інформації і ринкових інструментів для всіх учасників фінансового ринку; прозорість ринку й реальний захист інвесторів; ліквідність фінансових інструментів ринку; конкурентоспроможність та ефективність; відповідність міжнародним стандартам. Необхідно зазначити, що успішне становлення та розвиток фінансового ринку країни значною мірою залежить від надання інвесторам повної та неупередженої інформації стосовно фінансових активів і операцій, що проводяться на даному ринку. Інформація має містити всі дані стосовно емітентів, зокрема про їх фінансово-господарський стан, ринкову вартість цінних паперів, що знаходяться в обігу, коливання курсів ставок відсотка, дані про фінансових посередників та багато інших параметрів. Інформаційне середовище є основою формування та розвитку фінансового ринку країни, воно відіграє важливу роль при приведенні в дію як безпосередньо механізму купівлі-продажу, так, що дуже важливо, механізму захисту інвесторів. На сьогодні інформаційна система, яка б задовольняла вимоги інвесторів і



надавала б можливість ефективно функціонувати всьому механізму фінансового ринку в Україні знаходиться на стадії становлення, і, на жаль, не може сприяти повною мірою захисту інтересів як інвесторів, так і позичальників. Слід зазначити, що в країнах з розвинутою ринковою економікою існує механізм фінансових консультантів, що забезпечує інвесторів необхідною інформацією та при цьому несе відповідальність за її достовірність. На жаль, в Україні зазначений інститут знаходиться лише на стадії становлення. На сьогодні існує певний доступ до інформації про стан фінансового ринку в Україні по розрізнених окремих його складових. Певна частина інформації подається офіційними органами, так інформація щодо стану банківської системи регулярно оновлюється та подається на сайті Національного банку України. Стосовно ситуації з державними цінними паперами, то вона висвітлюється на сайті Міністерства фінансів України, фінансова звітність емітентів подається на сайті Державної комісії з цінних паперів та фінансового ринку тощо. Тобто очевидно, що ця інформація є розрізною та, крім того, не має серйозної аналітичної бази. Особливо необхідно зазначити, що дана інформація не коментується комплексно незалежними фінансовими аналітичними компаніями.

Слід відзначити, що визначальну роль у формуванні фінансового ринку повинні відігравати саме заощадження домогосподарств, але в Україні економічна активність населення є досить низькою, оскільки, по-перше, довіра населення до державних інститутів, банківської системи, фінансового ринку відновлюється досить повільно і весь час знаходиться в дуже тісній залежності від змін, що відбуваються в політичному житті країни, по-друге, значна частина населення просто не володіє необхідними знаннями з приводу того, як в умовах ринкової економіки необхідно розпоряджатись тимчасово вільними коштами. Все це певною мірою знижує ліквідність та ефективність функціонування фінансового ринку країни [18].

Крім зазначеного вище, слід додати, що в Україні на сьогодні існує, на жаль, неефективна система захисту заощаджень населення, обмежений дос-

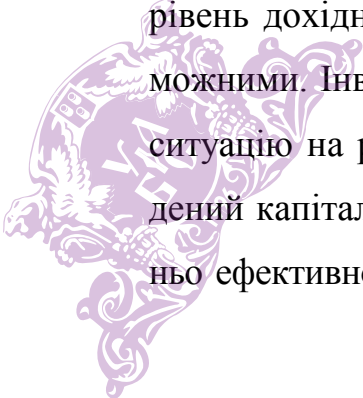


туп власників капіталів до інформації про певні підприємства, які реалізують цінні папери, недостатній рівень професійних знань учасників фінансового ринку. Все це, а також неефективне державне регулювання фінансового ринку, призвело до ситуації, що на сьогодні фінансовий ринок має незначний вплив на ефективний розподіл грошей і капіталу в умовах ринкової трансформації.

Як відомо, сутність будь-якої економічної категорії і зокрема фінансового ринку, а також та роль, яку він відіграє в економіці держави, найбільш повно розкривається в його функціях. Основними функціями фінансового ринку є такі.

По-перше, це мобілізація тимчасово вільних фінансових ресурсів населення (домогосподарств), суб'єктів господарювання, державних установ, іноземних інвесторів та їх трансформація у капітал. Дана функція проявляється в тому, що через механізм фінансового ринку окремими його суб'єктами, тимчасово вільні фінансові ресурси, що перебувають у формі суспільних заощаджень, тобто грошових та інших фінансових ресурсів домогосподарств, суб'єктів господарювання, державних установ, і не витрачені на споживання і реальне інвестування, залучаються для ефективного використання в економіці країни.

По-друге, забезпечення взаємодії покупців та продавців фінансових ресурсів, результатом якої є встановлення рівноважної ціни попиту та пропозиції. Тобто кожен із суб'єктів фінансового ринку, допускаючи певний рівень ризику та розраховуючи на очікувану дохідність, здійснює операції купівлі-продажу цінних паперів, боргових зобов'язань, похідних цінних паперів. При цьому, з одного боку, емітенти прагнуть забезпечити інвесторам достатній рівень дохідності, щоб бути інвестиційно привабливими та конкурентоспроможними. Інвестори, враховуючи обсяг пропозиції, рівень ризику та загальну ситуацію на ринку, прагнуть отримати оптимальний рівень доходу на вкладений капітал. Таким чином, за умови, що фінансовий ринок працює достатньо ефективно, встановлюється ціна, що задовольняє як емітентів, так і інвес-



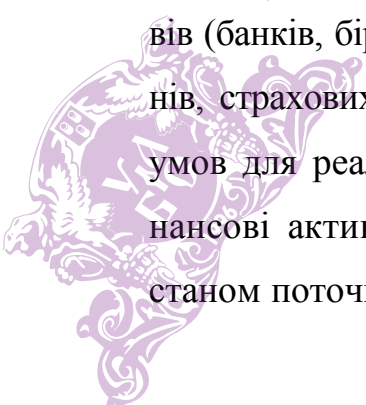
торів різних організаційно-правових форм та різних форм власності. Безумовно, на фінансовому ринку, як і на товарному ринку, діють закони попиту та пропозиції, граничної корисності та конкуренції.

Виходячи з попередньої функції, виникає наступна, третя функція, яка полягає у перерозподілі на взаємовигідних умовах тимчасово вільних фінансових ресурсів із метою їх ефективнішого використання.

По-четверте, фінансовий ринок передбачає формування такого механізму функціонування, який би забезпечив виявлення обсягу і структури попиту на окремі фінансові активи та своєчасне його задоволення в межах всіх категорій споживачів, які тимчасово мають потребу в залученні капіталу із зовнішніх джерел.

По-п'яте, ефективно функціонуючий фінансовий ринок підвищує ліквідність фінансових активів, що перебувають у обігу, оскільки ймовірність перетворення активу у грошові кошти достатньо висока. Це може відбуватися за умови високоефективної діяльності фінансових посередників, що працюють на даному ринку. Якщо операції купівлі-продажу відбуваються фінансовим посередником на ринку постійно, то це призводить до підвищення ліквідності об'єкта купівлі-продажу, а також до стабілізації ринку в цілому, формуванню певних механізмів, що протидіють різким коливанням у ціноутворенні на фінансовому ринку, які не обумовлені реальними змінами як у діяльності безпосередньо самого емітента, так і в макро- та мікроекономічному середовищі країни в цілому.

По-шосте, організаційна функція фінансового ринку, що полягає в організації процесу доведення фінансових активів до споживача, виявляється через створення мережі різноманітних інститутів з реалізації фінансових активів (банків, бірж, брокерських контор, інвестиційних фондів, фондових магазинів, страхових компаній тощо). Її завдання полягає у створенні нормальних умов для реалізації тимчасово вільних фінансових ресурсів в обмін на фінансові активи, що їх цікавлять. Фінансові посередники добре обізнані зі станом поточної кон'юнктури фінансового ринку, умовами здійснення угод з



різними фінансовими інструментами та в найкоротші терміни можуть забезпечити зв'язок продавців і покупців. Фінансове посередництво сприяє прискоренню не тільки фінансових, але і товарних потоків, забезпечує мінімізацію пов'язаних з цим суспільних витрат. Фінансові посередники, здійснюючи операції, значні за обсягами, одночасно зменшують для суб'єктів ринку витрати і відповідні ризики через отримання економії на основі ефекту масштабу, через наявність відповідних фахівців, через вдосконалення процедури оцінювання цінних паперів.

По-сьоме, фінансовий ринок має значний вплив на прискорення обороту капіталу суб'єктів господарювання, що сприяє активізації економічних процесів у країні.

Наявність фінансового ринку та фінансових інститутів, що забезпечують його функціонування, допомагає мобілізувати великий обсяг заощаджень, більш ефективно їх розмістити та знизити ризики, ніж це можуть зробити окремі вкладники, а також сприяє скороченню операційних витрат; об'єднанню та диверсифікації ризиків; розвитку спеціалізованих консультаційних послуг з управління ризику, перспектив інвестицій, оцінки платоспроможності тих, хто їх залучає; задоволенню потреб вкладників у ліквідності та безпечності; задоволенню потреб інвесторів у терміновому вкладенні вільних коштів [250].

Як зазначалось вище, фінансові ринки виконують суттєву економічну функцію щодо спрямування коштів від тих, хто заощадив, до тих, що відчують тимчасову нестачу коштів, у результаті чого формуються певні канали, по яких рухаються фінансові ресурси. Це переміщення може здійснюватись за двома напрямками: каналами прямого та непрямого фінансування (рис. 1.2).

Канали прямого фінансування – це канали, якими тимчасово вільні фінансові ресурси рухаються безпосередньо від власників до позичальників.





Рис. 1.2. Схема руху потоків коштів на фінансовому ринку, [119]

При цьому, пряме фінансування може здійснюватись двома способами: перший спосіб передбачає, що кошти передаються на фінансовому ринку кредитором позичальнику для здійснення інвестицій в обмін на право участі у власності позичальника, тобто шляхом придбання дольових цінних паперів – акцій (рис. 1.3).

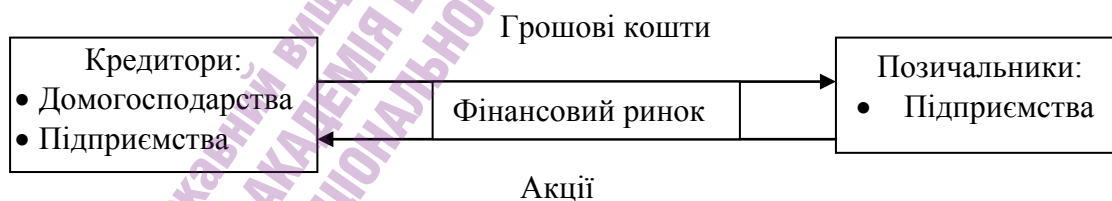


Рис. 1.3. Схема прямого фінансування шляхом отримання прав власності, [119]

Другий спосіб передбачає, що кошти передаються підприємству для здійснення інвестицій в обмін на зобов'язання повернути ці кошти в майбутньому з відсотком (рис. 1.4).

При непряму фінансуванні грошові кошти рухаються через фінансових посередників, до яких можна віднести: банківські та небанківські фінансові установи, а саме: інвестиційні, страхові компанії, пенсійні фонди та інші.

У США, наприклад, близько 2/3 щорічного обсягу інвестицій проходить саме каналами непрямого фінансування.

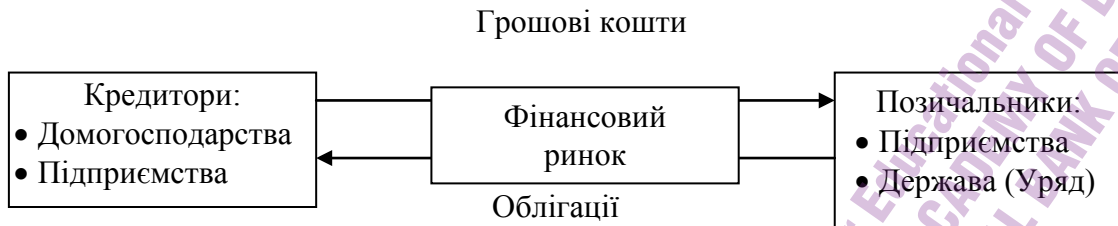


Рис. 1.4. Схема прямого фінансування шляхом отримання позик, [119]

Наявність на фінансовому ринку значної кількості фінансових посередників з широким спектром послуг сприяє загостренню конкуренції між ними, і як наслідок, зниженню цін на різні види фінансових послуг. Фінансові посередники є необхідною умовою функціонування фінансового ринку за умови, якщо ринок не працює за схемою капітального фінансування, оскільки вони забезпечують інвесторам оперативне розміщення їх тимчасово вільних коштів у фінансові активи та, відповідно, і вилучення коштів із процесу інвестування. Учасникам ринку, що відчувають потребу в інвестиціях, фінансові посередники надають послуги із залучення коштів за відповідну плату. Чим вища конкурентна позиція позичальника на ринку, тим нижчою є ціна за користування фінансовими ресурсами.

Отже, узагальнюючи вищезазначене можна стверджувати, що фінансовий ринок є важливою складовою ринкової економіки, оскільки саме з його допомогою відбувається перерозподіл тимчасово вільних фінансових ресурсів між основними секторами економіки країни. Необхідно зазначити, що в країнах із перехідною економікою фінансові ринки є досить слабо розвинутими через цілий ряд причин, а саме: у цих країнах невисокий рівень виробництва, невелика частка ВВП у розрахунку на душу населення, слабкий приватний сектор, недостатньо розвинута економічна інфраструктура, приховане безробіття, значні темпи інфляції, величезні обсяги “тіньової” економіки, політична нестабільність. Усе це неминуче призводить до того, що при переході до

ринку економіка країни неспроможна залучити кошти іноземних інвесторів, перетворити велику частку внутрішніх заощаджень в інвестиції і спрямувати капіталовкладення у перспективні галузі. Результатом цього є те, що фінансовий ринок у перехідний період слабкий та неефективний. Крім того, у багатьох країнах із перехідною економікою, зокрема і в Україні, фінансові ринки, і насамперед, така їхня складова, як ринки цінних паперів, були побудовані на масовій (безкоштовній) приватизації, що призвело до розпорошення прав власності і, як наслідок, створення неефективної системи власності. Фактично в процесі приватизації, перетворення підприємств із державних у підприємства колективної та приватної форм власності не супроводжувалось в більшості випадків реальними потоками капіталу. Як правило, ці перетворення мали, так би мовити, паперовий характер, тобто зміна власності фактично відбувалась лише на паперах, а руху власного капіталу не відбувалось, тобто не було реального руху капіталу через фінансовий ринок.

1.2. Фінансовий ринок як складовий елемент фінансової системи країни

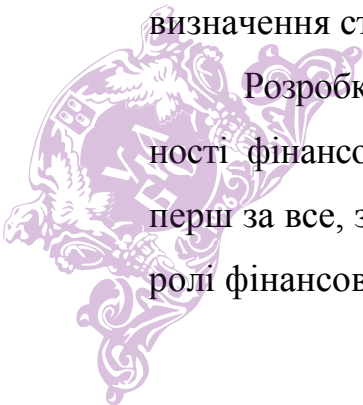
Протягом останніх десятиліть світова фінансова система стала досить складною і вимагає все більше уваги для підтримки її в стабільному стані. Безперечно, що при цьому суттєвих змін зазнали і фінансові ринки, вони розвиваються дуже високими темпами під впливом процесів лібералізації, все меншого впливу державного регулювання, процесів глобалізації та передових інформаційних та комп'ютерних технологій. Все це призвело до того, що операції на фінансових ринках стали відбуватись в максимально короткі терміни часу, при цьому обсяги потоків капіталу суттєво зростають, з'являються нові фінансові інструменти, досить швидкими темпами розвивається ринок похідних фінансових інструментів. На наш погляд, в сучасних умовах розви-

тку світової фінансової системи необхідно враховувати суттєвий вплив глобалізації на фінансову систему України і, зокрема, на фінансовий ринок.

Слід зазначити, що в останні роки і науковці, і фінансисти-аналітики відзначають, що однією з причин суттєвого зростання темпів економічного розвитку в світі є саме значне зростання потоку товарів, послуг та капіталу. При цьому важливим аспектом світових інтеграційних процесів є інтегрований ринок світових заощаджень і запозичень, тобто по суті фінансовий ринок. Як зазначалось у доповіді Міжнародного валютного фонду “Перспективи розвитку світової економіки” у цій галузі особливо примітним є те, що за останні декілька років відбулися зміни в характері кредиторів та позичальників [182]. Корпорації зазвичай є позичальниками на чистій основі. Проте у 2003 і 2004 роках загальні корпоративні надмірні заощадження (нерозподілений прибуток мінус капітальні витрати) в країнах Групи семи склали 1,3 трильйона доларів США, що більш ніж у два рази перевищує сукупне позитивне сальдо по рахунку поточних операцій країн з ринком, що формується, і країн, що розвиваються, за той же період.

На сьогодні питання стабільності фінансової системи є особливо актуальним. Це підтверджується і тим, що такі організації, як Міжнародний валютний фонд та Світовий банк розробили та запроваджують програму оцінки стійкості фінансової системи FSAP (Financial Sector Assessment Program) з метою формування більш якісних підходів щодо моніторингу стійкості фінансових систем, а також зниження вірогідності настання та гостроти прояву криз на міжнародних фінансових ринках; забезпечення загальної координації дій міжнародних фінансових інститутів, що здійснюють контроль за глобальними фінансовими процесами; формування відповідних інструментів для визначення стабільності фінансового сектора окремих країн. [262].

Розробка та запровадження механізму моніторингу та підтримки стабільності фінансової системи в цілому та фінансового ринку зокрема, вимагає, перш за все, з’ясування самої структури фінансової системи, а також місця та ролі фінансового ринку.

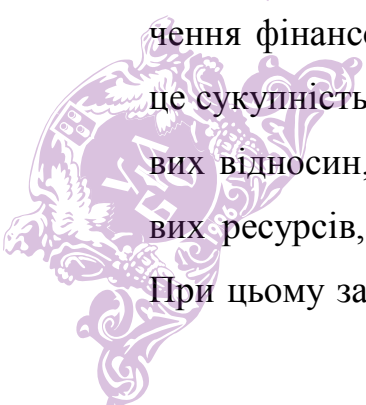


Необхідно підкреслити, що серед вітчизняних науковців не існує одностайності як у самому визначенні фінансової системи, так і в підходах щодо її складових елементів. На нашу думку, підходи щодо визначення сутності та структури фінансової системи можна згрупувати в два блоки, а саме: блок, в якому фінансова система розглядається з позицій, закладених ще за часів командно-адміністративної економіки, та блок, який відображає фінансову систему в контексті формування ринкової економіки.

Фінансова система держави є відображенням форм і методів конкретного використання фінансів в економіці і відповідною до задіяної моделі економіки та значною мірою визначається нею. Так, у державі тоталітарного типу фінансова система є спрощеною і дещо примітивною. Не всі її ланки достатньо розвинуті, а основною ланкою, як правило, є Державний бюджет, через який безпосередньо відбувається перерозподіл фінансових ресурсів у державі.

В результаті проведеного дослідження можна стверджувати, що у державах із ринковою економікою фінансові системи найчастіше розглядаються з точки зору сукупності фінансових ринків, фінансових інститутів, фінансових інструментів, і відповідно, досить важлива роль належить саме фінансовому ринку, оскільки саме він знаходиться в центрі перерозподілу тимчасово вільних фінансових ресурсів, і перетворює їх на фінансові активи, здатні приносити певний дохід власнику. У державах із перехідною економікою фінансові системи характеризуються тим, що окремі їхні ланки перебувають на стадії формування. Це стосується, насамперед, фінансового ринку, державного боргу, страхових і резервних фондів тощо.

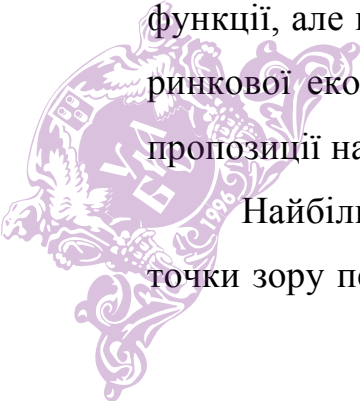
Отже, до першого блоку, на наш погляд, необхідно віднести такі визначення фінансової системи. На думку О.Р. Романенко: “Фінансова система – це сукупність відокремлених, але взаємопов’язаних між собою сфер фінансових відносин, що мають особливості в мобілізації та використанні фінансових ресурсів, відповідний апарат управління та забезпечення” [220 С. 21]. При цьому зазначається, що фінансову систему можна розглядати за внутрі-



шньою та організаційною будовою. Внутрішня будова фінансової системи включає в себе загальнодержавні фінанси (державний і місцевий бюджети, державні цільові фонди, державний кредит, фінанси державного сектора), фінанси суб'єктів господарювання (фінанси комерційних підприємств і організацій, фінанси некомерційних установ і організацій) та фінанси домогосподарств (сімейні фінанси). Сфери фінансових відносин відповідно включають: “фінанси суб'єктів господарювання (рівень мікроекономіки), державні фінанси (рівень макроекономіки), міжнародні фінанси (рівень світового господарства), фінансовий ринок та страхування. Останні (фінансовий ринок та страхування) є забезпечувальними сферами. Отже, в даному випадку зі сфер фінансових відносин вже вибули фінанси домогосподарств, а як зазначалось вище, саме заощадження домогосподарств є однією з основ формування тимчасово вільних фінансових ресурсів в економіці.

Стосовно організаційної основи функціонування фінансової системи, то вона розглядається як “фінансовий апарат – сукупність фінансових установ, на які покладено управління фінансовою системою держави, ...як і в будь-якій іншій державі, здійснюють органи державної влади і управління”. Тобто фінансова система держави представлена такими органами державної влади і управління: Верховна Рада України, Президент України, Кабінет Міністрів України, органи місцевого самоврядування, Міністерство фінансів, Державне казначейство, Державна податкова адміністрація України, Рахункова палата Верховної Ради України, Національний банк України, Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку, фондова біржа, фінансові посередники, Пенсійний фонд, інші фонди соціального страхування. Як бачимо, ключовими є саме органи державної влади, які виконують контролюючі та регулюючі функції, але не забезпечують основного, що повинно формуватись в умовах ринкової економіки, а саме – ринкового механізму формування попиту та пропозиції на тимчасово вільні фінансові ресурси.

Найбільш повно, як на нашу думку, визначення фінансової системи з точки зору першого підходу розглядається як сукупність різноманітних ви-



дів фондів фінансових ресурсів, сконцентрованих у розпорядженні держави, нефінансового сектора економіки (господарських суб'єктів), окремих фінансових інститутів і населення (домогосподарств) для виконання покладених на них функцій, а також – для задоволення економічних та соціальних потреб [139 С. 128]. Структура фінансової системи – динамічна і не може розглядатися в статичному вигляді. У процесі економічного розвитку вона може доповнюватися або деякі її ланки можуть відмирати.

Як зазначають автори [139], чільне місце у фінансовій системі посідають фінанси нефінансового сектора економіки, тобто фінанси підприємницьких структур. Вони обслуговують створення валового внутрішнього продукту – основного джерела фінансових ресурсів.

До цієї ланки належать фінанси як виробничої, так і невиробничої сфер. Фінанси виробничої сфери можуть поділятися, залежно від форми власності, як на державні, акціонерні, колективні, індивідуальні, орендні, спільні тощо, так і залежно від виду діяльності, на машинобудування, будівництво, транспорт, сільське господарство тощо.

До цієї ланки належать також фінанси так званої невиробничої сфери, яка поділяється на фінанси освіти, охорони здоров'я, культури, науки, оборони й інших підрозділів. Характерною особливістю створення й використання фондів та фінансових ресурсів у цьому разі є наявність, наряду із власними джерелами, бюджетного фінансування.

У нефінансовому секторі економіки провідне місце належить підприємствам державної форми власності. З розвитком ринкових реформ питома вага підприємств недержавної форми власності зростатиме.

Державні фінанси можна визначити як сукупність фондів фінансових ресурсів загальнодержавного призначення. За своєю структурою це дуже складна та багатопланова ланка фінансової системи. Державні фінанси охоплюють: державний та місцеві бюджети; централізовані та децентралізовані фонди цільового призначення; фінанси підприємств і організацій державної та комунальної форм власності; державний кредит; державне особисте й

майнове страхування. Провідне місце в державних фінансах належить бюджетам різних рівнів, які об'єднуються у зведеному бюджеті держави.

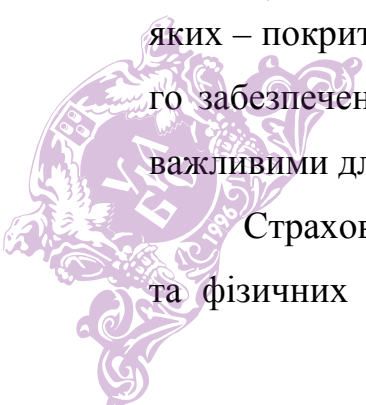
Державному бюджету належить центральне місце в системі державних фінансів. Він охоплює всі сфери економічної діяльності держави. За своєю сутністю бюджет характеризує фінансове становище держави. Проте бюджет – дуже складна економічна категорія, до якої не можна підходити однозначно, як і використовувати його показники без детального аналізу структури бюджетної системи держави.

Централізовані та децентралізовані фонди України цільового призначення включають: Пенсійний фонд, Фонд соціального страхування, Фонд сприяння зайнятості, Фонд конверсії, Валютний фонд, позабюджетні фонди місцевих органів самоврядування. Вони певною мірою доповнюють Державний бюджет, проте специфіка їх полягає у тому, що ці фонди мають строго цільове призначення і на інші цілі не використовуються. По суті, перелічені фонди є новою складовою державних фінансів України, яка перебуває на стадії становлення.

Державний кредит є заборгованістю держави перед своїми громадянами та господарськими структурами, іноземними кредиторами. Його величина свідчить про раціональність і ефективність фінансової політики держави та регулюється законодавством. Значний борг дає підстави для висновку, що держава живе за рахунок майбутніх поколінь. Велика сума боргу негативно впливає на видаткову частину бюджету, оскільки вимагає витрат на обслуговування.

Страхові та резервні фонди відіграють специфічну роль у фінансовій системі. Вони є сукупністю фондів фінансових ресурсів, основне призначення яких – покрити втрати, що виникли з непередбачених причин, або фінансового забезпечення заходів, які не були включені в плани фінансування, але є важливими для держави.

Страхові фонди створюються за рахунок страхових внесків юридичних та фізичних осіб і перебувають у розпорядженні страхових організацій і



страхових компаній різних форм власності. Страхові фонди й резерви – об'єктивне явище в економіці держави, що пов'язане з наявністю ризиків у господарській діяльності та суспільному житті.

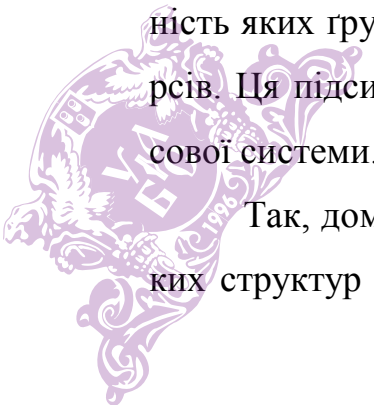
Наявність страхових і резервних фондів фінансових ресурсів дає можливість локалізувати втрати економіки та окремих громадян, пов'язані з фактами стихійного лиха і непередбачених обставин. Страхові фонди можуть використовуватися також як інвестиційний та кредитний ресурси в економіці до настання страхового випадку. Резервні фонди як на рівні держави, так і на рівні господарських структур, сприяють підвищенню ефективності господарської діяльності.

Фінансовий ринок – ланка фінансової системи, яка створює і використовує фонди фінансових ресурсів у тих випадках, коли інші ланки фінансової системи не можуть діяти ефективно. Фінансовий ринок включає ринок грошей, кредитних ресурсів, цінних паперів і фінансових послуг [139 С. 391].

Фінанси домогосподарств є засобом створення та використання фондів фінансових ресурсів для задоволення особистих потреб громадян. Джерелом створення вказаних фондів є заробітна плата й інші джерела доходів кожного громадянина чи його сім'ї. До доходів домогосподарств належать доходи від продажу власного капіталу, землі, продукції підсобних господарств, доходи, одержані від здачі в оренду майна, відсотки на капітал, вкладений у цінні папери тощо.

До видатків домогосподарств належать витрати на придбання споживчих товарів, оплату наданих послуг і виконаних робіт, формування заощаджень, купівлю цінних паперів та інші витрати. Домогосподарства за своєю економічною суттю – це господарські структури виняткового типу, діяльність яких ґрунтується на створенні й використанні фондів фінансових ресурсів. Ця підсистема безпосередньо пов'язана з іншими підсистемами фінансової системи.

Так, домогосподарства одержують кошти з бюджету та від господарських структур у рахунок оплати праці та при одержанні безоплатних послуг



від держави. Зі свого боку домогосподарства вносять платежі до бюджету та централізованих фондів, беруть участь у формуванні й використанні страхових фондів, є суб'єктами фінансового ринку. Економічна суть і призначення кожної із підсистем найповніше розкривається в їхній взаємодії та методах впливу на інші системи економіки держави [139].

Отже, як бачимо, значна частка із складових, наведених вище, є фондами, що мають виключно цільове призначення, а отже, не можуть використовуватись на інші цілі, ніж ті, які передбачено законодавством.

Як і попередні автори, В.М. Опарін розглядає фінансову систему з двох сторін: за внутрішньою (змістовою) структурою й організаційною будовою. Відповідно за внутрішньою будовою фінансова система – це сукупність відносно відособлених взаємозв'язаних сфер і ланок, які відображають специфічні форми та методи фінансових відносин; за організаційною будовою – це сукупність фінансових органів та інституцій, які управляють грошовими потоками. Найбільш доцільно в основу структуризації фінансів покласти рівень економічної системи (рис. 1.5), виділивши відповідні сфери фінансів: на мікрорівні – фінанси суб'єктів господарювання (підприємств); на макрорівні – державні фінанси; на рівні світового господарства – міжнародні фінанси, і на узагальнюючому рівні забезпечувальну сферу – фінансовий ринок. Кожна з цих сфер має відповідне організаційне забезпечення, кожна рівнева сфера – певний склад доходів та видатків (витрат) та свою специфічну схему організації фінансової діяльності, а фінансовий ринок – форми фінансових ресурсів та методи торгівлі ними [172, С. 23 - 25].

В даному випадку автор виокремлює фінансовий ринок як сферу, що охоплює кругообіг фінансових ресурсів як специфічного товару. Стосовно організаційної будови фінансової системи, то тут подано також як і у попередніх авторів державні органи управління і фінансові інституції. Всі вони згруповані в чотири блоки, а саме: перший блок становлять органи, які функціонують у сфері бюджету держави. Це, насамперед, Міністерство фінансів України та Державне казначейство і Державна контрольно-ревізійна служба.

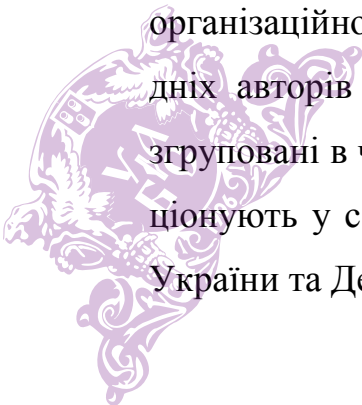




Рис. 1.5. Сфери фінансових відносин, [172]

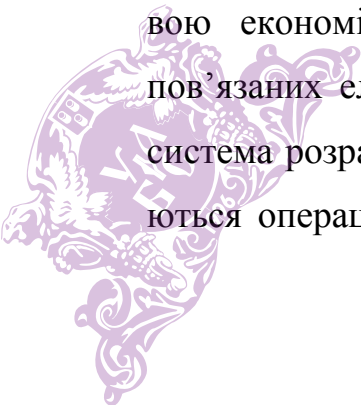
До цієї ж групи також належить Державна податкова адміністрація. Другий блок становлять контрольно-регулюючі органи – Рахункова палата, Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку, Аудиторська палата й аудиторські фірми. Третій блок становлять фінансові інституції, які працюють на фінансовому ринку: Національний банк України і комерційні банки; міжбанківська валютна біржа, фондові біржі, інституційні інвестори, страхові компанії. До четвертого блоку входять органи управління цільовими фондами: Пенсійний фонд України, фонди соціального страхування, Українська державна інноваційна компанія. Слід зазначити, що одну із важливих ролей у формуванні фінансової системи країни відіграє фінансовий ринок.

Отже, узагальнюючи вище зазначене можна констатувати, що розглянути вище визначення фінансової системи базуються на тому, що фінансову систему необхідно розглядати з двох точок зору, а саме – за внутрішньою будовою та за організаційною будовою, при цьому за внутрішньою будовою фінансова система розглядається як сукупність певних сфер та ланок, що враховують особливості економічної системи держави, а за організаційною структурою розглядаються з точки зору наявності відповідних органів управ-

ління. Фінансовому ринку в даному випадку надається роль забезпечувальної сфери. Якщо розглянути всі визначення фінансової системи, наведені раніше, то визначальними є державні фінанси і також цільові фонди, але за умови формування ринкових відносин перерозподіл фінансових ресурсів повинен відбуватися, в першу чергу, не через Державний та місцеві бюджети країни, а через фінансовий ринок, і держава стає рівноправним учасником цього ринку наряду з домогосподарствами та суб'єктами господарювання, оскільки вона може бути як кредитором, так і позичальником, залежно від того, як формуються в конкретний момент часу її фінансові ресурси. Водночас домогосподарства безперечно мають певну залежність від державних цільових фондів, але з формуванням ринкових засад економіки все більш важливу роль повинні відгравати недержавні пенсійні фонди, страхові компанії і таке інше, а державні цільові фонди повинні бути мінімальною основою фінансового забезпечення домогосподарств у відповідним напрямках. Безперечно на сьогодні в Україні ситуація в даному аспекті залишається максимально наближеною до планово-адміністративної економіки, а не до ринкової.

Щодо функціонування суб'єктів господарювання, то в умовах ринкової економіки саме через фінансовий ринок шляхом прямого або непрямого фінансування вони можуть отримувати необхідні для них фінансові ресурси з метою власного розширення виробництва та ефективного використання залучених ресурсів, а не розраховувати на отримання фактично безоплатних ресурсів у вигляді субсидій, субвенцій та дотацій з бюджетів різних рівнів.

На наш погляд, в умовах формування ринкової економіки країни та все більш зростаючої ролі фінансового ринку необхідно підходити до суті фінансової системи дещо з іншої позиції, більш розповсюдженої в країнах з ринковою економікою. Фінансова система складається із декількох взаємопов'язаних елементів: інфраструктури (правова система, платіжна система, система розрахунків та система обліку), інститутів (банки, фірми, що займаються операціями з цінними паперами, інституціональні інвестори), ринків



(фондова біржа, грошовий ринок та ринок похідних фінансових інструментів) [262].

При цьому сфера фінансового ринку охоплює кругообіг фінансових ресурсів і є важливою складовою фінансової та економічної систем, бо з одного боку, як складова фінансової системи він є:

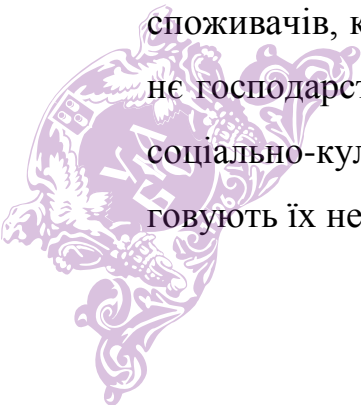
- певною надбудовою, через яку координується діяльність фінансової системи в цілому;
- сполучною ланкою, через яку здійснюється рух фінансових ресурсів. Тобто, якщо фінансові ресурси суб'єктів господарювання і населення є двигуном, а державні фінанси наділені функціями системи керування, то фінансовий ринок можна порівняти із трансмісією, яка забезпечує функціонування всіх інших сфер фінансової системи.

З іншого боку, фінансовий ринок наряду з іншими ринками, такими як: ринок праці, ринок факторів виробництва, ринок товарів та послуг та іншими, є невід'ємною складовою ринкової економіки, тому що без нормального функціонування одного з них неможливе функціонування всієї ринкової економіки в цілому [93].

Необхідно також зазначити, що в зарубіжній літературі досить часто визначення фінансової системи майже повністю збігається з визначенням фінансового ринку, хоча це не зовсім тотожні поняття. В роботі Фредеріка С. Мишкіна “Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків” зокрема зазначається, що “для нормального функціонування економіка потребує фінансової системи, яка спрямовує кошти від людей, що їх заощаджують, до людей, які забезпечують продуктивне застосування цих коштів як інвестицій. ... фінансова система складна і за структурою, і за механізмом функціонування. В ній багато різних типів інститутів: банки, страхові компанії, взаємні фонди, ринки акцій, облігацій тощо. Всі ці інститути регулює уряд. Фінансова система передає мільярди доларів щорічно від заощадників до тих, що здійснюють виробничі інвестиції” [161]. Тобто при визначенні поняття “фінансова система” зарубіжні автори спираються, перш за все, на інституці-

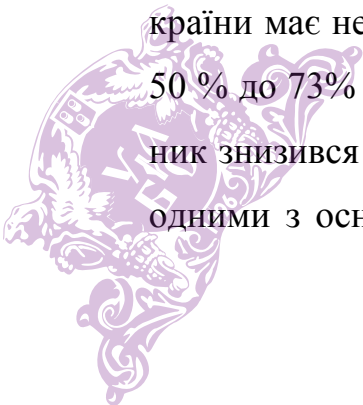
ональну теорію, яка розглядає економіку як єдине ціле, де всі галузі економіки виробляють національний дохід, при цьому всю економіку додатково поділяють на економічні сектори (сектори фінансових та нефінансових корпорацій, загальнодержавного управління, домашніх господарств та некомерційних організацій, що обслуговують домашні господарства). Економічні процеси подаються через фінансові потоки, які відображено у фінансових рахунках системи агрегованих величин, що дають цілісну картину макроекономічної ситуації в країні.

Слід зазначити, що згідно із Системою національних рахунків, складених на основі “Керівництва з платіжного балансу” (редакція 1993 року), національні рахунки розробляються і застосовуються в Україні на основі стандартів системи національних рахунків, прийнятих міжнародними організаціями в 1993 році (Міжнародним валютним фондом, Комісією Європейських співтовариств, Організацією економічного співробітництва і розвитку, Організацією Об’єднаних Націй та Світовим банком). Відповідно до даних документів економіка України розглядається як сукупність інституційних секторів економіки. Кожен із суб’єктів економічної діяльності або, за термінологією Системи національних рахунків, кожна інституційна одиниця належить до одного із п’яти секторів економіки, якими є: сектор загального державного управління, до якого належать державні інституції, що забезпечують діяльність законодавчої, виконавчої та судової влади країни; сектор нефінансових корпорацій охоплює підприємства бізнесу, основою діяльності яких є виробництво товарів і надання послуг; сектор фінансових корпорацій, до якого належать інституції, що спеціалізуються на фінансових послугах; сектор домашніх господарств, що об’єднує приватну економіку громадян – кінцевих споживачів, кожен з яких разом із членами своєї родини веде окреме домашнє господарство; сектор некомерційних організацій, що охоплює благодійні, соціально-культурні організації та фонди, що створені громадянами і обслуговують їх нематеріальні потреби.



Стосовно фінансового сектора економіки в даному випадку необхідно зазначити, що державним комітетом статистики подається інформація в розрізі: по-перше, аналітичних рахунків банківського сектора, що включає такі показники: грошова маса M_0 , M_1 , M_2 , M_3 , а також внутрішній кредит, чисті вимоги до уряду, вимоги до інших секторів економіки, та чисті зовнішні активи; по-друге, аналітичні рахунки центрального банку, що містять інформацію про грошову базу, чисті вимоги до уряду, вимоги до банків, вимоги до інших секторів економіки, чисті зовнішні активи; по-третє, дані про процентні ставки НБУ та банків України; по-четверте, відображається індекс ПФТС (Першої фондової торговельної системи).

Розглянувши структуру таких показників, як чиста додана вартість та чисте заощадження в розрізі інституційних секторів економіки (додаток А), спостерігаємо цікаву ситуацію: при формуванні чистої доданої вартості найбільш суттєву роль відіграють нефінансові корпорації, їх питома вага протягом 2004-2006 років знаходиться в межах 64 %, і це зрозуміло, оскільки в цьому секторі економіки створюється основна маса валового внутрішнього продукту країни. Значна частка чистої доданої вартості формується і в секторі загальнодержавного управління, і в секторі домогосподарств. За аналізований період дані дещо коливаються, але не суттєво, і знаходяться в межах 13-15 % у секторі загальнодержавного управління та 17-18 % – у секторі домогосподарств. Частка фінансових корпорацій при формуванні чистої доданої вартості значно нижче і коливається від 5,5 до 7,5 %. Але при цьому, якщо звернути увагу на показники чистого заощадження, то необхідно відзначити, тут структура кардинально змінюється, і на перші позиції виходять домашні господарства. Питома вага чистих заощаджень домогосподарств в економіці країни має нестійку тенденцію і, якщо у 2004-2005 роках вона збільшилась з 50 % до 73% від загального обсягу чистих заощаджень, то в 2006 році показник знизився до 64 %. Дана ситуація підтверджує те, що домогосподарства є одними з основних суб'єктів заощадження. Але при цьому відзначається й



інша ситуація (рис. 1.6), якщо поглянути на структуру фінансових активів, якими володіють основні інституційні сектори економіки.

Виконані нами розрахунки, результати яких наведені на рис. 1.6, показують, що різкі коливання в структурі фінансових активів відбулись лише у фінансових корпорацій за рахунок різкого зростання кредитів та позик, що порівняно з 2005 роком збільшились майже в 2 рази із 34,87 у 2005 до 69,44 % - у 2006 році. В структурі фінансових активів не фінансових корпорацій та домогосподарств різких змін за аналізований період не відбулось.

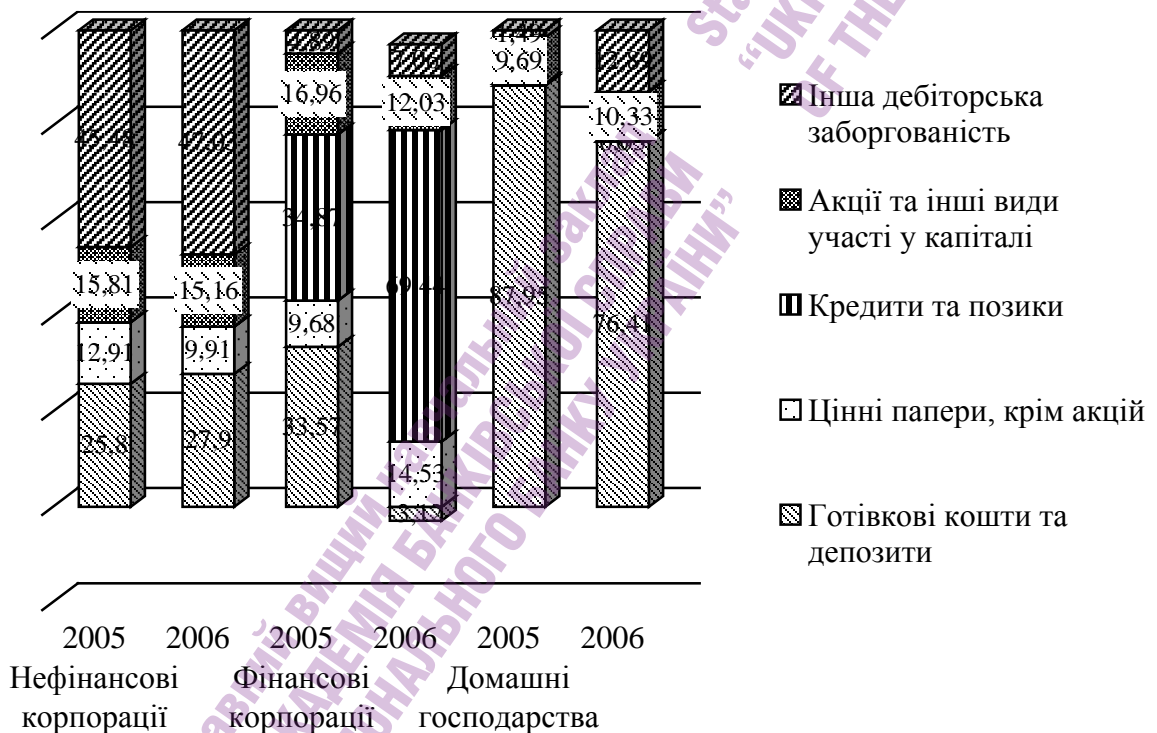


Рис. 1.6. Структура фінансових активів за інституційними секторами економіки, % (за даними Державного комітету статистики)

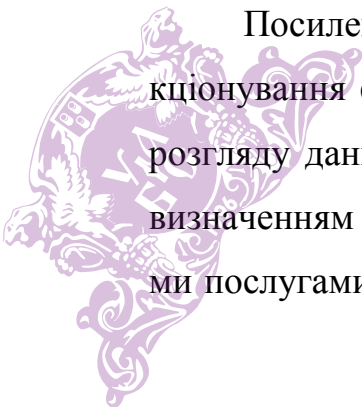
Структура фінансових активів домашніх господарств показує, що майже 88 % у 2005 та 76 % у 2006 році становлять готівкові кошти та депозити і лише близько 10 % становлять акції та інші види участі у капіталі. Тобто це дозволяє стверджувати, що в Україні значна частина фінансових ресурсів, які є тимчасово вільними і знаходяться в розпорядженні домогосподарств, не бере до уваги можливості фінансового ринку для їх ефективного використання.

Причинами такої ситуації можна назвати те, що у вітчизняній економіці існують, на жаль, досить значні ризики, які обумовлені нестабільною політичною та економічною ситуацією, правовою незахищеністю операцій населення з розміщення тимчасово вільних фінансових ресурсів, а також відсутність фінансової грамотності та мінімального досвіду в формуванні стосунків з фінансовим ринком, а точніше з фінансовими посередниками. Тобто, на наш погляд, існуюча фінансова система в країні і рівень розвитку фінансового ринку на сучасному етапі не дозволяє ефективно використовувати тимчасово вільні фінансові ресурси інституційних секторів економіки і, зокрема, населення [109].

Отже, зазначене вище ще раз підкреслює, що в умовах трансформації економіки країни в ринкову базу формування фінансової системи країни повинен стати саме фінансовий ринок. У такому випадку фінансова система країни виконуватиме функції, які їй притаманні, саме з точки зору ринкової економіки, тобто, по-перше, спрямовувати тимчасово вільні фінансові ресурси від тих, у кого вони в надлишку, до тих, кому їх не вистачає, по-друге, зменшувати ризик і заощадників, і позичальників, по-третє, забезпечувати необхідний рівень ліквідності, по-четверте, надавати об'єктивну та прозору інформацію суб'єктам фінансового ринку.

Необхідно зауважити, що в науковій літературі досить часто поняття “фінансова система” замінюється поняттям “фінансовий сектор”. Дійсно, сприйняття фінансової системи лише за структурною будовою на основі інституційного підходу, а також за функціональним призначенням наближає її до визначення фінансового сектора. Фінансовий сектор у широкому розумінні – це частина економіки, що пов'язана з діяльністю фінансових інститутів.

Посилення зростаючого впливу фінансового сектора на механізм функціонування фінансової системи знаходить своє відображення в підходах до розгляду даних термінів міжнародними фінансовими організаціями. Так, за визначенням МВФ фінансовий сектор забезпечує економіку посередницькими послугами та охоплює всі організації, головною діяльністю яких є фінан-



сове посередництво, зокрема банківську систему та інші фінансові установи, включаючи пенсійні фонди, страхові компанії, взаємні фонди, кредитні спілки [134]. У свою чергу, фінансова система розглядається через діяльність фінансових інститутів з огляду на відповідні рівні збору та консолідації статистичних, грошово-кредитних та фінансових даних у процесі відповідного обстеження та узагальнення інформації стосовно стану фінансового сектора. За таким підходом поняття фінансової системи також наближується до поняття фінансового сектора та охоплює:

- банківську систему, до складу якої входять органи грошово-кредитного регулювання та грошово-депозитні банки;
- небанківські фінансові установи [167].

Слід зазначити, що провідною ланкою фінансової системи у підходах МВФ є банківський сектор. Це обумовлено тим, що:

1. Інформація стосовно банківського сектора є більш доступною для використання навіть у країнах, що розвиваються, та в країнах із перехідною економікою.
2. Основним об'єктом для здійснення поточного обстеження та спостереження за ходом реалізації відповідних заходів фінансової політики є банківська система.
3. У країнах з недостатньо розвинутими фінансовими ринками на банківську систему припадає переважна частка сукупних фінансових активів.
4. Вирішальна роль у здійсненні фінансового посередництва в країнах із нерозвинутими фінансовими ринками належить неорганізованому фінансовому ринку.

У більш широкому розумінні за організаційною побудовою фінансова система постає як сукупність взаємопов'язаних і взаємодіючих частин, елементів, що беруть безпосередню участь у фінансовій діяльності або сприяють її здійсненню. Узагальнюючи точки зору, що віддзеркалюють домінанту інституціонального підходу, слід зазначити, що фінансова система – це сукупність фінансових інститутів та ринків, що оперують різними фінансовими ін-

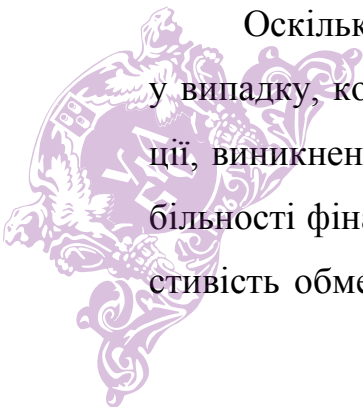
струментами, за допомогою яких здійснюються операції з фінансовими ресурсами.

Необхідно зазначити, що в країнах з розвинутою ринковою економікою фінансова система розвивається значно швидше, ніж реальна економіка, загальна сума фінансових активів у декілька разів перевищує їх річний ВВП. При цьому структура фінансових активів постійно змінюється і на даний момент зростає частка негрошових активів, на відміну від того, що ми спостерігаємо в Україні, це свідчить про те, що грошова база використовується значно ефективніше. Крім того, фінансова система стає все більш складною у зв'язку з високим рівнем розвитку фінансових інструментів, різноманітності операцій та мобільності ризиків. Все це значною мірою підвищило ефективність фінансової системи, але змінило характер фінансових ризиків і вимагає нових підходів щодо контролю та регулювання її стабільності.

Фінансова система може вважатись стабільною на нашу думку, якщо вона:

1. Полегшує ефективний розподіл економічних ресурсів як у просторі так і в часі, а також інші фінансово-економічні процеси, такі як: зберігання та інвестування коштів, кредитування та отримання позик, створення та розподіл ліквідності, формування ціни на активи, і в результаті нагромадження багатства та зростання виробництва.
2. Дозволяє оцінювати, котирувати та розподіляти фінансові ризики, а також здійснювати управління ними.
3. Зберігає здатність виконувати ці важливі функції навіть в умовах політичних, соціальних, економічних потрясінь і зовнішньої фінансової нестабільності, а також при посиленні певних диспропорцій в економіці.

Оскільки фінансова система включає в себе різноманітні елементи, то, у випадку, коли фінансова система ефективно виконує вищезазначені функції, виникнення проблем у одного з елементів не повинно нести загрозу стабільності фінансової системи в цілому. Стабільна фінансова система має властивість обмежувати та врегульовувати диспропорції шляхом використання

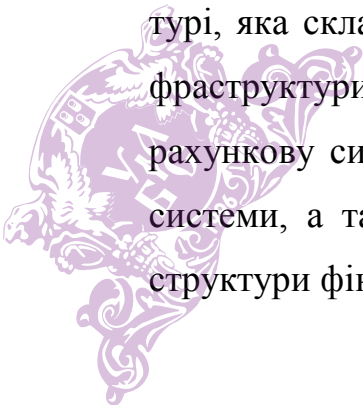


механізмів самокоригування перш ніж вони призведуть до виникнення фінансової кризи, а також дозволяє грошовій одиниці країни виконувати всі властиві грошам функції (в даному випадку відбувається поєднання фінансової та грошово-кредитної стабільності).

Отже, сучасна модель фінансової системи являє собою відкриту динамічну систему, яка постійно трансформується. Модель фінансової системи за структурною побудовою визначається специфікою та умовами діяльності фінансових інститутів на фінансових ринках при відповідному системному забезпеченні. Тобто фінансовий ринок має визначальний вплив на функціонування фінансової системи країни. І від того, наскільки стабільно він функціонуватиме та інтенсивно розвиватиметься, залежатиме і стабільність фінансової системи в цілому. На думку автора структура фінансової системи визначається специфікою та умовами діяльності фінансових інститутів на фінансових ринках при відповідному системному забезпеченні, що відображено на рис. 1.7.

Перехід до ринкової економіки вимагає розробки кардинально нового стилю фінансової політики, розробки нових основ державного регулювання фінансової системи, урахування у фінансовій політиці законів та закономірностей економічного розвитку. Фінансова система як частина економічної системи повинна наповнювати, структурувати та забезпечувати безперервність фінансових потоків у часовому та просторовому вимірюванні, створювати віртуальні потоки капіталу. Крім того, фінансова система повинна спонукати до виникнення нових фінансових інструментів та відповідних фінансових інститутів [83].

У структурі фінансової системи важливе місце надається інфраструктурі, яка складається, на наш погляд, з двох складових частин, а саме – інфраструктури фінансового ринку, що включає в себе платіжну систему, розрахункову систему, облікову систему, біржові та торговельно-інформаційні системи, а також системи електронних торгів, та забезпечувальної інфраструктури фінансового ринку – телекомунікаційні та мережеві системи.



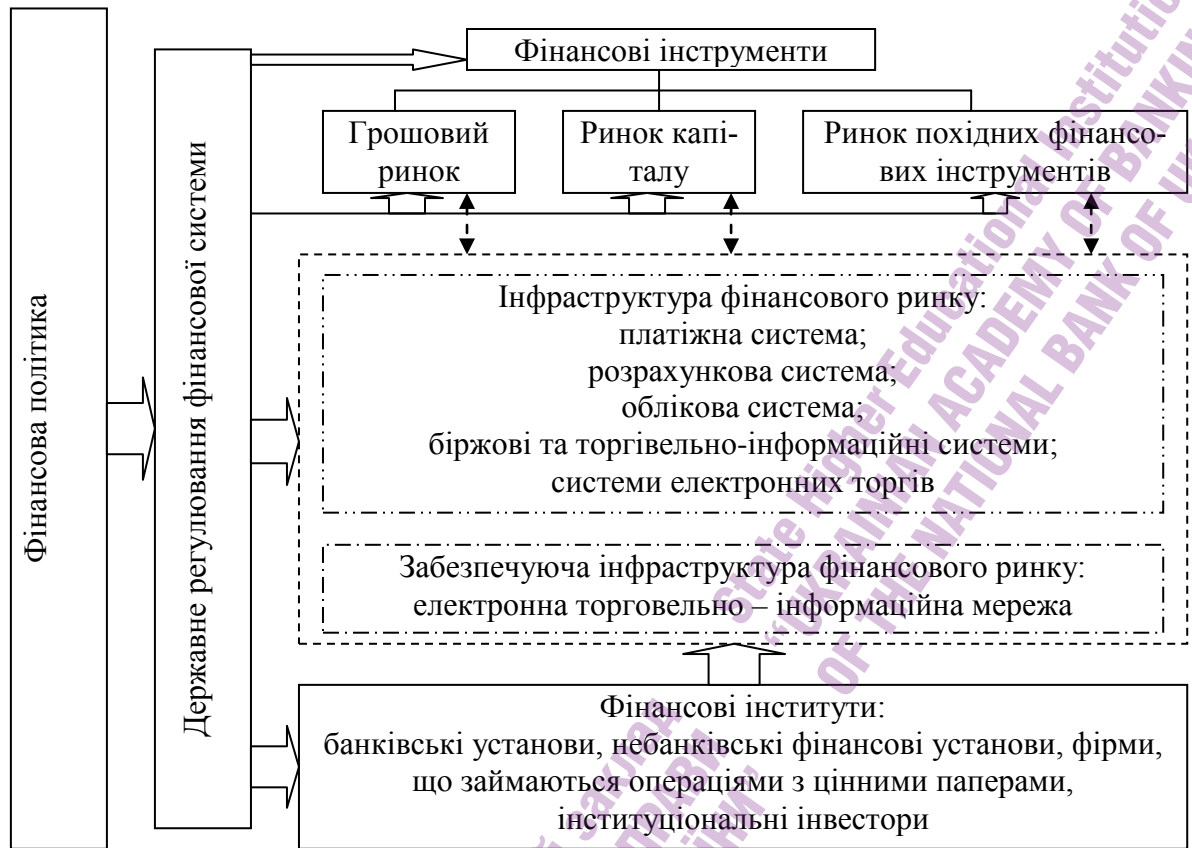


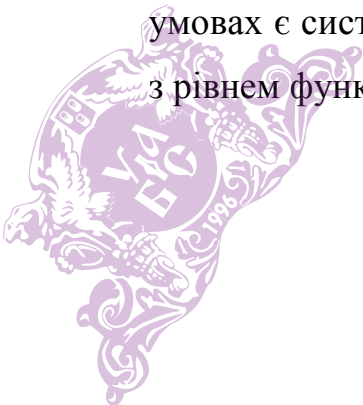
Рис. 1.7. Структурно-організаційна будова фінансової системи в умовах ринкової економіки

Слід зазначити, що досить важлива роль належить саме платіжній системі, оскільки платіжна система – це законодавчо врегульована процедура, що забезпечує проведення переказу коштів у межах як національної платіжної системи, так і з однієї країни в іншу [211]. Правилами платіжних систем визначається порядок використання платіжних інструментів, програмно-технічних засобів, системи захисту інформації та телекомунікаційних каналів зв'язку.

Фінансова інфраструктура являє собою оболонку, що оточує фінансові ринки і пронизує усю низку відносин, які виникають у їх межах [84]. Її можна визначити як сукупність інститутів та організацій, науково-методичних і кадрових елементів, що забезпечує неперервну, прозору і надійну основу функціонування фінансового ринку в його динамічному розвитку, переміщення та розподіл потоків капіталів між секторами, суб'єктами та об'єктами ринку.

Розвинута інфраструктура може бути каталізатором ринкових трансформацій, формувати траєкторію економічного, соціального, політичного та фінансового розвитку, визначати його темп, передбачати можливі негативні зміни в майбутньому та наслідки. Фінансова інфраструктура, діючи через об'єктно-суб'єктні структури, створює інфраструктурне середовище, ефективність дії якого визначається рівнем сполучення законодавчих, організаційних, наукових, комунікативних, облікових, міжнародних та інших складових елементів. Вплив інфраструктури на ефективність фінансових ринків і фінансової системи в цілому визначається шляхом забезпечення симетрії розподілу в часі, просторі та сферах діяльності, симетрії розподілу фінансових інструментів, регулюючих дій і впливів. У неефективно функціонуючих ринках виникають численні асиметрії: зайва напруженість в одній сфері через деякий час викликає відповідну негативну реакцію в іншій, навіть і більш лібералізований. Прикладом асиметрії, що виникає на фінансових ринках України, є асиметрія ринку капіталу, оскільки, якщо поглянути навіть на перелік так званих “блакитних фішок”, то вони представлені енергетичним підприємствами та банками. Безперечно, прикладом асиметрії є нерівномірність функціонування фінансового ринку в територіальному розподілі.

В умовах функціонування розвинутих фінансових ринків відбувається поява нових фінансових інструментів, що знаходяться в обігу на різних сегментах фінансового ринку, це, в свою чергу, спонукає до посилення заходів регуляторного впливу з боку контролюючих та регулюючих державних органів. Тобто зміни, що відбуваються з фінансовими інструментами, повинні обумовлювати і зміни в державному регулюванні як фінансових ринків, так і фінансової системи в цілому. Таким чином, фінансова система в ринкових умовах є системою динамічною, відкритою, адаптивною та тісно пов'язаною з рівнем функціонування в країні фінансового ринку.

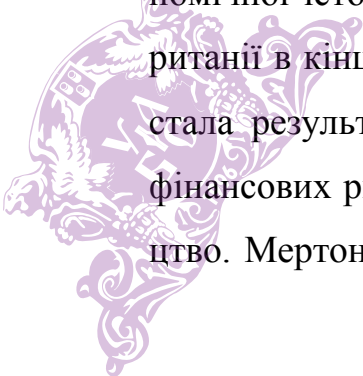


1.3. Дослідження впливу фінансового ринку на стимулювання економічного зростання країни

Бурхливий розвиток фінансових ринків в останній час сприяв зростанню наукового інтересу до проблеми впливу фінансового ринку на економічне зростання. Відповідно серед науковців склались дві протилежні думки, одна з них полягає в обґрунтуванні суттєвого впливу фінансового ринку на економічне зростання, інша – у відсутності зазначеного впливу і ролі фінансового ринку лише як обслуговуючої сфери. На наш погляд, на сьогодні в економічному зростанні відіграє саме фінансовий ринок, який із обслуговуючої сфери перетворився на самостійний сектор, що забезпечує економіку фінансовими ресурсами. Про значну роль фінансового ринку для економічного зростання зазначали У. Бейджхотом, який пояснював високий рівень промислового розвитку Великобританії ефективністю її ринка капіталу (XIX ст.), в першій половині XX сторіччя Й. Шумпетер звернув увагу на позитивну роль банків як фінансових посередників, в покращенні аллокації факторів виробництва і підвищенні сукупної продуктивності капіталу.

З іншого боку в роботах основоположників теорії «економіки зростання» питання ролі фінансового ринку не піднімались взагалі (С. Кузнець, В. Леонт'єв, Я. Тінберген). Про те що фінансовий ринок є похідною від реальної економіки стверджувала Джоан Робінсон. Цілий ряд вчених стверджують, що роль фінансового ринку значно перевищена.

Роль фінансового ринку в забезпеченні економічного зростання відображалась в роботах Дж. Хікса і М. Міллера. Зокрема в роботі «Теорія економічної історії» Дж. Хікс відзначав, що промислова революція у Великобританії в кінці XVIII ст., що перетворила цю країну у провідну країну світу, стала результатом не стільки технологічних інновацій, скільки укріплення фінансових ринків, що дозволило ці інновації впровадити в масове виробництво. Мертон Міллер був навіть більш категоричним: «... думка про те, що



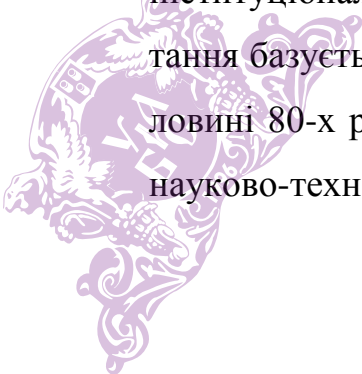
фінансові ринки сприяють економічному зростанню, надто очевидна, щоб бути предметом серйозних дискусій» [104].

Значний вплив на розвиток досліджень в зазначеному напрямку зробив Р. Голдсміт, який зробив висновок про те, що в довгостроковій перспективі спостерігається паралельність в економічному та фінансовому розвитку, і що в багатьох випадках більш високі темпи зростання економіки супроводжуються одночасно більш високими темпами зростання економіки супроводжуються одночасно більш високими темпами фінансового розвитку [319].

В останні 20 років дана проблема стає все більш актуальною, оскільки суттєво зростає масштаб та значення фінансового ринку в світовій фінансовій системі. Значна кількість праць, що стосується даного питання опублікована фахівцями Світового банку. Серед нових теорій економічного зростання найбільше розповсюдження отримали дослідницькі програми та моделі, в яких ставиться акцент на ендогенний характер розширеного відтворення. За даними авторитетного американського журналу *Journal of Economic Literature*, в 1985 – 1990 рр. в провідних періодичних виданнях з економічних проблем було опубліковано 153 праці на цю тему, в 1991 – 1995 рр. – вже 843, а в 1996-2005 рр. – 2402 дослідження. [348].

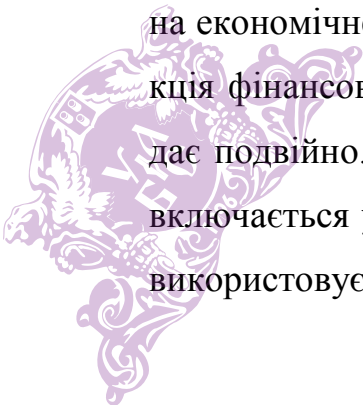
На нашу думку, дослідження проблеми впливу фінансового ринку на економічне зростання здійснюється за такими напрямками як, по-перше, канали впливу фінансової системи на економічне зростання, по-друге, які моделі фінансового ринку більш ефективні, по-третє, що саме визначає рівень розвитку фінансового ринку.

Дослідження, що започатковані в кінці ХХ сторіччя і присвячені ролі фінансового ринку, спираються на нову теорію економічного зростання, неоінституціоналізм, інформаційну економіку. Нова теорія економічного зростання базується на роботах П. Ромера та Р. Лукаса, що з'явилися в другій половині 80-х років ХХ сторіччя, і передбачає, що в центрі уваги знаходиться науково-технічний прогрес, як фактор ендогенного зростання.



В результаті на сучасному етапі розвитку фінансової науки, на нашу думку, виділилось два основних напрямки в дослідженні впливу фінансового ринку на економічне зростання, а саме: перший напрямок розглядає вплив фінансового ринку на економічне зростання з точки зору довгострокового періоду, а другий напрямок – з точки зору короткострокового періоду розвитку економіки країни. Перший напрямок з точки зору макроекономічної теорії розвивається в останні роки досить інтенсивними темпами, з того часу як була розроблена неокласична модель екзогенного зростання Солоу.

Але, незважаючи на значний прогрес у теорії економічного зростання й переорієнтацію на ендогенний характер зростання, методологія й логіка даних досліджень залишаються досить стабільними. У зазначених дослідженнях можна виділити дві основні проблеми. По-перше проблеми, що піднімаються в неокласичному підході, що використовує виробничу функцію й розділяє складові зростання відповідно до елементів виробничої функції (капітал, праця, загальнофакторна продуктивність і інші елементи залежно від передумов, зазначених щодо виробничої функції). По-друге проблеми, що піднімаються в політекономії зростання, де передбачається залежність економічного зростання від ряду політичних і інституціональних змінних. Сполучення цих двох напрямків дозволяє перейти до іншої інтерпретації зростання й виділити так звані канали економічного зростання. Це має на увазі, що зростання, розділене на складові виробничої функції, ідентичне зростанню, розглянутому в розрізі політичних і інституціональних змінних. Отже, кожний з елементів зростання, таких як капітал, праця, людський капітал і ін., розглядається як самостійна ендогенна змінна, залежна від цих інституціональних змінних. У такому випадку демонструється вплив інституціональних змінних на економічне зростання через ті або інші складові виробничої функції. Функція фінансового посередництва в рамках даної методології в цілому виглядає подвійно. У деяких випадках фінансове посередництво явно або неявно включається у виробничу функцію (у моделях ендогенного зростання) або ж використовується в якості регресора в політекономічному підході до зрос-



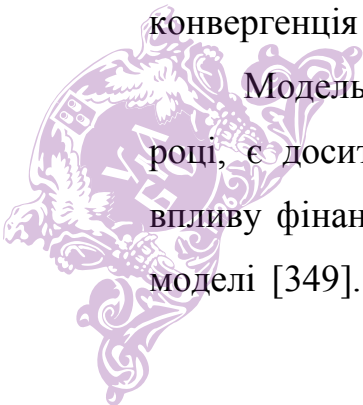
тання. Разом з тим даний підхід повною мірою не відбиває взаємозв'язок між фінансовою системою й реальним сектором економіки за рахунок виняткової концентрації на питаннях довгострокового взаємозв'язку.

В другому напрямку, що розглядає вплив фінансового ринку на економічне зростання з точки зору короткострокової динаміки, основна увага приділяється безпосередньо фінансовому посередництву та моделі фінансового ринку. В даному випадку розглядається вплив фінансових посередників безпосередньо на реальний сектор економіки. Найчастіше даний тип досліджень концентрується на вузьких аспектах взаємозв'язку фінансової системи й економічної динаміки: порівняння ефективності впливу різних типів фінансових систем на заданий економічний показник, вплив фінансової системи на структуру механізму монетарної трансмісії, вивчення властивостей фінансової системи як індикатора економічної рецесії та ін. Такого типу дослідження пов'язані саме з короткостроковим періодом, тому що розглядають середовище функціонування фінансів у взаємозв'язку з коротко- і середньостроковими показниками економічної динаміки.

Ендогенні фактори формуються в межах економічної системи країни. Розвиток фінансового ринку може розглядатись двояко: по-перше, як фактор, що сприяє технічному прогресу, і таким чином опосередковано впливає на економічне зростання, відзначимо, що цей вплив є одним із вагомих факторів для України. По-друге, як самодостатній фактор, безпосередньо впливаючи на темпи зростання економіки через накопичення капіталу.

Якщо розглянути країни з позиції регіональної конвергенції, то всі країни світу прямують до своїх довгострокових рівнів рівноваги. Проте одним із основних висновків, отриманих вченими з досліджень конвергенції, є те, що конвергенція до рівноважного рівня є надзвичайно повільним процесом.[145]

Модель акумульованого капіталу, що розроблена П. Ромером в 1986 році, є досить популярною серед вчених, що займаються дослідженнями впливу фінансового ринку на економічне зростання та отримала назву АК-моделі [349]. Основні результати, що демонструють ці моделі - це можли-



вість підтримки позитивного довгострокового економічного зростання, а також можлива відсутність умовної конвергенції. На відміну від зазначеної моделі, у моделі Солоу зростання можливе тільки в перерахуванні на одного реального працівника з темпом, рівним темпу технологічного прогресу, у той час як розраховуючи на одиницю ефективності економічне зростання дорівнює нулю.

Найбільш відомі дослідження належать П. Ромеру, котрий зосередився на можливості неспадної віддачі капіталу від масштабу виробництва.

Виробнича функція в моделі П. Ромера має наступний вигляд:

$$Y=A \times K, \quad (1.1)$$

де Y – обсяг випуску в економіці, тис. грн.;

A - рівень технології;

K – обсяг капіталу, тис. грн.

За умовою моделі, значення завжди більше або дорівнює одиниці, тобто має місце неспадна віддача на капітал. З врахування того, що в складі капіталу враховується не лише фізичний, а і людський капітал, таке припущення є досить реалістичним.

Інтегруємо фінансовий ринок, який будемо розглядати як діяльність різних фінансових посередників, що здійснюють трансформацію заощаджень в інвестиції, в модель економічного зростання. Для цього необхідно розглянути наступну систему рівнянь:

$$Y=A \times K, \quad (1.1),$$

$$\Delta K= I - \delta \times K \quad (1.2),$$

$$S = s \times Y \quad (1.3),$$

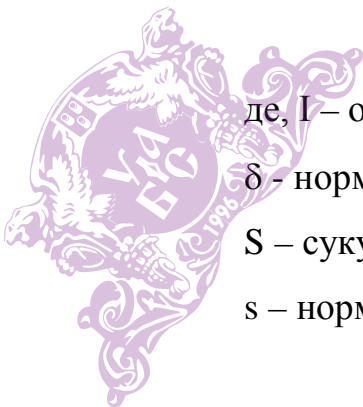
$$I = s - C(S, \phi) \quad (1.4),$$

де, I – обсяг інвестицій в економіку, тис. грн.;

δ - норма амортизації, %;

S – сукупні заощадження в економіці, тис. грн.;

s – норма заощаджень, %;



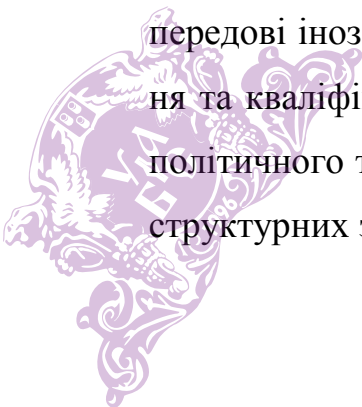
C – витрати фінансових посередників, тис. грн.;

ϕ - ефективність фінансового ринку.

Рівняння (1.1), як було зазначено вище, являє собою виробничу функцію в моделі акумульованого капіталу. Рівняння (1.2) описує процес накопичення капіталу: його приріст дорівнює різниці між інвестиціями і обсягом капіталу, що вибуває. Останній розраховується як добуток норми амортизації і загального обсягу капіталу ($\delta \times K$). Рівняння (1.3) показує, що сукупні заощадження в економіці дорівнюють добутку норми заощаджень і національного доходу.

Залежності, виражені рівняннями (1.2) і (1.3), є традиційними і часто зустрічаються в найбільш відомих сучасних моделях економічного зростання, в тому числі в моделі Солоу – Свана. Модель Солоу, представлена у вигляді виробничої функції $Y = (K, L * E)$, де E – змінна, що описує ефективність праці, кількість ефективних працівників $L * E$ зростає темпом $n+g$. Причому робоча сила L зростає темпом n , а ефективність кожної одиниці праці E зростає темпом g . У цьому випадку g – показник віддачі від кожної одиниці праці, викликаний науково-технічним прогресом. Чим він є вищим, тим більшими темпами зростає виробництво. Відмінності в ефективності використання одиниці праці між країнами є свідченням різного рівня розвитку технології, що означає існування технологічного розриву, відображеного показниками ефективності використання праці.

У неокласичній моделі Солоу довгостроковий рівень доходу є функцією від рівня інвестицій та зростання населення і може відрізнятись між країнами. Дотичні питання стосуються також визначення потенціалу для стрімкого зростання, що залежить від того, наскільки країна здатна впровадити передові іноземні технології (це можна виміряти рівнем освіченості населення та кваліфікацією наукового й технічного персоналу), а також існуванням політичного та макроекономічного середовища, що залежить від інвестицій і структурних змін.



Рівняння (1.4) демонструє, що трансформація заощаджень в інвестиції пов'язана з певними витратами, які в загальному вигляді можна розглядати як витрати фінансового посередництва. З макроекономічної точки зору введення рівняння (1.4) в модель означає відмову від передумови про рівність обсягів інвестицій та заощаджень в економіці.

Функція витрат фінансового посередництва $C(S, \phi)$ є функцією двох змінних – обсягу заощаджень та ефективності фінансового ринку. Можна зробити припущення, що чим більше обсяг заощаджень в економіці, тим вище будуть сукупні витрати по їх трансформації в інвестиції. Іншими словами, по мірі зростання змінної S функція $C(S, \phi)$ повинна зростати.

Дещо складніше із змінною ϕ , що характеризує ефективність функціонування фінансового ринку і за умовою моделі це екзогенний параметр. Крім того, в якості показника ефективності можна використати досить широке коло показників, але можна прийняти до уваги, що чим більше значення ϕ , тим вище ступінь ефективності фінансового ринку. Змістовне наповнення зазначеної змінної – величина, обернена спреду відсоткових ставок по кредитах і депозитам, що характерно для фінансового ринку з банкоцентричною архітектурою яким є фінансовий ринок України. Чим більше значення спреда, тим більші витрати по перетворенню заощаджень в інвестиції. Відповідно, якщо аналізувати величину, обернену спреду, то її зростання можна розцінювати як зростання ефективності фінансового ринку.

Очевидним також є і той факт, що створення ефективного фінансового ринку вимагає значних вкладень капіталу в розвиток його інфраструктури. З цієї точки зору функція витрат фінансового посередництва повинна бути зростаючою по змінній ϕ . Водночас по мірі зростання ефективності фінансового ринку витрати повинні поступово зменшуватись. Така ситуація може бути відображена за умови, якщо функція має наступний вигляд:

$$C(S, \phi) = c_0 + c_1 \times \phi + \frac{c_2 \times S}{\phi}, \quad (1.5)$$

де c_0, c_1, c_2 – коефіцієнти фінансових витрат.



Тепер, якщо передбачити, що обсяг заощаджень в економіці – єдина змінна, а ϕ - параметр, то компонент постійних витрат у функції (1.5) $FC = c_0 + c_1 \times \phi$ буде зростати по мірі зростання ефективності роботи фінансового ринку, що показує необхідність значних капіталовкладень в його інфраструктуру. Що стосується граничних витрат, то вони навпаки будуть являти собою функцію низхідну за умови покращення функціонування фінансових посередників – $MC = \frac{c_2}{\phi}$.

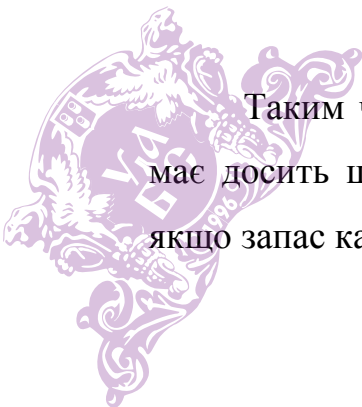
Маючи рівняння (1.1-1.5), можна подати процес нагромадження капіталу, якщо провести незначні перетворення рівняння (1.2):

$$\begin{aligned} \Delta K &= S - \delta \times K = S - C(S, \phi) - \delta \times K = s \times Y - \delta \times K - C(S, \phi) = \\ &= [s \times A \times K - \delta \times K] - \left[c_0 + c_1 \times \phi + \frac{c_2 \times A \times K}{\phi} \right] \Rightarrow \Delta K = s \times A \times K - \\ &- \left[c_0 + c_1 \times \phi + \left(\delta + \frac{c_2 \times s \times A}{\phi} \right) \times K \right] \end{aligned} \quad (1.6)$$

Якщо проаналізувати отримані співвідношення, то очевидно, що процес нагромадження капіталу йде менш інтенсивно, так як до традиційного зменшення капіталу додаються витрати фінансового посередництва. Якщо приріст капіталу буде дорівнювати 0, то можна знайти величину запасу капіталу K_s , що відповідає стаціонарному стану економіки, хоча саме такий стан є нестійким:

$$K_s = \frac{c_0 + c_1 \times \phi}{\left(1 - \frac{c_2}{\phi} \right) \times s \times A - \delta} \quad (1.7)$$

Таким чином, коли обсяг капіталу в економіці перевищує K_s , то вона має досить швидке зростання протягом невизначено довгого періоду часу, якщо запас капіталу менше K_s , навпаки спостерігається спад економіки.



В правій частині рівняння 2.7 чисельник є не що інше, як постійний компонент витрат фінансового посередництва. Відповідно, чим він більше, тим значнішим повинен бути запас капіталу, щоб економіка знаходилась на висхідній траєкторії зростання. В знаменнику також представлені граничні витрати фінансового посередництва (c_2/ϕ). Їх зростання призводить до того, що економіці все складніше зберігати позитивну динаміку, даний висновок зроблено на основі теорії граничної корисності. При цьому проявляється неоднозначність залежності критичного рівня капіталу K_c від рівня ефективності фінансового ринку ϕ , його зростання приведе одночасно до зростання постійних витрат до зниження граничних. Тому управління цією змінною з допомогою відповідної політики має важливе значення для економіки, в якій запаси капіталу не суттєво перевищують або відстають від критичного значення K_c . Якщо в результаті реформ фінансового ринку постійні витрати фінансового посередництва збільшаться на величину, що перевищує масштаб скорочення граничних витрат, то економіка буде знаходитись в стані спаду.

Крім того, необхідно враховувати, що знаменник правої частини рівняння 2.7 завжди повинен бути менше 1. Це в свою чергу означає, що у випадку зростання норми заощаджень або технології критичне значення запасу капіталу, необхідного для підтримки позитивних темпів зростання економіки, скоротиться. Протилежний ефект буде спостерігатись у випадку підвищення норми амортизації.

Що стосується аналізу безпосередньо економічного зростання, то функція темпу приросту національного доходу можна подати наступним чином:

$$g(Y) = \frac{\Delta Y}{Y} = \frac{\Delta K}{K} = \left[\left(1 - \frac{c_2}{\phi} \right) \times s \times A - \delta \right] - \frac{c_0 + c_1 \times \phi}{K} \quad (1.8)$$

Отже, темп приросту національного доходу має позитивний зв'язок з обсягом капіталу в економіці. Крім того, модель дозволяє зробити висновок, що по мірі нарощення запасів капіталу та досягнення більш високого рівня

розвитку темпи приросту національного доходу будуть тільки прискорюватись. Довгостроковий темп приросту національного доходу в цьому випадку буде дорівнювати:

$$g \times (Y) = \lim_{k \rightarrow \infty} \left(\left[\left(1 - \frac{c_2}{\phi} \right) \times s \times A - \delta \right] - \frac{c_0 + c_1 \times \phi}{K} \right) = \left(1 - \frac{c_2}{\phi} \right) \times s \times A - \delta \quad (1.9)$$

Аналогічно, якщо економіці не вистачає запасів капіталу, то може взагалі не вийти на траєкторію позитивних темпів зростання.

Безкінечно нарощувати темпи економічного зростання не може відбуватись у зв'язку із існуванням спадної граничної продуктивності капіталу.

З допомогою методу порівняльної статистики встановимо взаємозв'язок темпів економічного зростання та ефективності фінансового ринку, для цього знайдемо похідну від рівняння 1.8.

$$\frac{\partial g}{\partial \phi} = \frac{c_2 \times s \times A}{\phi^2} - \frac{c_1}{K} \quad (1.10)$$

Очевидно, що значення частинної похідної темпів економічного зростання по ефективності фінансового ринку може бути як позитивним так і від'ємним. Підвищення ефективності функціонування фінансового ринку не гарантує прискорення темпів економічного зростання, а при певних обставинах може сприяти їх скороченню. Крім того можна зробити висновок, що по мірі розвитку економіки вірогідність позитивного впливу реформ у фінансовому секторі економіки на темпи економічного зростання підвищується.

Важливого значення набуває визначення розміру капіталу, який дає можливість оцінити вплив ефективності фінансового ринку на економічний розвиток. Для цього прирівняємо рівняння 1.10 до 0:



$$\frac{c_2 \times s \times A}{\phi^2} - \frac{c_1}{K^*} = 0;$$

$$K^* = \frac{c_1 \times \phi^2}{c_2 \times s \times A}$$

(1.11)

Відповідно, коли запас капіталу в економіці перевищує рівень K^* , то заходи щодо підвищення ефективності функціонування фінансового ринку позитивно впливають на темпи економічного зростання. Якщо рівень капіталу менше K^* , то проведення масштабних реформ фінансового сектору економіки, що вимагають значних капіталовкладень, може привести до уповільнення темпів економічного розвитку країни. Враховуючи все вище зазначене можна зробити висновок, що для проведення кардинальних реформ функціонування фінансового ринку країни необхідно вийти на такий рівень розвитку економіки який би забезпечив стабільне зростання обсягу валового внутрішнього продукту країни, з одного боку, а з іншого боку, щоб у країні сформувались значні потреби в залученні капіталу саме з допомогою фінансового ринку.

Якщо не брати до уваги розподіл вигод між різними суб'єктами фінансового ринку, то оптимальною можна вважати таку стратегію, яка була б спрямована на максимізацію темпів приросту національного доходу. Її кількісною інтерпретацією буде розв'язок рівняння 1.10 відносно показника ефективності фінансового ринку:

$$\frac{c_2 \times s \times A}{\phi^{*2}} - \frac{c_1}{K} = 0$$

$$\phi^* = \sqrt{\frac{c_2 \times s \times A \times K}{c_1}}$$

(1.12)

Значення показника ефективності фінансового ринку максимізує темпи приросту національного доходу.

Значення максимально можливого темпу економічного зростання і відповідних сукупних витрат фінансового посередництва можна визначити шляхом підстановки у формули 1.5 і 1.8 формули 1.12:

$$g_{\max}(Y) = \frac{s \times A \times K - 2 \times \sqrt{c_1 \times c_2 \times s \times A \times K} - c_0 - \delta \times K}{K}; \quad (1.13)$$

$$C(S, \phi) = c_0 + 2 \times \sqrt{c_1 \times c_2 \times S} = c_0 + 2 \times \sqrt{c_1 \times c_2 \times s \times A \times K}$$

Необхідно підкреслити, що в наведеній моделі граничні витрати фінансового посередництва є постійними, і отримані шляхом введення ще одного елементу у функцію сукупних витрат:

$$C = c_0 + c_1 \times \phi + \frac{c_2 \times s \times A}{\phi} \times K + \frac{c_3 \times s \times A}{\phi} \times K^2 \quad (1.14)$$

В такому випадку приріст капіталу буде дорівнювати:

$$\Delta K = K \times [s \times A - \delta] - \left[c_0 + c_1 \times \phi + \frac{c_2 \times s \times A}{\phi} \times K + \frac{c_3 \times s \times A}{\phi} \times K^2 \right] \quad (1.15)$$

Із наведеної вище формули можна зробити висновок, що може існувати два критичних рівня запасу капіталу, а саме K_s^1 та K_s^2 . Відповідно значення менше K_s^1 характеризує нестійкий запас капіталу, що означає, що може настати колапс економіки країни, через хронічну нестачу капіталу для економічного розвитку хоча б в рамках простого типу відтворення. В свою чергу значення більше K_s^1 характеризує стійкий запас капіталу, що може привести до позитивних темпів економічного зростання, стабільного процесу нагромадження капіталу та наближення до рівня K_s^2 , що характеризує стійкий рівень капіталу, достатній для забезпечення стабільного економічного зростання в країні.

Якщо повернутись до моделі Солоу, то стає очевидним, що другим каналом економічного розвитку може бути саме рівень технології, що використовуються в процесі створення валового внутрішнього продукту країни та можливості використання досягнень технологічного прогресу. На нашу думку наявність ефективного фінансового ринку в країні може забезпечити позитивні тенденції економічного зростання шляхом стимулювання технічного прогресу, що є особливо актуальним для вітчизняної економіки сьогодні. Як відомо, в реальному секторі економіки використовуються застарілі технології

виробництва і, відповідно морально та фізично застарілі виробничі потужності. Все це призвело до формування в Україні високо затратної економіки, яка має значні потреби в сировинних та енергоресурсах, в результаті чого з кожним роком стає все менш конкурентоспроможною. Для того, щоб вийти із створеної ситуації виникає необхідність у формуванні значних обсягів фінансових ресурсів довгострокового характеру. Очевидним на сьогодні є те, що перш за все потужні підприємства реального сектору економіки, що забезпечують основну частку сформованого валового внутрішнього продукту країни вимагають як банківського кредитування довгострокового характеру так і емісійного фінансування з використанням можливостей ринку капіталу країни.

Отже, якщо ввести рівень технології як зростаючу функцію показника ефективності фінансового ринку, то критичний рівень запасу капіталу буде дорівнювати:

$$K^* = \frac{c_0 + c_1 \times \phi}{s \times A(\phi) - \delta} \quad (1.16)$$

Слід також підкреслити, що для підтримки та підвищення темпів економічного зростання необхідно вживати заходів щодо підвищення ефективності функціонування фінансового ринку по мірі досягнення все вищих стадій розвитку економіки. Тобто по мірі зростання ефективності функціонування економіки країни необхідно продовжувати здійснювати капіталовкладення саме у інфраструктуру фінансового ринку.

З допомогою зазначеної моделі можна також зробити висновок про те, що по-перше, масштаб і ефективність фінансового ринку позитивно пов'язані з темпами економічного зростання; по-друге узятий в цілому фінансовий ринок є чинником економічного зростання, використання окремих сегментів фінансового ринку, а саме грошового або ринку капіталу не завжди доречно; по-третє, на різних рівнях економічного розвитку мають місце різні механізми зростання, тобто в менш розвинених країнах ріст переважно відбувається внаслідок акумулювання капіталу, у той час як у більш розвинених країнах

він у більшій мірі асоціюється з ефективністю й продуктивністю факторів виробництва; по-четверте, імовірно, що канали зростання можуть асоціюватися з банками в менш розвинених країнах і з ринками в більш розвинених країнах.

Стосовно зазначеного вище необхідно підкреслити, що дійсно, рівень впливу фінансового ринку на економічне зростання залежить від рівня розвитку ринкової економіки в країні. Фінансові ринки перехідних країн розвиваються по досить схожих шляхах. [42] У такому розвитку можна виділити чотири стадії:

На першому етапі, що характеризується економікою зі слабким потенціалом росту, відносно низькими доходами й малими заощадженнями, інвестор може фінансуватися практично винятково за рахунок власних коштів. Відповідна фінансова система являє собою систему внутрішнього фінансування: самофінансування є практично єдиним (або, принаймні, явно домінуючим) способом фінансування.

На другому етапі в міру прискорення розвитку з'являється надлишок заощаджень. Ці заощадження накопичуються фінансовими посередниками, особливо банками, які трансформують їх адекватно потребам інвесторів, забезпечуючи диверсифікованість ризиків. При цьому банки одночасно виконують класичну функцію організації й керування платіжною системою, що значно сприяє (принаймні, в інформаційному плані) обмеженню ризиків, пов'язаних із проведеною трансформацією. Цей етап характеризує формування моделі банкоцентричного фінансового ринку.

На третьому етапі відбувається прискорений розвиток ринку капіталу як сегменту фінансового ринку поряд з диверсифікованістю фінансового посередництва й появою ринкових посередників, тобто поступово формуються засади фінансового ринку, орієнтованого на ринок капіталу. На даному етапі



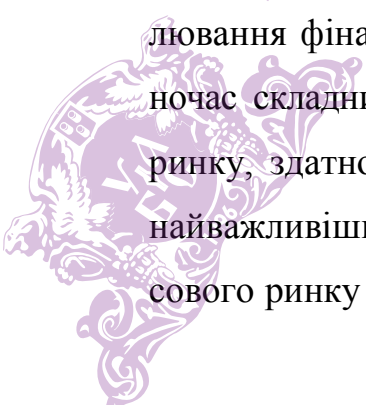
розширяється перелік фінансових інструментів, що використовуються при проведенні операцій на фінансовому ринку.

Четвертий етап починається на тлі більш високого зростання. З'являються нові інструменти фінансових ринків, які ведуть до того, що не тільки фінансові інвестиції, але й відповідні ризики перерозподіляються через ринок. Це до певної міри - перспектива розвитку сучасних фінансових структур, шлях до якої лежить через різкий, «вибуховий» розвиток ринків похідних інструментів.

Наведена хронологія розвитку фінансового ринку в Україні буде розглянута та обґрунтована нижче. При подібному лінійному підході, що описує економічний розвиток чотирма послідовними фіксованими етапами, банки (і ринки, орієнтовані на банки) виступають каталізатором переходу до зростання на основі ринків капіталу.

1.4. Основні засади державного регулювання фінансового ринку України на сучасному етапі

Ефективне функціонування фінансового ринку в умовах ринкової економіки повинно базуватись на чітко розроблених засадах державного регулювання відносин, що складаються в межах даного ринку серед його учасників. Саме держава повинна визначати і контролювати правові основи ринкових відносин, насамперед права власності, установлювати базові правила економічних стосунків учасників ринку. Слід зазначити, що державне регулювання фінансового ринку і грошового обігу – одне з найважливіших і водночас складних завдань держави. Розвиток ефективно діючого фінансового ринку, здатного мобілізувати та перерозподіляти інвестиційні ресурси, є найважливішим завданням регулювання національної економіки. Роль фінансового ринку у фінансово-економічній ситуації країни досить важлива і тому



постійно є в центрі уваги головних гілок влади – Верховної Ради України, Президента України, Кабінету Міністрів України та інших владних структур. Враховуючи ту ситуацію, що фінансовий ринок в Україні останнім часом набирає більше обертів, виникає все більш сильна необхідність у чіткому регулюванні та контролі діяльності його учасників.

Необхідність державного регулювання фінансового ринку обумовлена на наш погляд такими причинами:

- на фінансовому ринку реалізуються національні інтереси держави, які необхідно розглядати як комплекс економічних пріоритетів розвитку країни;
- на фінансовому ринку переплітаються інтереси різних учасників, а саме – держави, суб'єктів господарювання та домогосподарств. Ці інтереси можуть зайти в певні суперечності, і відповідно для забезпечення стабільності функціонування як фінансового ринку, так і фінансової системи країни в цілому, необхідна наявність певного регулювання, яке б врівноважувало інтереси всіх учасників;
- головною дійовою особою на фінансовому ринку, як зазначалось вище, є саме домогосподарства, що мають найбільшу частку в чистих заощадженнях серед інших інституційних секторів економіки. Населення в основному не володіє достатнім обсягом знань у сфері фінансових відносин, і відповідно виникає необхідність в правовому захисті інтересів інвесторів на фінансовому ринку, що може забезпечити лише держава.

Слід зазначити, що держава, з одного боку, здійснює регулювання фінансового ринку, а, з іншого боку, є суб'єктом економічних відносин, що формуються на фінансовому ринку, оскільки держава може здійснювати емісію державних цінних паперів, зокрема облігацій внутрішньої державної позики, та виходити із зазначеними цінними паперами на ринок з метою мобілізації необхідних фінансових ресурсів.

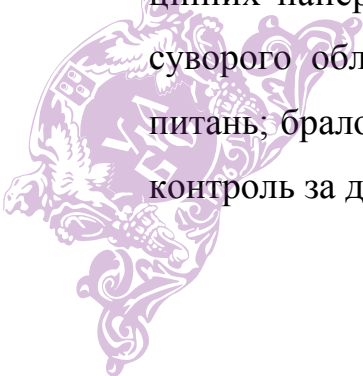
Усі сегменти фінансового ринку дуже тісно взаємозалежні. Найменші зміни на одному з них відразу відображаються на інших. Так, наприклад, продаж центральним банком державних облігацій (операція на ринку ка-

піталу) веде до звуження грошової бази, що робить гроші більш дорогими, і у свою чергу, викликає підвищення процентних ставок по кредитах, тобто приводить до змін на грошовому ринку.

В Україні безпосередньо державне регулювання фінансового ринку здійснюють декілька державних установ, а саме – Національний банк України здійснює регулювання грошового ринку, до складу якого нами віднесено валютний ринок, депозитний ринок, кредитний ринок; Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку виконує функції регулювання ринку капіталу, який включає ринок боргових цінних паперів та ринок акцій, а також ринку похідних фінансових інструментів, щодо діяльності небанківських фінансових установ на фінансовому ринку, то їх регулювання покладено на Державну комісію з регулювання ринків фінансових послуг України (Держфінпослуг). До сфери державного регулювання Держфінпослуг належать: ринок страхових послуг, ринок фінансових послуг, які надаються недержавними пенсійними фондами, кредитними спілками, ломбардами, лізинговими компаніями тощо.

Якщо розглядати всі регулюючі органи, які мають повноваження щодо регулювання та контролю, то їх перелік значно ширший [189].

Необхідно зазначити, що на початковій стадії формування фінансового ринку в Україні ключову роль відгравало саме Міністерство фінансів, оскільки в період з 1991 по 1995 рік воно було головним регулюючим органом з боку держави, проводило роботи із створення фінансового ринку, здійснювало розробку нормативно-методологічного забезпечення, здійснювало контроль за випуском і обігом цінних паперів, вело загальний реєстр випуску цінних паперів в Україні, видавало дозвіл на здійснення діяльності щодо випуску і обігу цінних паперів; організувало виготовлення цінних паперів і документів суворого обліку, затверджувало нормативно-технічну документацію з цих питань; брало участь у роботі керівних органів фондових бірж і здійснювало контроль за додержанням положень статуту та правил фондової біржі [188].



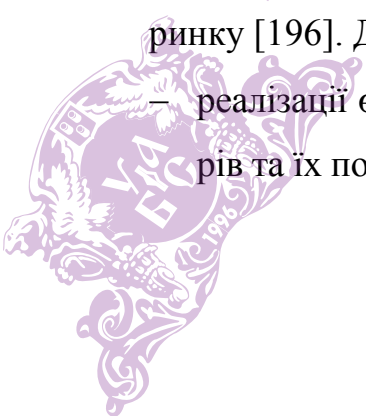
На сучасному етапі Міністерство фінансів України в контексті функціонування фінансового ринку здійснює в установленому порядку випуск облігацій внутрішньої і зовнішньої державної позики, казначейських зобов'язань та інших державних цінних паперів, передбачених законодавством, визначає обсяг їх емісії за строком погашення у межах загального обсягу емісії; бере участь у проведенні державної експертизи проектів, фінансування яких здійснюється за рахунок кредитів, що залучаються державою або під державні гарантії; підготовці пропозицій щодо основних засад грошово-кредитної політики України, поліпшення стану розрахунків і платежів; розробленні заходів, спрямованих на формування та реалізацію інвестиційної політики. Тобто фактично на сьогодні Міністерство фінансів виконує функції, пов'язані з випуском державних цінних паперів країни.

Лише з 1995 року, після того, як було прийнято відповідний Указ Президента України, Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку була визначена центральним органом державної виконавчої влади, який забезпечує реалізацію єдиної державної політики щодо цінних паперів і функціонування фондового ринку в Україні та координації діяльності міністерств, інших центральних органів державної виконавчої влади у цій сфері [186].

Але вже в 1997 році було прийнято новий Указ Президента України “Про державну комісію з цінних паперів та фондового ринку” [187], в якому зазначено, що Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку є центральним органом виконавчої влади зі спеціальним статусом, підпорядкованим Президентові України і підзвітним Верховній Раді України.

Фактично, регулювання ринку капіталу та ринку похідних фінансових інструментів покладено на Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку [196]. Державне регулювання ринку капіталу здійснюється з метою:

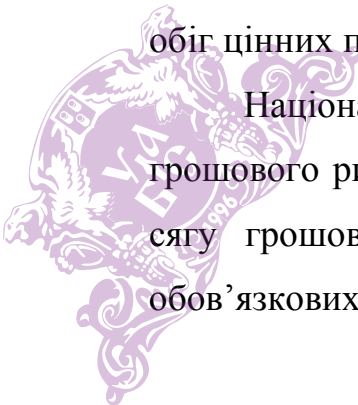
- реалізації єдиної державної політики у сфері випуску та обігу цінних паперів та їх похідних інструментів;



- створення умов для ефективної мобілізації та розміщення учасниками ринку капіталу та похідних фінансових інструментів фінансових ресурсів з урахуванням інтересів суспільства;
- одержання учасниками ринку необхідної інформації про умови випуску та обігу цінних паперів, результати фінансово-господарської діяльності емітентів, обсяги і характер угод з цінними паперами та іншої інформації, що впливає на ціноутворення на ринку цінних паперів;
- забезпечення однакових можливостей для доступу емітентів, інвесторів і посередників на ринки капіталу та похідних фінансових інструментів;
- гарантування прав власності на цінні папери;
- інтеграції в європейський та світовий фондові ринки;
- запобігання монополізації та створення умов розвитку добросовісної конкуренції на ринку цінних паперів;
- контролю за прозорістю та відкритістю ринку цінних паперів.

Державне регулювання ринку капіталу здійснюється шляхом: по-перше, прийняття законодавчих актів з питань діяльності учасників ринку цінних паперів; регулювання випуску та обігу цінних паперів, прав та обов'язків учасників ринку цінних паперів; по-друге, ліцензування професійної діяльності на ринку цінних паперів та забезпечення контролю за такою діяльністю; по-третє, реєстрації випусків цінних паперів та інформації про випуск цінних паперів; по-четверте, контролю за дотриманням емітентами умов реєстрації та розміщення цінних паперів; по-п'яте, створення системи захисту прав інвесторів і контролю за дотриманням цих прав; по-шосте, контролю за достовірністю інформації, що надається учасниками ринку, за системами ціноутворення, за діяльністю осіб, які обслуговують випуск та обіг цінних паперів.

Національний банк України є регулюючим та контролюючим органом грошового ринку. Відповідно Національний банк здійснює регулювання обсягу грошової маси в країні через визначення та регулювання норм обов'язкових резервів для комерційних банків; процентну політику; рефінан-



сування комерційних банків; управління золотовалютними резервами; операції з цінними паперами (крім цінних паперів, що підтверджують корпоративні права), зокрема з казначейськими зобов'язаннями, на відкритому ринку; регулювання імпорту та експорту капіталу; емісія власних боргових зобов'язань та операції з ними. Отже, Національний банк України є основним регулюючим та контролюючим органом грошового ринку країни.

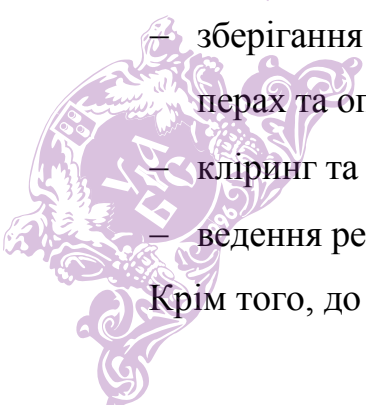
Важливу роль у функціонуванні фінансового ринку відіграє Національний депозитарій, створений відповідно до Закону України “Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні” для забезпечення функціонування єдиної системи депозитарного обліку [208].

Згідно із законодавством Національний депозитарій України є центральним інститутом Національної депозитарної системи, на який покладено забезпечення її формування й розвитку, функціонування єдиної системи депозитарного обліку й обслуговування обігу цінних паперів, інтеграцію Національної депозитарної системи в міжнародну систему депозитарних установ, що забезпечують функціонування світових ринків капіталів. Договір про заснування Національного депозитарію України підписано ДКЦПФР та НБУ 18 грудня 1998 року. Статутний фонд НДУ становить 30 млн. грн. 86 % акцій належить державі: 71,67 % акцій управляє Міністерство фінансів України; 14,33 % – Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Крім того, 14 % акцій належать більш ніж 20 професійним учасникам фондового ринку України.

Національний депозитарій на сучасному етапі згідно із законодавством може здійснювати такі види діяльності:

- зберігання і обслуговування обігу цінних паперів на рахунках у цінних паперах та операцій емітента щодо випущених ним цінних паперів;
- кліринг та розрахунки за угодами щодо цінних паперів;
- ведення реєстрів власників іменних цінних паперів.

Крім того, до виключної компетенції НДУ віднесено:

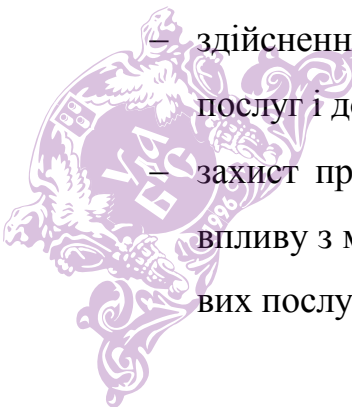


- стандартизацію депозитарного обліку та документообігу щодо операцій з цінними паперами;
- нумерацію (кодифікацію) цінних паперів, випущених в Україні, відповідно до міжнародних норм;
- встановлення відносин і налагодження постійної взаємодії з депозитарними установами інших держав, укладання двосторонніх та багатосторонніх угод про пряме членство або кореспондентські відносини для обслуговування міжнародних операцій з цінними паперами учасників Національної депозитарної системи, контроль за їх кореспондентськими відносинами з депозитарними установами інших держав.

Саме Національний депозитарій України відповідає за реалізацією Державної програми розвитку Національної депозитарної системи [51]. Дана програма спрямована на створення сучасної Національної депозитарної системи, здатної забезпечити обслуговування операцій з цінними паперами в умовах інтеграції й глобалізації ринків цінних паперів як на національному, так і на міжнародному рівні.

Важлива роль у регулюванні фінансового ринку належить Державній комісії з регулювання ринків фінансових послуг України, яка є центральним органом виконавчої влади зі спеціальним статусом [185]. Комісія – це спеціально уповноважений орган виконавчої влади у сфері регулювання ринків фінансових послуг у межах, визначених законодавством. Основними завданнями комісії є:

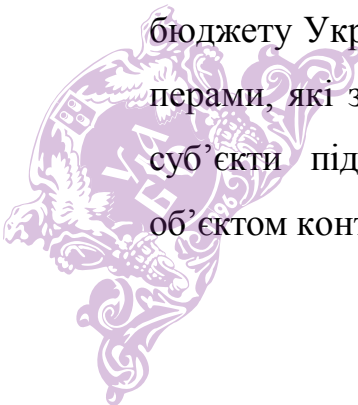
- проведення єдиної та ефективної державної політики у сфері надання фінансових послуг;
- розроблення і реалізація стратегії розвитку ринків фінансових послуг;
- здійснення державного регулювання та нагляду за наданням фінансових послуг і додержанням законодавства в цій сфері;
- захист прав споживачів фінансових послуг шляхом застосування заходів впливу з метою запобігання порушенням законодавства на ринках фінансових послуг та їх припинення;



- узагальнення практики застосування законодавства України з питань функціонування ринків фінансових послуг, розроблення і внесення пропозицій щодо його удосконалення;
- запровадження міжнародно визнаних правил розвитку ринків фінансових послуг;
- сприяння інтеграції в європейський та світовий ринки фінансових послуг.

Комісія здійснює згідно із законами України державне регулювання і нагляд за діяльністю страхових компаній та страхових брокерів, установ накопичувального пенсійного забезпечення, довірчих товариств, кредитних спілок, лізингових та факторингових компаній, кредитно-гарантійних установ, ломбардів, інших учасників ринків фінансових послуг (крім банків, професійних учасників фондового ринку, інститутів спільного інвестування в частині їх діяльності на фондовому ринку, фінансових установ, які мають статус міжурядових міжнародних організацій, Державного казначейства України та державних цільових фондів).

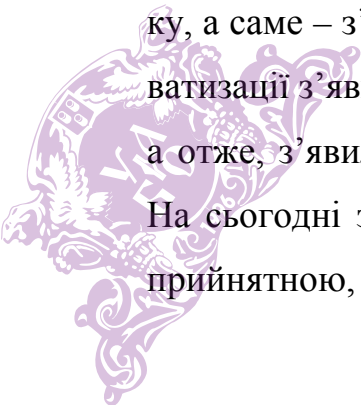
Певною мірою державне регулювання фінансового ринку у сфері руху фінансових ресурсів держави покладено на Рахункову палату, яка є постійно діючим органом зовнішнього державного фінансового контролю, що функціонує в Україні з 1997 року [213]. Основними завданнями Рахункової палати є організація і здійснення контролю за своєчасним виконанням дохідної та видаткової частини Державного бюджету, витрачанням бюджетних коштів, зокрема коштів цільового призначення, утворенням і погашенням внутрішнього та зовнішнього боргів України, визначення ефективності та доцільності використання державних коштів, валютних та кредитно-фінансових ресурсів країни. Фактично, усі операції, що мають фінансові наслідки для Державного бюджету України в тому числі в частині операцій з державними цінними паперами, які здійснюються у ході своєї діяльності будь-які установи, організації, суб'єкти підприємницької діяльності, незалежно від форми власності, є об'єктом контролю з боку Рахункової палати.



На формування та функціонування фінансового ринку в Україні впливає Фонд державного майна України, який створено в 1991 році. Одним із серйозних поштовхів для розвитку фінансового ринку країни, зокрема ринку цінних паперів, став процес приватизації державного майна. Як відомо, на першій стадії процес приватизації відбувався за принципом безкоштовної приватизації з використанням приватизаційних майнових сертифікатів. Але, починаючи з 1997 року, процес приватизації поступово з безкоштовної форми перетворювався на платну, і з 1999 року в законодавстві було відзначено, що процес приватизації відбуватиметься виключно за грошові кошти, що стало досить серйозним поштовхом, зокрема для розвитку фінансового ринку [198]. Індивідуальна приватизація підприємств за грошові кошти починається з 1997 р. Саме тоді у Закон України “Про приватизацію майна державних підприємств” було внесено суттєві зміни, які передбачали, що водночас з проведенням сертифікатної приватизації розпочалася грошова приватизація [212]. Саме в цей період все більш активно починають використовуватися такі способи приватизації об’єктів, як аукціони, конкурси.

Важливо відзначити, що 1997 р. став переломним у фінансових відносинах приватизації, адже до 1997 р. приватизацію розглядали як джерело отримання коштів для подальшого реформування економіки. В Державній програмі приватизації на 1997 р. вперше задекларовано, що приватизацію слід розглядати як джерело надходження коштів до Державного бюджету України [278,285].

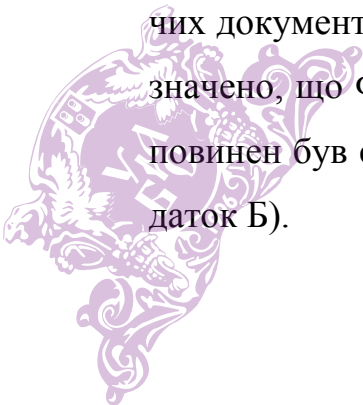
На наш погляд, суттєвим фактором, що, з одного боку, прискорив, а з іншого боку – сповільнив розвиток фінансового ринку був процес приватизації. В ході даного процесу сформувалися основні інституції фінансового ринку, а саме – з’явився ринок цінних паперів, оскільки саме в ході процесу приватизації з’явилась акціонерна організаційно-правова форма господарювання, а отже, з’явилися основні емітенти цінних паперів – акціонерні товариства. На сьогодні з точки зору розвитку фінансового ринку ситуація є не зовсім прийнятною, оскільки серед акціонерних товариств переважають закриті ак-



ціонерні товариства. Станом на 1 липня 2007 року закритих акціонерних товариств зареєстровано 21501, а відкритих акціонерних товариств – 10651. Така тенденція спостерігається протягом всього періоду, починаючи з моменту їх створення в процесі приватизації.

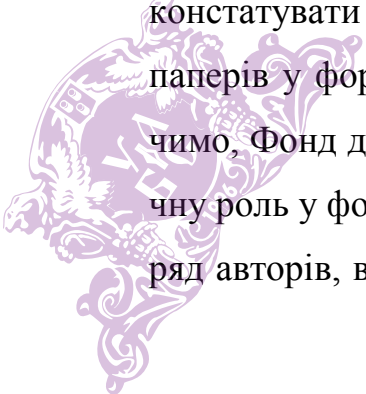
З іншого боку, саме процес приватизації створив ситуацію, коли ринок капіталу працює недостатньо ефективно. Це пов'язано з тим, що акціонування підприємств у процесі приватизації відбувалось перш за все “на папері”, тобто коли наявний обсяг активів підприємств інвентаризувався, визначався розмір статутного капіталу, потім він поділявся на певну кількість акцій, згідно з нормативно-інструктивними матеріалами, що визначали процедуру оцінювання та акціонування. Після цього відбувався обмін приватизаційних майнових сертифікатів на сертифікати акцій. Масова сертифікатна приватизація та умови її проведення створили підґрунтя для домінування рис англосаксонської моделі. Це можна підтвердити тим, що “глибина” приватизації створила передумови для поширення розпорошеної структури власності без домінуючого акціонера. У пікові періоди кількість акціонерів в Україні сягала 22 мільйони, а окремі підприємства отримали десятки тисяч власників із кількома акціями. В результаті цього, процес створення акціонерних товариств, на жаль, не супроводжувався реальним потоком грошових коштів, що не дало можливості розвернутись повною мірою ринку капіталу. Все вищезазначене створило ситуацію, коли на рівні емітентів і на сьогодні практично залишається англо-американська модель фінансового ринку.

Безумовно, що у всіх цих процесах одним із головних учасників був саме Фонд державного майна України, який від імені держави провадив всі операції, пов'язані з приватизацією державного майна. В перших законодавчих документах, що стосувались проходження процесу приватизації, було зазначено, що Фонд державного майна в ході здійснення процесу приватизації повинен був сприяти створенню умов для формування фондового ринку (додаток Б).



Починаючи з 2001 р., все більш активно почала провадитися торгівля пакетами відкритих акціонерних товариств на фондових біржах України та в Першій фондовій торговій системі. Фонд державного майна кожного року досить активно представляє інтереси держави на фондовому ринку та проводить операції продажу акцій відкритих акціонерних товариств, що належать державі. Протягом аналізованого періоду кількість підприємств, акції яких пропонували до продажу, суттєво скоротилась – із 443 підприємств у 2002 році до 173 у 2006 році. Ця ситуація може бути пояснена тим, що на продаж виставлялись пакети акцій, які були найбільш привабливі для покупців, тобто пакети акцій, що належать відкритим акціонерним товариствам груп В та Г. Безперечно, що кількість таких підприємств стає все меншою в розпорядженні держави – це по-перше. По-друге, в останні роки суттєво змінились пріоритети держави у процесі приватизації, і останнім часом Фонд державного майна України виставляє на продаж, перш за все, не ті підприємства, які є ефективно працюючими і досить інвестиційно привабливими, а підприємства, які працюють неефективно і вимагають покращення свого фінансового стану та значних інвестицій з боку потенційних власників. Можливо саме ця зміна пріоритетів призвела до того, що в 2006 році коефіцієнт продажу акцій суттєво зменшився і склав лише 19 %, хоча з 2002 по 2005 рік динаміка цього показника була виключно позитивною, і протягом зазначеного періоду значення коефіцієнта збільшилось більше ніж у 2 рази – з 0,2 до 0,48.

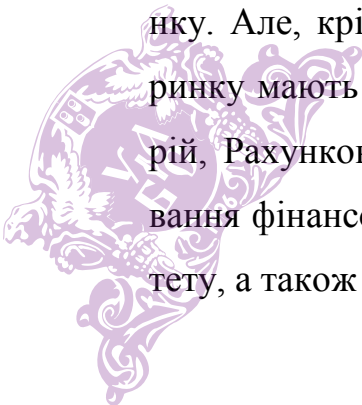
Але водночас ті пакети акцій, які було продано в 2006 році, забезпечили в середньому в 3 рази перевищення ринкової ціни до номіналу. Враховуючи ту ситуацію, що на сучасному етапі всі кошти, отримані від приватизації державного майна, зараховуються до Державного бюджету України, можна констатувати досить важливу роль фінансового ринку, зокрема ринку цінних паперів у формуванні дохідної частини Державного бюджету. Тобто, як бачимо, Фонд державного майна відігравав і продовжує відігравати досить значну роль у формуванні та розвитку фінансового ринку. Фактично, як зазначає ряд авторів, в Україні формування ринку цінних паперів як складової фінан-



сового ринку почало відбуватись саме завдяки процесу приватизації, і особливо з початком приватизації за грошові кошти, що відбувалась паралельно із сертифікатною приватизацією з 1997 року, а починаючи з 1999 року, процес приватизації повністю став відбуватись виключно за грошові кошти.

Ще одна державна установа, що певною мірою впливає на функціонування всіх секторів фінансового ринку, – це Державний комітет фінансового моніторингу України [202]. Відповідно до міжнародних стандартів Держфінмоніторинг України не є ні правоохоронним, ні контролюючим органом, а функціонує у взаємодії з фінансовим сектором та правоохоронними органами. Держфінмоніторинг України здійснює свою діяльність як спеціально уповноважений орган виконавчої влади з питань фінансового моніторингу – центральний орган виконавчої влади зі спеціальним статусом. Як свідчить досвід Держфінмоніторингу України, характерними групами фінансових операцій, що здійснюються на фінансовому ринку, які використовуються злочинцями з метою відмивання коштів і відповідно знаходяться в центрі уваги закладу, є: операції з незаконного виведення коштів за кордон; операції нерезидентів з цінними паперами; операції з банківськими металами; операції з незаконної конвертації коштів у готівку (“конвертаційні центри”).

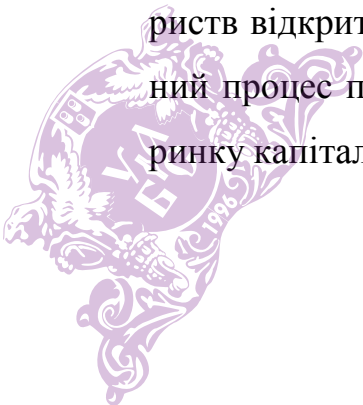
Отже, в Україні на сучасному етапі державне регулювання фінансового ринку безпосередньо покладено на Національний банк України в частині регулювання грошового ринку, Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку, в частині регулювання ринку капіталу та ринку похідних фінансових інструментів та Державну комісію з регулювання ринків фінансових послуг в частині регулювання діяльності фінансових посередників, а саме, страхових компаній, недержавних пенсійних фондів, лізингових компаній на ринку. Але, крім того, суттєві важелі впливу на функціонування фінансового ринку мають також Міністерство фінансів України, Національний депозитарій, Рахункова палата, Фонд державного майна, певною мірою функціонування фінансового ринку знаходиться під наглядом Антимонопольного комітету, а також Державного комітету фінансового моніторингу України.



Фінансовий ринок країни формується та розвивається в той період, коли і сама економічна система країни трансформується в ринкову. В зв'язку з цим на наш погляд у різні періоди часу фінансовий ринок розвивався концептуально в різних напрямках: то як ринково орієнтований, то як банкоцентричний. В результаті на сучасному етапі його розвитку ми маємо фрагментарність прояву елементів як банкоцентричної, так і ринково орієнтованої моделі фінансового ринку.

Слід зазначити, що на сьогодні серед науковців не існує єдиного підходу щодо основних етапів розвитку фінансового ринку. Більшість вчених етапи розвитку фінансового ринку країни розглядають у нерозривному зв'язку із проходженням процесу приватизації. На наш погляд, саме цей підхід є найбільш обґрунтованим, оскільки саме процес приватизації став поштовхом для появи фінансового ринку в країні. Поява приватної власності надала можливість для вільного руху капіталу, тим самим створивши основну умову появи фінансового ринку та можливості виконання ним своєї основної функції – перетворення заощаджень в інвестиції.

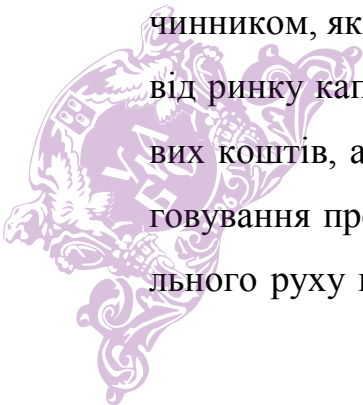
Якщо аналізувати еволюцію законодавчої бази, що регламентує розвиток фінансового ринку країни, то ринок почав формуватись ще в 1991 році з прийняттям Закону України “Про цінні папери та фондовий ринок” [216]. На нашу думку, період з 1991 по 1995 рік можна розглядати як підготовчий, оскільки в цей період фактично не існувало ще потужної приватної власності. Реально формування фінансового ринку України з появою сформованих базових його сегментів – грошового та ринку капіталу почалось з 1995 року, коли почався етап масової великої приватизації. Починаючи саме з 1995 року, почався процес корпоратизації, масового формування акціонерних товариств відкритого та закритого типу. В зв'язку з цим почався відносно реальний процес появи базових цінних паперів, що дозволив говорити про появу ринку капіталу в країні.



Враховуючи все вищевикладене, а також той достатньо короткий період функціонування вітчизняного фінансового ринку, на сьогодні можна виділити такі етапи його розвитку.

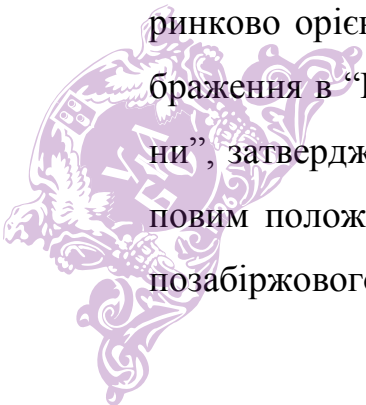
1991-1995 роки – підготовчий період, характерними рисами якого є розробка перших законодавчих документів та наявність значної кількості державних органів, що тією чи іншою мірою регулювали створення ринку в країні. Якщо розглянути грошовий ринок країни, то в цей період закладено лише фундамент функціонування Національного банку України як центрального банку держави. Банківська система перебувала в зародковому стані, власної нормативної бази не було. В більшості випадків користувались нормативно-правовими документами Держбанку СРСР. У цей час відбувається створення самостійної банківської та грошової системи України, започаткування співпраці з міжнародними фінансовими організаціями, а саме – Міжнародним валютним фондом, Європейським банком реконструкції та розвитку [45].

Стосовно ринку капіталу, то в цей період він, як і грошовий ринок, лише тільки починає формуватись. На відміну від грошового ринку та формування банківської системи країни, ринок капіталу в командно-адміністративній системі фактично не існував, і тому і законодавчу базу, і самі фінансові інститути як такі створювали вперше. Це супроводжувалось цілим рядом проблемних питань, яких не існувало на грошовому ринку. На відміну від банків, які вже існували і проходили процес трансформації, були забезпечені фахівцями відповідного профілю діяльності і мали, хоча і з не усіх точок зору, прийнятну, але певну законодавчу базу, фінансових інститутів не було взагалі, фахівців даного напрямку діяльності також не існувало, законодавчої бази також не існувало. Крім того, на наш погляд, вагомим чинником, який прискорив саме розвиток грошового ринку країни, на відміну від ринку капіталу, було те, що через банки відбувався реальний рух грошових коштів, а фінансові установи створювались перш за все саме для обслуговування процесу сертифікатної приватизації, де фактично не існувало реального руху грошових коштів. Тому, з одного боку, процес приватизації за-



клав фундамент розвитку ринку капіталу, з іншого боку, вибір саме сертифікатного способу приватизації не дозволив реально спрямувати капітал у даний сектор фінансового ринку.

З точки зору розвитку ринку капіталу країни саме в 1991 році прийнято базовий законодавчий документ – Закон України “Про цінні папери та фондову біржу”, який регулював формування і розвиток ринку капіталу та ринкової інфраструктури безпосередньо до 2006 року. В кінці 1991 року створено закрите акціонерне товариство “Українська фондова біржа”, яке стало першим організатором торгівлі в країні. Українська фондова біржа була провідною структурою приватизаційних процесів і на підготовчому етапі розвитку ринку капіталу відіграла вагомую роль у формуванні моделі розвитку фінансового ринку країни. В 1993 році ЗАТ “Українська фондова біржа” було запропоновано “Концепцію функціонування і розвитку ринку капіталів в Україні” [115]. На наш погляд це була фактично перша спроба окреслити модель, в напрямку створення якої необхідно було рухатись. Даний документ передбачав створення в країні централізованого фондового ринку з однією національною фондовою біржею, якою повинно було стати ЗАТ “Українська фондова біржа”, з потужним інфраструктурним механізмом, що забезпечував би проведення торгів, укладення угод та доставку цінних паперів по всій території України, крім того, повинні були вживатися заходи, спрямовані на запобігання виникнення неорганізованих паралельних ринків. У даній концепції досить чітко простежувався варіант європейської моделі розвитку ринку капіталу в країні. Слід зазначити, що учасники ринку не сприйняли запропоновану концепцію, а були більш схильні до формування децентралізованих підходів у розвитку ринку капіталу, що більш характерно для американської ринково орієнтованої моделі фінансового ринку. Все це знайшло своє відображення в “Концепції функціонування та розвитку фондового ринку України”, затвердженою Кабінетом Міністрів України в 1994 році [116]. Принциповим положенням даного документа стало те, що було визнано наявність позабіржового ринку наряду з централізованим біржовим ринком. Його ін-

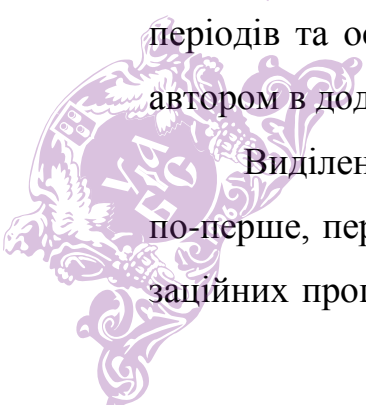


фраструктуру становлять інвестиційні фонди, інвестиційні компанії, довірчі товариства, холдингові фірми, страхові компанії. Позабіржовий ринок цінних паперів не є альтернативою, а доповнює й розширює біржовий ринок, причому як на вторинному, так і, що особливо важливо, первинному рівні.

Саме в цій концепції було також зазначено, що процес акціонування та подальшої приватизації великих та середніх підприємств повинен передувати створенню фондового ринку країни. Слід також відзначити, що про посилення ролі фінансового ринку в розвитку економіки країни свідчить і те, що в 1995 році було прийнято ще один нормативний документ, який визначав принципові засади його подальшого розвитку, а саме – “Концепцію функціонування та розвитку фондового ринку України”, затверджену Постановою Верховної Ради [117]. Наприкінці цього періоду в 1995 році Указом Президента створена Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку як спеціальний орган державного регулювання [186]. У 1995 році створюється асоціація “Позабіржова фондова торговельна система”, яка на сьогодні є найпотужнішою фондовою біржею, що охоплює близько 90 % організованого ринку. Таким чином, це дозволяє стверджувати, що зазначений нами період з 1991 по 1995 рік має виключно підготовчий характер, оскільки масовий процес акціонування та приватизації акціонерних товариств почав відбуватись саме в період 1996-1998 років (приватизаційний період).

Отже, на наш погляд, з огляду на особливості формування та розвитку фінансового ринку країни в цілому та окремих його сегментів, в першу чергу грошового ринку та ринку капіталу, в той чи інший період часу доцільно виділити два базові періоди, а саме: приватизаційний, який тривав з 1995 по 2000 рік, та постприватизаційний – з 2001 по 2005 рік. Характерні риси цих періодів та особливості формування моделі фінансового ринку відображені автором в додатку В.

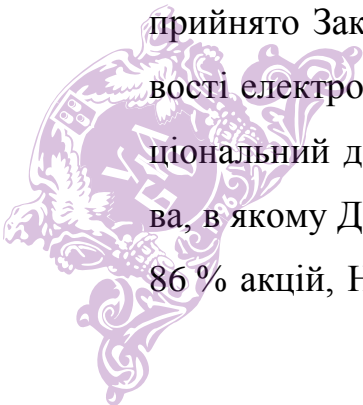
Виділення зазначених етапів відбулось, виходячи з тих міркувань, що, по-перше, період з 1996 по 2000 рік характеризувався з точки зору приватизаційних процесів як такий, в якому відбулась масова приватизація середніх



та великих підприємств. Якщо період з 1991 по 1995 рік розглядався як етап малої приватизації, то у період 1996-2000 років відбулась масова поява акціонерних товариств, що стало серйозним підґрунтям для розвитку фінансового ринку в цілому та ринку капіталу зокрема. З точки зору розвитку грошового ринку саме в цей період відбулись значущі події, обумовлені перш за все проведенням грошової реформи та введення в обіг національної валюти – гривні. Це стало фундаментом для використання ринкових елементів регулювання грошово-кредитного ринку. Слід зазначити, що напередодні проведення грошової реформи відбулось покращення макроекономічної ситуації в Україні.

Важливою подією на даному етапі з точки зору розвитку фінансового ринку стало запровадження такого фінансового інструмента, як державні цінні папери. Національний банк припинив з 1996 року надавати прями кредити на покриття дефіциту Державного бюджету і забезпечував надання коштів шляхом купівлі державних цінних паперів на первинному ринку.

Слід зазначити, що в даному періоді дії держави в напрямку державного регулювання стали більш послідовні та конструктивні. В 1996 році прийнято Закон України “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні”, в якому визначались правові засади здійснення державного регулювання ринку цінних паперів і державного контролю за випуском та обігом цінних паперів і їх похідних [196]. У березні 1997 року учасниками ринку створено Міжрегіональний фондовий союз (МФС) у формі відкритого акціонерного товариства для надання депозитарних послуг українським компаніям і торговельним системам, у зв’язку з чим виникла необхідність законодавчого врегулювання розвитку депозитарної системи країни. В кінці 1997 року було прийнято Закон України “Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів України”. В 1999 році створено Національний депозитарій України у формі відкритого акціонерного товариства, в якому Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку управляла 86 % акцій, Національний банк України – 4,4 %, а решта 9,6 % акцій знахо-



дяться у власності 21 учасника ринку, включно з однією акцією у власності Міжрегіонального фондового союзу.

На цьому етапі розвитку фінансового ринку створюється ряд фондових бірж, які працюють і до сьогодні, а саме – ЗАТ “Донецька фондова біржа” (1996 р.), яка презентує себе як першу регіональну фондову біржу; ЗАТ “Українська міжбанківська валютна біржа” (1997 р.); ЗАТ “Придніпровська фондова біржа” (1998 р.); ЗАТ “Українська міжнародна фондова біржа” (1999 р.). Водночас з точки зору формування моделі фінансового ринку ми бачимо наявність різноспрямованих параметрів фінансового ринку. Стабільним параметром з позиції формування моделі є реальний рух фінансових потоків, в якому провідну роль відіграють банки. За іншими параметрами ми маємо ситуацію, яка характеризує модель фінансового ринку як трансформаційну.

Отже, перший базовий період розвитку фінансового ринку країни з 1996 по 2000 рік став основою для подальшого інтенсивного розвитку його основних структурних елементів на основі стабільності національної грошової одиниці, появи нових інститутів ринкової інфраструктури та поступового створення необхідного законодавчого поля.

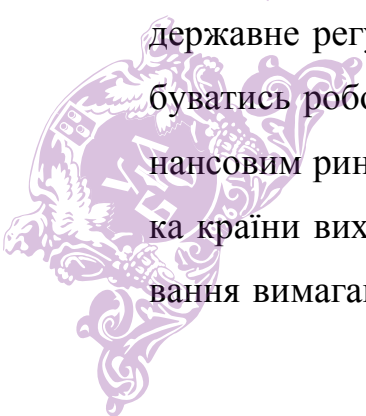
Виділення другого базового етапу розвитку фінансового ринку країни, обумовлено тим, що саме в цей період з 2001 по 2005 рік економіка країни стала розвиватись у відносно стабільних умовах, почався процес стабільного економічного зростання, що в свою чергу знайшло відображення в розвитку як грошового ринку, так і ринку капіталу. Грошовий ринок країни розвивався досить динамічно і адекватно потребам реального сектора економіки та ситуації в бюджетній сфері. Протягом цього періоду удосконалювались напрями та механізми роботи банківських установ на грошовому ринку, ринку капіталу та ринку похідних цінних паперів.

У 2001 році прийнято Закон України “Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)” [204]. Цей документ визначає правові та організаційні основи створення, діяльності та відповідаль-

ності суб'єктів спільного інвестування, особливості управління їх активами, встановлює вимоги до складу, структури та зберігання активів, особливості розміщення та обігу цінних паперів інститутів спільного інвестування, порядок та обсяг розкриття інформації інститутами спільного інвестування з метою залучення та ефективного розміщення фінансових ресурсів інвесторів. Важливого значення для ефективного розвитку фінансового ринку має прийняття Закону України “Про недержавне пенсійне забезпечення” у 2003 році, в якому визначається правовий статус та механізми діяльності недержавних пенсійних фондів країни [209]. Вагомим кроком на даному етапі стало створення у 2002 році Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України на основі Указу Президента [185]. Стосовно даного періоду розвитку фінансового ринку з огляду на поведінку параметрів можна відзначити, що ситуація кардинально не змінилась, а продовжує залишатись трансформаційною.

Розвиток фінансового ринку в цей період характеризується як досить інтенсивний як на грошовому ринку, так і на ринку капіталу, що було доведено раніше. Але він також характеризувався суттєвими дисбалансами в розрізі формування комплексної моделі фінансового ринку. Таким чином, у 2001-2005 роках, на наш погляд, була створена достатньо стабільна база для подальшого розвитку фінансового ринку країни з урахуванням зростаючих потреб у довгострокових фінансових ресурсах.

Починаючи з 2006 року, на наш погляд, фінансовий ринок країни входить в третій базовий етап свого розвитку - стабілізаційний. Це пов'язано перш за все з тим, що в цей період прийнято нову редакцію Закону України “Про цінні папери та фондовий ринок”, який вніс досить серйозні зміни в державне регулювання ринку капіталу країни [216]. Починає поступово відбуватись робота з налагодження комплексного підходу щодо управління фінансовим ринком країни в цілому, а не окремими його сегментами. Економіка країни виходить на такий етап свого розвитку, коли суб'єкти господарювання вимагають значних обсягів фінансових ресурсів саме довгострокового



характеру, що свідчить про необхідність проведення кардинальної реконструкції виробничих потужностей. Задовольнити потребу в значних обсягах фінансових ресурсів довгострокового характеру суб'єкти господарювання можуть як через грошовий ринок шляхом отримання довгострокових банківських кредитів, так і шляхом використання механізму ринку капіталу через емісію як пайових, так і боргових цінних паперів. Отже, на сьогодні в економіці країни створюються такі перш за все економічні умови, що вимагають інтенсивного розвитку фінансового ринку, і залежно від того, чи банківські установи, чи фінансові компанії більш інтенсивно проявлять себе в даній ситуації, може змінитись і модель фінансового ринку з банкоцентричної на орієнтовану на ринок капіталу.

Отже, проведене нами узагальнення свідчить, що починаючи з 1991 року, в Україні, на наш погляд, відбулось становлення фінансового ринку, оскільки, по-перше, створена необхідна нормативно-правова база, що регламентує функціонування фінансового ринку, по-друге, створені державні регулюючі органи, паралельно створені саморегулювні організації та професійні об'єднання, по-третє створені та функціонують практично з "нуля" небанківські фінансові установи та професійні учасники ринку. Водночас є цілий ряд проблемних моментів, пов'язаних з узгодженням особливостей практичного аспекту функціонування фінансового ринку, які не вирівняні з точки зору моделі, оскільки мають ряд неузгодженостей з нормативно-правовим регулюванням. Отже, враховуючи все вищевикладене, на сьогодні в Україні, на наш погляд, ми маємо фінансовий ринок трансформаційного типу з переважними ознаками банкоцентричної моделі, але з домінуванням промислово-фінансових груп у структурі власності.



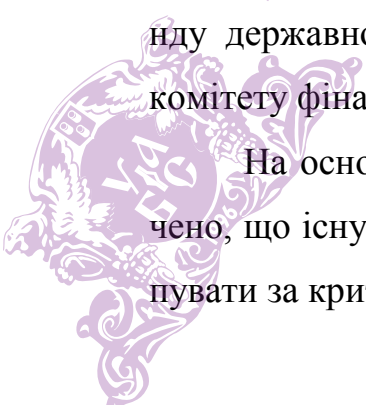
1.5. Аналіз зарубіжного досвіду регулювання фінансового ринку та особливості його застосування в Україні

Виходячи із вітчизняного та світового досвіду розвитку фінансового ринку, при побудові організаційно-економічного механізму його регулювання необхідно виділити три основні рівні регулювання, а саме: рівень законодавчих органів, рівень державних регулюючих органів, рівень саморегулюючих організацій.

Стосовно рівня законодавчих органів, то їх функціонування у складі організаційно-економічного механізму регулювання фінансового ринку проявляється в законодавчій діяльності Верховної Ради України, Президента України та Кабінету Міністрів України. Законодавче регулювання повинно поступово призводити до законодавчого закріплення нормативно-інструктивних матеріалів, які підтвердили свою ефективність на практиці.

На рівні державних регулюючих органів, які здійснюють регуляторні функції стосовно фінансового ринку, необхідно особливо виділити Національний банк України, Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку та Державну комісію з регулювання ринків фінансових послуг. Але, крім того, на даному рівні необхідно також розглядати і діяльність Міністерства фінансів України як органу, що фактично відповідальний за ринок державних облігацій, Національного депозитарію як центрального інституту Національної депозитарної системи, що відповідає за формування, розвиток та функціонування єдиної системи депозитарного обліку та обслуговування обігу цінних паперів в Україні, Рахункової палати, яка є контролюючим органом, Фонду державного майна, Антимонопольного комітету, а також Державного комітету фінансового моніторингу України.

На основі проведеного узагальнення світової практики автором визначено, що існує ряд моделей регулювання фінансового ринку, які можна згрупувати за критеріями, запропонованими автором в таблиці 1.1.



Моделі регулювання фінансового ринку

Критерії	Модель	Характеристика
Суб'єкт регулювання	Заснована на державному регулюванні	Головна роль в регулюванні належить фактично державним органам
	Змішане регулювання	Регулювання розділено між державою та саморегулювальними організаціями
Об'єкт регулювання	Функціональна	Об'єктом регулювання є діяльність на ринку цінних паперів, на грошовому ринку, на кредитному ринку і т. ін.
	Інституціональна	Об'єктом регулювання є фінансові інститути – банківські установи, фондові біржі, страхові компанії і т. ін.
	Змішана	Створюється єдиний мегарегулятор фінансового ринку. Об'єктами при цьому виступають фінансові конгломерати, які можуть включати банківські установи та інші небанківські фінансові установи.
Рівень жорсткості регулювання	Жорстко регульовані	Регулювання засноване на жорстких детально розписаних правилах та формальних процедурах, детальному контролю за їх дотриманням.
	Регулювання з використанням принципів м'якого законодавства (soft law)	Поряд з законодавчою базою, що регулює функціонування фінансового ринку використовуються добровільно прийняті норми та правила, невиконання яких призводить до втрати репутації та невизнання суспільством.
Рівень державної інтервенції	Високий рівень інтервенції	Характерний для країн в яких рівень розвитку фінансових ринків знаходиться на ранній стадії, та відповідно мають високий рівень ринкового ризику, обумовлений слабкою економікою держави, функціонують в умовах значних обмежень та дисбалансів в грошово-кредитній, фінансовій та валютній політиці. Відповідно вимагає формування з боку держави, тобто «зверху» правил поведінки, норм ділової практики, змушуючи учасників ринку до розкриття інформації. При цьому держава безпосередньо приймає участь у формуванні фінансового ринку, та втручається в діяльність учасників в кризові моменти.
	Низький рівень інтервенції	Як правило, використовується в країнах з розвиненим фінансовим ринком, де склалася та вже має свої певні традиції культура корпоративного управління, культура інвестування в цінні папери, етика ведення прозорого та чесного бізнесу на фінансовому ринку.
Розкриття інформації учасниками ринку	Державне регулювання	Законодавчо передбачається необхідність розкриття інформації стосовно діяльності учасників фінансового ринку
	Добровільне розкриття інформації	Відсутність регулятивних вимог щодо розкриття інформації. Учасники ринку добровільно розкривають економічно доцільний обсяг інформації.

По-перше, фінансові ринки, що знаходяться на ранніх стадіях розвитку, мають досить низький рівень ліквідності та насиченості фінансовими інструментами, звужений грошовий попит на цінні папери при більш високих рівнях ризику, волатильності та дохідності порівняно з розвинутими ринками.

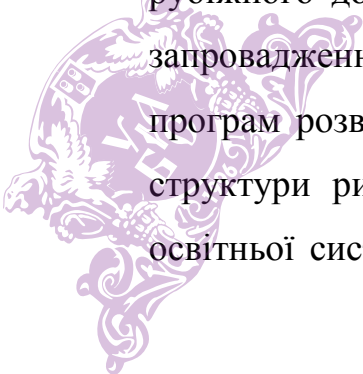
По-друге, для таких ринків характерна надмірна концентрація у структурі власності, у формуванні грошових потоків. Як правило, спостерігається висока частка концентрації грошових потоків у фінансовій столиці країни, у структурі ринку характерним є надмірно висока частка акцій декількох емітентів та достатньо вузького кола брокерів та дилерів. Ці ринки, як правило, є фрагментарними.

По-третє, фінансові ринки, що формуються, відрізняються меншою прозорістю та рівнем ефективності, низьким рівнем захисту прав інвесторів, відсутністю масового роздрібного інвестування. Ринки значною мірою залежать від економічної культури населення.

По-четверте, розвиток фінансових ринків на ранніх стадіях знаходиться під досить відчутним впливом політичної структури в країні, соціальної стабільності, рівня відкритості суспільства.

По-п'яте, рівень впливу держави на фінансовий ринок значно вище, ніж на ринки індустріально розвинутих країн, значно вище регулятивне навантаження, вплив поточної та перспективної макроекономічної політики, зокрема, грошово-кредитної, валютної, бюджетної, податкової, інвестиційної.

Всі вищезазначені особливості функціонування фінансового ринку на ранніх стадіях свого розвитку вимагають серйозного державного “дирижизму”, що може проявлятися у таких формах: прискорення процесу створення регулятивної інфраструктури, і на цій основі запровадження передового зарубіжного досвіду, адаптованого до особливостей національної економіки; запровадження та ініціювання фінансових інновацій; визначення стратегії та програм розвитку ринку, надання фінансової підтримки у створенні інфраструктури ринку – торгової, інформаційної, розрахункової, депозитарної, освітньої систем; формування системи інвестиційних стимулів для інвесто-



рів, демонстрація дієвості нагляду за механізмом ціноутворення, сприяння формуванню корпоративної культури, забезпечення становлення ефективного ринку.

З огляду на всі вищезазначені особливості формування та розвитку фінансових ринків на ранніх стадіях, нами було проаналізовано стан регулювання фінансового ринку в Україні результати якого подані в таблиці 1.2.

Таблиця 1.2

Характеристика моделі регулювання фінансового ринку в Україні за основними критеріями

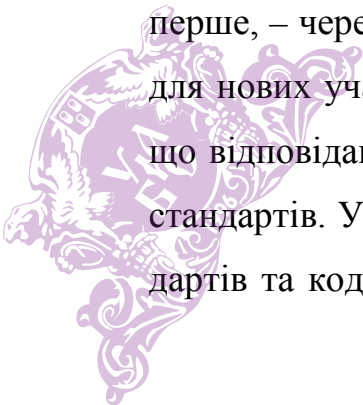
Критерій	Модель	Характерні ознаки
Суб'єкт регулювання	Змішане регулювання	Регулювання розділено між державною та саморегулювальними організаціями. Функції державного управління покладено на НБУ, ДКЦПФР, ДКРРФП та саморегулювальні організації.
Об'єкт регулювання	Функціональне (цільове) регулювання	Об'єктом регулювання є діяльність на ринку цінних паперів та похідних фінансових інструментів (покладено на ДКЦПФР); діяльність на грошово-кредитному ринку (компетенція НБУ).
Рівень жорсткості регулювання	Достатньо жорсткий	Заснований на достатньо жорстких, детально розписаних правилах та процедурах, та контролем за їх дотриманням. (НБУ – банківське регулювання та банківський нагляд. ДКЦПФР – Державне регулювання та контроль за випуском і обігом цінних паперів та їх похідних, та у сфері спільного інвестування.)
Рівень інтервенції держави	Інтервенціоністський підхід	В зв'язку з тим, що фінансовий ринок України знаходиться на ранній стадії розвитку і характеризується високим ринковим ризиком, рівень державного втручання є достатньо високим і передбачає формування зверху масиву правил, норм ділової практики, стандартів та вимог щодо розкриття інформації і т. ін.
Рівень розкриття інформації	Державне регулювання	Створюються законодавчі та нормативні документи, що регламентують рівень розкриття інформації.

Отже, очевидно, що в Україні ми маємо фінансовий ринок з достатньо високим рівнем державного регулювання, побудованого за функціональним принципом на основі змішаного регулювання діяльності його учасників, що, на нашу думку, в цілому відповідає рівню його розвитку та стану фінансової системи країни на сучасному етапі.

Як свідчить досвід країн з розвинутою ринковою економікою, функції регулювання фінансового ринку повинні мати не лише органи державного управління, але і саморегулювні організації. В Законі України “Про цінні папери та фондовий ринок” зазначається, що регулювання фондового ринку здійснює держава та саморегулювні організації [216].

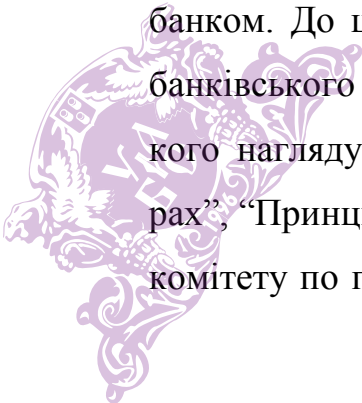
Саморегулювна організація професійних учасників фондового ринку – неприбуткове об’єднання учасників фондового ринку, що провадять професійну діяльність на фондовому ринку з торгівлі цінними паперами, управління активами інституційних інвесторів, депозитарну діяльність (діяльність реєстраторів та зберігачів), утворене відповідно до критеріїв та вимог, установлених Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку. Режим регулювання повинен повністю використовувати потенціал саморегулювних організацій, які здійснюють нагляд за відповідними секторами, інтенсивність контролю залежить від розміру та складності структур ринків у цілому. Саморегулювні організації підлягають контролю з боку регулятора і повинні дотримуватись стандартів справедливості та конфіденційності, користуючись делегованими їм повноваженнями та обов’язками.

Слід зазначити, що для ефективного розвитку фінансового ринку необхідно гармонійно поєднувати два напрями регулювання, а саме – регулювання держави та ринкове регулювання. Зрозуміло, що регулювання фінансового ринку, засноване лише на ринковому механізмі, може призвести до небажаних різких коливань, що можуть суттєво порушити фінансову стабільність системи в цілому, але розумне поєднання ринкового та державного механізму регулювання посилить ефективність функціонування фінансового ринку. Ринкове регулювання на сучасному етапі відбувається двома шляхами: по-перше, – через розповсюдження передової практики шляхом відкриття ринку для нових учасників, які дотримуються цих правил, та для нових продуктів, що відповідають цим правилам, по-друге, через створення нових договірних стандартів. У даному контексті необхідно виділити, перш за все, метод стандартів та кодексів, за допомогою якого регулюється функціонування фінан-



сового ринку. Зазначений метод у практиці отримав назву “м’якого” законодавства (soft law), тобто регулювання, що засновано не на юридичних нормах та правилах, визначених законодавством та органами державного регулювання, а на добровільно прийнятих нормах та правилах, невиконання яких призведе до втрати репутації та невизнання суспільством. При цьому елементи “м’якого” законодавства можуть досить вдало поєднуватись з правилами та нормами регулювання, що встановлюються законодавством.

Необхідно звернути увагу на той факт, що метод стандартів та кодексів останнім часом починає все більше впливати на функціонування національних фінансових ринків та їх інтеграцію у світові фінансові ринки. Досить часто влада країни розглядає відповідність міжнародним кодексам функціонування фінансового ринку як індикатор певного статусу країни у світовому фінансовому просторі. Якщо на рівні національного фінансового ринку прийняття стандартів та кодексів відбувається фактично добровільно владою країни, то на міжнародному рівні прийняття кодексів перетворюється у форму міжнародних заяв у вигляді рекомендацій, декларацій, рішень відповідних міжнародних організацій. Прикладом посилення ролі даного методу є той факт, що в 1999 році було створено Форум фінансової стабільності за рішенням Групи-7, до складу якої входять: Канада, Франція, Німеччина, Італія, Японія, США та Великобританія. В задачі Форуму входить оцінка “слабких місць” у світовій фінансовій системі та посилення координації різних інститутів, відповідальних за фінансову стабільність. Форумом було розглянуто 43 різні кодекси, з них виділено 12 найбільш пріоритетних, п’ять з них обов’язково оцінюються в рамках програми “Оцінка стабільності фінансового сектора”, що здійснюється Міжнародним валютним фондом та Світовим банком. До цих п’яти кодексів належить: “Основні принципи ефективного банківського нагляду” розроблені Базельським комітетом з питань банківського нагляду, “Принципи міжнародної організації комісій по цінних паперах”, “Принципи Міжнародної організації зі страхового нагляду”, “Принципи комітету по платіжних та розрахункових системах”, “Принципи транспарен-

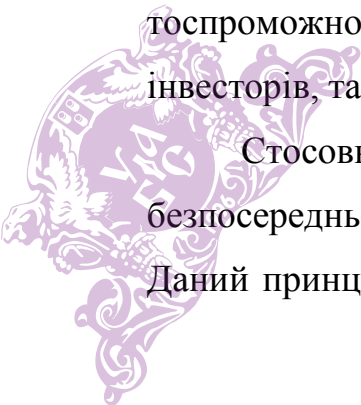


тності грошової і фінансової політики Міжнародного валютного фонду". За умови, що різними національними фінансовими системами будуть дотримані зазначені принципи, світовий фінансовий ринок стабільно функціонуватиме.

Принцип прозорості означає, що, з одного боку, діяльність учасників фінансового ринку повинна бути максимально прозорою, а з іншого боку, і діяльність відповідних органів, що здійснюють державне регулювання, контроль та нагляд, також повинна бути прозорою. Слід зазначити, що принцип прозорості банківського нагляду полягає в тому, що наглядовий орган повинен мати кошти для збору, перевірки та аналізу фінансових звітів та статистичних даних, що отримані від банків, та мати можливість здійснення незалежних перевірок звітності. Крім того, наглядовий орган повинен перевіряти, чи регулярно публікується достовірна інформація банками про їх фінансовий стан та доходи. Принцип прозорості для ринку цінних паперів означає, по-перше, що розкриття результатів фінансової діяльності та іншої важливої для інвесторів інформації повинно бути повним, точним та своєчасним, по-друге, що регулювання фінансової діяльності повинно забезпечити розвиток прозорості торгівлі цінними паперами, тобто – максимально можливий ступінь публічного доступу до інформації, що дозволить інвесторам, які діють на вторинному ринку цінних паперів, відстежувати свої інтереси та зменшувати ризик фінансових махінацій.

Принцип фінансової стійкості повинен бути забезпечений різними інструментами, зокрема – ліцензуванням банківської діяльності, крім того, відстеженням, чи банківські установи мають достатньо можливостей для управління проблемними активами. На ринку цінних паперів повинні бути розроблені процедури, які набувають чинності за умови виникнення ситуації неплатоспроможності у ринкових посередників, що дозволить мінімізувати збитки інвесторів, та, що дуже важливо, стримувати системні ризики.

Стосовно принципу платоспроможності необхідно зазначити, що він безпосередньо пов'язаний з дотриманням принципу фінансової стійкості. Даний принцип щодо банківських установ передбачає, що наглядові органи

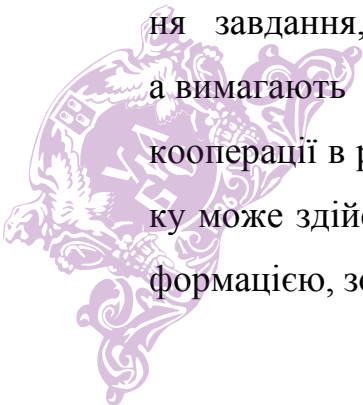


повинні встановлювати мінімальні та достатні вимоги, пов'язані з платоспроможністю банків. Ці вимоги повинні мінімізувати ризики, що беруть на себе банки, а також повинні забезпечити поглинання фінансових втрат банків. Щодо діяльності на ринку цінних паперів, то даний принцип означає, що ринкові посередники повинні мати достатній капітал, який дозволив би мінімізувати ризики посередників.

Принцип відповідальності означає, що кожен орган повинен нести відповідальність за покладені на нього функції, а стосовно ринку цінних паперів даний принцип передбачає, що регулюючий орган повинен бути достатньою мірою незалежним та відповідальним при виконанні своїх функцій, повинен діяти незалежно від галузевих інтересів, нести публічну відповідальність і при цьому повинна існувати система судового перегляду рішень регулюючого органу.

Крім розглянутого вище методу стандартів та кодексів, широкого розповсюдження в останні 10 років набуває метод конвергенції норм та правил регулювання різноманітних сегментів фінансового ринку та метод кооперації між органами регулювання, що включає в себе не тільки обмін інформацією, але і спільну роботу із регулювання фінансового ринку в цілому. Основною причиною використання методу конвергенції та кооперації є процеси, що відбуваються на фінансових ринках. При виході фінансових інститутів на нові сегменти фінансового ринку вони починають формувати нові ризики, що не характерні для їх діяльності. Так, наприклад, в Україні останнім часом досить активно проводиться діяльність, пов'язана із сек'юритизацією банківських активів.

Посилення диверсифікації ризиків ставить перед органами регулювання завдання, які самостійно досить часто не можуть бути вирішені, а вимагають певного обміну інформацією між собою та відповідно певної кооперації в роботі. Кооперація між органами регулювання фінансового ринку може здійснюватись: по-перше, у вигляді запровадження схем обміну інформацією, зокрема конфіденційною.



По-друге, шляхом створення наглядових рад, що можуть об'єднувати керівників різних регулюючих установ. Наглядові ради можуть функціонувати або як форуми для розширення співробітництва та обміну необхідною інформацією, або як орган, що прийматиме рішення із розробки єдиної політики у сфері регулювання фінансового ринку.

По-третє, на основі запровадження взаємного представництва керівників регулюючих установ у колективних органах управління один одним.

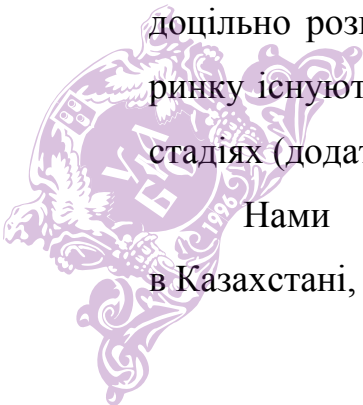
По-четверте, кооперація може здійснюватись на основі створення міжвідомчих колегій, комісій, робочих груп з метою проведення регулярних консультацій з питань як поточної діяльності, так і стратегічного розвитку.

По-п'яте, шляхом розробки спільних стандартів, правил, ведення різних форм спільної діяльності.

По-шосте, діяльність у напрямку кооперації зусиль із регулювання фінансових ринків може відбуватись у вигляді розробки єдиної концепції та стратегії розвитку, в яких розглядалися питання розвитку фінансового ринку в цілому та визначалися напрямки вирішення проблем нерівномірного розвитку окремих секторів.

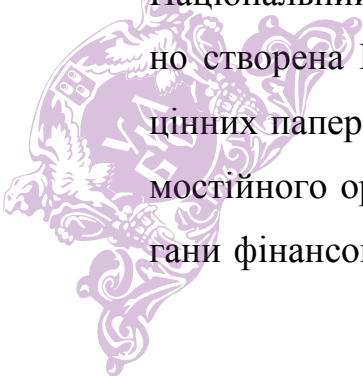
Стосовно використання методу конвергенції та кооперації, то в Україні укладено Меморандум про співробітництво між Держфінпослуг, НБУ та Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку. Але в цілому, як свідчить проведений автором аналіз, метод конвергенції та кооперації використовується досить фрагментарно у вигляді створення тимчасових робочих груп з приводу розробки певних нормативних документів постійно стабільно працюючого органу, які дозволив би координувати дії основних державних інституцій, що регулюють фінансовий ринок, не існує. В зв'язку з цим було б доцільно розглянути, які особливості державного регулювання фінансового ринку існують у країнах, де також фінансовий ринок знаходиться на ранніх стадіях (додаток Д).

Нами було розглянуто особливості державного регулювання в Казахстані, Росії, Білорусі, Узбекистані, Молдові, Таджикистані та Україні.



Як бачимо, в переліку країн, ми маємо такі, що входили до складу колишнього СРСР. Вибір цих країн був обумовлений ще й тим, що між державними органами, які регулюють фінансовий ринок, були підписані різноманітні угоди про співпрацю та обмін певною інформацією. Прикладом співпраці може бути утворена Рада керівників державних органів із регулювання ринків цінних паперів країн – учасниць СНД, створена у 2003 році. Крім того, між державними установами цих країн укладено різноманітні угоди щодо співпраці у сфері регулювання фінансових ринків.

Як бачимо, державні органи, що регулюють фінансовий ринок у різних країнах, відрізняються як за кількістю, так і за статусом та підзвітністю. У Казахстані створено єдиний уповноважений орган регулювання та нагляду за фінансовим ринком країни, а саме – Агентство з регулювання та нагляду фінансового ринку та фінансових організацій, який здійснює державне регулювання як банківського сектора, так і ринку цінних паперів, страхового ринку та ринку пенсійних послуг, тобто фактично в Казахстані створено єдиний мегарегулятор фінансового ринку. В усіх інших розглянутих нами країнах спільним є регулювання грошового ринку, яке покладається на центральні банки цих країн. Що ж стосується регулювання ринку цінних паперів, то кількість органів відрізняється. Якщо взяти Росію, то основні функції із регулювання фінансового ринку покладені на Федеральну службу з фінансового ринку, створену в 2004 році. У сфері повноважень даної служби є регулювання ринків цінних паперів та ринків фінансових послуг за винятком страхового ринку, який знаходиться під контролем Федеральної служби страхового нагляду. Слід звернути увагу на особливості державного регулювання фінансового ринку в Молдавії, фактично в цій країні існують два регулятори – Національний банк Молдови – регулює грошовий ринок країни, та нещодавно створена Національна комісія з фінансового ринку, яка регулює і ринок цінних паперів і ринок фінансових послуг, при цьому комісія має статус самостійного органу. В Узбекистані, Таджикистані та Білорусії регулюючі органи фінансового ринку є структурними підрозділами Міністерства фінансів

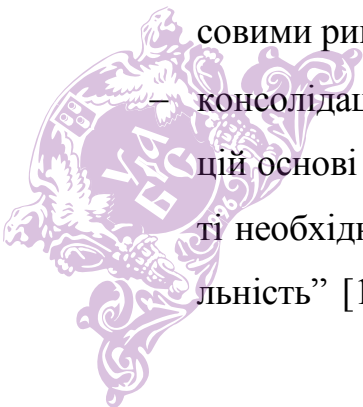


цих країн і не мають самостійного статусу. В Україні, як вже зазначалось, три основні установи здійснюють регулювання фінансового ринку: Національний банк України – як особливий державний орган центрального управління, Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку та Державна комісія з регулювання ринку фінансових послуг – як центральні органи виконавчої влади.

Отже, в розглянутих нами країнах є досить суттєві розбіжності в підходах щодо державного регулювання фінансового ринку. Слід також наголосити на тому, що зазначений перелік органів державного регулювання, який існує на даному етапі, може суттєво змінитися в умовах зростаючої інтеграції банківських, страхових ринків та ринків цінних паперів. Наприклад, у Росії в кінці 2006 року було подано в Державну Думу проект Закону “Про регулювання підприємницької діяльності на фінансових ринках”, в якому йдеться про поетапне створення єдиного наглядового органу в фінансовому секторі економіки [248].

Слід зазначити, що тенденція до створення мегарегулятора проявляється перш за все в економічно розвинутих країнах. Основними чинниками, що сприяють створенню єдиного регуляторного органу фінансового ринку є:

- взаємопроникнення різних напрямків фінансового бізнесу в результаті виникнення нових фінансових інструментів, в умовах якого комбіноване надання фінансових послуг стає домінуючою тенденцією;
- підвищення ролі небанківських фінансових установ та посилення кооперації з банківським сектором, в результаті чого набувають спільних рис процедури ліцензування, нагляду, регулювання різних фінансових компаній;
- зміни якісних та кількісних характеристик ризиків, що приймаються фінансовими ринками;
- консолідація бізнесу через процедури злиття та поглинання, створення на цій основі мегабанківських та мегафінансових структур. У даному контексті необхідно зазначити, що в Законі України “Про банки та банківську діяльність” [193] передбачено можливість створення фінансової холдингової



групи, яка має складатися переважно або виключно з установ, що надають фінансові послуги, причому серед них має бути щонайменше один банк, і материнська компанія має бути фінансовою установою.

У світовій практиці не існує єдиної моделі мегарегулятора, під ним може матися на увазі як мегарегулятор, що відповідає за регулювання та нагляд у всій фінансовій системі, так і агентства, що здійснюють нагляд за більш ніж одним сегментом фінансового ринку. Досить часто при створенні мегарегулятора змінюються функції центральних банків та інших державних органів. Як було розглянуто вище лише в Казахстані Центральний банк втратив свої повноваження, а в інших розглянутих країнах центральні банки залишили за собою як функції регулювання, так і нагляду за грошовим ринком. Якщо ж розглянути підходи щодо взаємодії центральних банків та єдиного органу регулювання, то в різних країнах вони мають свою специфіку (табл. 1.3).

Таблиця 1.3

**Організація нагляду за фінансовими інститутами в країнах
Західної Європи (за даними Європейського центрального банку
та центральних банків)**

Країна	Кількість органів нагляду	Збереження наглядової функції за центральним банком
Бельгія	1	Ні
Данія	1	Ні
Німеччина	1	Ні
Греція	3	Так
Іспанія	3	Так
Франція	6	Ні
Італія	3	Так
Люксембург	2	Ні
Нідерланди	2	Так
Австрія	1	Ні
Португалія	3	Так

Країна	Кількість органів нагляду	Збереження наглядової функції за центральним банком
Фінляндія	2	Ні
Швеція	1	Ні
Великобританія	1	Ні

Отже, очевидним є те, що в країнах Західної Європи не існує єдиного стандартизованого підходу як до кількості органів регулювання та нагляду, так і до ролі центрального банку в процесі регулювання фінансового ринку. В зв'язку з цим, на наш погляд, є необхідність більш детально ознайомитись із міжнародною практикою створення мегарегулятора в різних країнах, яка подана автором в таблиці 1.4.

Таблиця 1.4

Міжнародна практика створення мегарегулятора фінансового ринку

Країна	Мегарегулятор	Функції
Мегарегулятори, що виконують як наглядові так і регуляторні функції		
Великобританія	Financial Services Authority (Управління фінансових послуг)	Єдиний мегарегулятор з 1997 р. поетапно акумулює функції банківського нагляду, регулювання та нагляду за будівельними товариствами інститутами цінних паперів, страхування, колективних інвестицій.
Австралія	Australian Securities and Investments Commission (Комісія по цінним паперам та інвестиціям Австралії); Australian Prudential Regulation Authority (Управління пруденційного нагляду Австралії)	Два мегарегулятори: – комісія по цінним паперам та інвестиціям – здійснює регулювання та нагляд ринку цінних паперів та інвестиційних трастів, захист інтересів у всіх фінансових галузях, включаючи відносини страхових компаній та банків з клієнтами; – управління пруденційного нагляду – встановлення пруденційних стандартів та нагляд відносно банків, страхових компаній, пенсійних фондів, небанківських кредитних організацій. Зазначені органи знаходяться разом із центральним банком під координуючим впливом Ради фінансових регуляторів, який має не владні, а узгоджуючі повноваження
Канада	Office of the Superintendent of Financial Institutions (Управління фінансовими інститутами)	Встановлення регулятивних правил та нагляд за рядом фінансових інститутів, якщо вони регулюються на федеральному рівні (банки, небанківські кредитні організації, страхові організації, трасти, інститути пенсійного приватного забезпечення)

Країна	Мегарегулятор	Функції
Швейцарія	Swiss Federal Banking Commission (Федеральна комісія з банківської діяльності Швейцарії)	Функції регулювання виходу на ринок, встановлення правил і нагляд за банками, брокерами – дилерами, інвестиційними фондами, керованими банками, фондовими біржами, організаціями депозитарної та розрахунково-клірингової інфраструктури. Пенсійна та страхова сфера не входять в сферу регулювання.
Мегарегулятори, що виконують тільки або переважно тільки наглядові функції		
Корея	Financial Supervisory Commission. (Фінансова контролююча комісія)	Є тільки органом нагляду, здійснюючи нагляд по відношенню до банків, страхових інститутів, галузі цінних паперів, небанківських фінансових інститутів.
Угорщина	Hungarian Banking and Capital Market Supervision (Угорський наглядовий орган за банківською діяльністю)	Здійснює наглядові функції відносно банків та галузі цінних паперів
Данія	Danish Financial Supervisory Authority (Датський фінансовий наглядовий орган)	Діє як секретаріат (зовнішні зв'язки та забезпечуючі функції) для трьох секторальних відомств – цінних паперів, страхування та пенсійного забезпечення, кожний із яких є наглядовим органом за відповідним сектором.
Норвегія	Banking Insurance and Securities Commission (Комісія з банківської діяльності, страхування та цінних паперів)	Є тільки органом нагляду відносно банків, страхових інститутів, галузі цінних паперів, пенсійних фондів, небанківських фінансових інститутів
Швеція	Swedish Financial Supervisory Authority (Фінансовий наглядовий орган Швеції)	Нагляд за банками та іншими кредитними організаціями, інститутами цінних паперів, інвестиційними фондами, страховими компаніями, ринками, депозитарною інфраструктурою.
Фінляндія	Financial Supervision (Фінансовий нагляд)	Нагляд за банками, та іншими кредитним організаціями, інститутами цінних паперів, інвестиційними фондами, страховими компаніями, ринками, депозитарною інфраструктурою

Безумовно в Україні для появи мегарегулятора, на наш погляд, ще не достатньо підстав, оскільки фінансовий ринок є ще не достатньо зрілим, але ми вважаємо, що і на ранній стадії (але досить динамічного розвитку) є необхідність кооперації основних державних регуляторів – НБУ, ДКЦПФР та ДКРРФП. Ми вважаємо, що це може бути вирішено шляхом створення координаційної ради з питань регулювання фінансового ринку. Автором пропонується наступна структура державного регулювання (рис. 1.8). До складу

координаційної ради повинні ввійти як керівники зазначених органів, так і представники Державного комітету фінансового моніторингу.



Рис. 1.8. Державне регулювання фінансового ринку України за умови створення координаційної ради

Незважаючи на те, що Державний комітет фінансового моніторингу не є ні контролюючим, ні правоохоронним органом, його функціонування безпосередньо пов'язане з фінансовим сектором, і відповідно його рекомендації щодо стратегії розвитку фінансового ринку країни в питаннях пов'язаних із зменшенням рівня тінізації фінансових потоків та створенням більш прозорих умов функціонування фінансового ринку матимуть дуже важливе практичне значення. Крім того, на сьогодні між основними регуляторами фінансового ринку та Держфінмоніторингом уже укладено протоколи та угоди про співпрацю. Координаційна рада повинна взяти на себе функції із узгодження на-

глядових та регулятивних питань, пов'язаних з державним регулюванням грошового ринку, ринку капіталу та ринку похідних фінансових інструментів, розробки спільних стандартів та правил, а також розробки єдиної стратегії розвитку фінансового ринку країни.

Відповідно Координаційною радою можуть проводитись регулярні консультації з питань як поточної діяльності, так і стратегічних напрямків розвитку фінансового ринку України. Таким чином, це дозволить уникнути створення цілого ряду законодавчих документів різних регуляторних органів фінансового ринку, які фактично дублюватимуть один одного, призначаючись для окремого складового елемента фінансового ринку, а також дозволить створити умови для більш ефективного функціонування фінансового ринку країни в цілому, і, як наслідок, підвищить рівень стійкості фінансової системи країни.

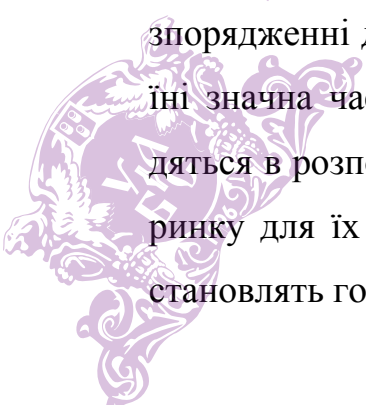
Висновки до розділу 1

1. Проведене дослідження дозволяє зробити висновок, що на сьогодні серед науковців не існує єдиного підходу щодо визначення сутності та структури фінансового ринку, з огляду на те, що поняття “фінансовий ринок” є дуже широким, оскільки базується не тільки на фінансових потоках, але і на певних стосунках, що формуються в результаті трансформації відносин власності з приводу об'єкта купівлі-продажу. На основі аналізу сформульовано визначення фінансового ринку як сукупності економічних відносин, з приводу перерозподілу тимчасово вільних фінансових ресурсів між населенням (домогосподарствами), суб'єктами господарювання та державою через систему фінансових інститутів на основі взаємодії попиту та пропозиції.

2. В процесі проведеного дослідження визначено, що фінансова система держави є відображенням форм і методів конкретного використання фінансів

в економіці і відповідною до задіяної моделі економіки та значною мірою визначається нею. Необхідно підкреслити, що серед вітчизняних науковців не існує однастайності як у самому визначенні фінансової системи, так і в підходах щодо її складових елементів. Підходи щодо визначення сутності та структури фінансової системи можна згрупувати в два блоки, а саме: блок, в якому фінансова система розглядається з позицій, закладених ще за часів командно-адміністративної економіки, та блок, який відображає фінансову систему в контексті формування ринкової економіки. В умовах трансформації економіки країни в ринкову базу формування фінансової системи країни повинен стати саме фінансовий ринок. У такому випадку фінансова система країни виконуватиме функції, які їй притаманні, саме з точки зору ринкової економіки, тобто, по-перше, спрямовувати тимчасово вільні фінансові ресурси від тих, у кого вони в надлишку, до тих, кому їх не вистачає, по-друге, зменшувати ризик і заощадників, і позичальників, по-третє, забезпечувати необхідний рівень ліквідності, по-четверте, надавати об'єктивну та прозору інформацію суб'єктам фінансового ринку.

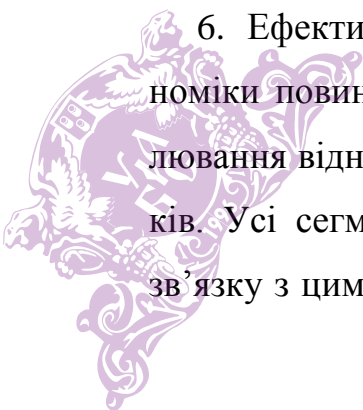
3. Існуюча фінансова система в країні і рівень розвитку фінансового ринку на сучасному етапі не дозволяє ефективно використовувати тимчасово вільні фінансові ресурси інституційних секторів економіки і, зокрема, населення. Дослідивши структуру чистої доданої вартості визначено, що найбільш суттєву роль в її формуванні відіграють нефінансові корпорації, адже в цьому секторі економіки створюється основна маса валового внутрішнього продукту країни. Стосовно чистих заощаджень, то найбільша їх частка знаходиться в розпорядженні домогосподарств, і становить більшу половину всіх заощаджень в країні. Водночас структура фінансових активів, що знаходяться в розпорядженні домогосподарств дозволяє зробити висновок про те, що в Україні значна частина фінансових ресурсів, які є тимчасово вільними і знаходяться в розпорядженні населення, не бере до уваги можливості фінансового ринку для їх ефективного використання, оскільки більше 70% заощаджень становлять готівкові кошти та депозити.



4. Суттєве зростання масштабів та значення фінансового ринку в світовій фінансовій системі робить все більш актуальними дослідження впливу фінансового ринку на стимулювання економічного зростання. Розвиток фінансового ринку може розглядатись дwoяко: по-перше, як фактор, що сприяє технічному прогресу, і таким чином опосередковано впливає на економічне зростання, відзначимо, що цей вплив є одним із вагомих факторів для України. По-друге, як самодостатній фактор, безпосередньо впливаючи на темпи зростання економіки через накопичення капіталу. На основі АК-моделі, розробленої П. Ромером було доведено, вплив фінансового ринку на стимулювання економічного зростання в країні шляхом розширення базової моделі за рахунок показників, що відображають рівень витрат фінансового посередництва, а також визначено, що на рівень економічного зростання в країні суттєвий вплив має рівень технології, а також рівень завантаження виробничих потужностей, що використовуються суб'єктами господарювання.

5. Проведене дослідження дозволило стверджувати, що по-перше, масштаб і ефективність фінансового ринку позитивно пов'язані з темпами економічного зростання; по-друге узятий в цілому фінансовий ринок є чинником економічного зростання, використання окремих сегментів фінансового ринку, а саме грошового або ринку капіталу не завжди доречно; по-третє, на різних рівнях економічного розвитку мають місце різні механізми зростання, тобто в менш розвинених країнах ріст переважно відбувається внаслідок акумулювання капіталу, у той час як у більш розвинених країнах він у більшій мірі асоціюється з ефективністю й продуктивністю факторів виробництва; по-четверте, канали зростання можуть асоціюватися з банками в менш розвинених країнах і з ринками в більш розвинених країнах.

6. Ефективне функціонування фінансового ринку в умовах ринкової економіки повинно базуватись на чітко розроблених засадах державного регулювання відносин, що складаються в межах даного ринку серед його учасників. Усі сегменти фінансового ринку тісно взаємопов'язані між собою. В зв'язку з цим є необхідність постійної координації дій основних регуляторів

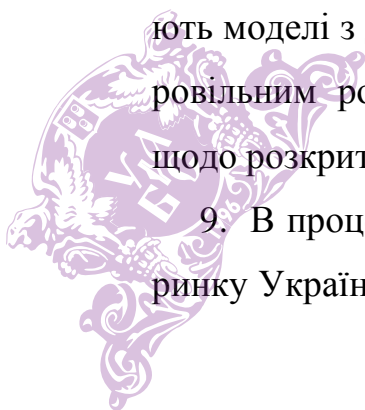


ринку Національного банку України в частині регулювання грошового ринку, Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, в частині регулювання ринку капіталу та ринку похідних фінансових інструментів та Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг в частині регулювання діяльності небанківських фінансових посередників, а саме, страхових компаній, недержавних пенсійних фондів, лізингових компаній на ринку.

7. Слід зазначити, що на сьогодні серед науковців не існує єдиного підходу щодо основних етапів розвитку фінансового ринку. Підхід щодо періодизації етапів розвитку фінансового ринку розглядається в нерозривному зв'язку із проходженням процесу приватизації. В рамках даного підходу виділено підготовчий (1991 – 1995 рр.) та три базових етапи – приватизаційний (1996 – 2000 рр.), постприватизаційний (2001 – 2005 рр.) та стабілізаційний (з 2006 року). Запропонований підхід на відміну від існуючих відрізняється тим, що по-перше передбачає визначення періодів як для грошового ринку так і для ринку капіталу в їх єдності, по-друге визначені періоди характеризуються з позиції формування моделі фінансового ринку.

8. У світовій практиці існує ряд різноманітних моделей державного регулювання фінансового ринку, які можна згрупувати за базовими критеріями, а саме за суб'єктами регулювання розглядають моделі, засновані на державному регулюванні та змішаному регулюванні; за об'єктами регулювання розглядають функціональну, інституціональну та змішану моделі, за рівнем “жорсткості” регулювання виділяють жорстко регульовані моделі та моделі регулювання з використанням принципів м'якого законодавства (soft law); за рівнем “інтервенції” держави розглядають моделі з високим та низьким рівнем інтервенції, за рівнем розкриття інформації учасниками ринку розглядають моделі з державним регулюванням розкриття інформації та моделі з добровільним розкриттям інформації, тобто відсутністю регулятивних вимог щодо розкриття інформації.

9. В процесі дослідження обґрунтовано модель регулювання фінансового ринку України з достатньо високим та жорстким рівнем державного регулю-



вання – державним дирижизмом, побудовану за функціональним принципом на основі змішаного регулювання діяльності його учасників, що відповідає рівню його розвитку та стану фінансової системи країни на сучасному етапі.

10. Доведено необхідність удосконалення системи державного регулювання шляхом створення координаційної ради з питань регулювання фінансового ринку на основі кооперації державних регуляторів – Національного банку України, Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Державної комісії з регулювання ринку фінансових послуг та Державного комітету фінансового моніторингу. Координаційна рада повинна взяти на себе функції із узгодження наглядових та регулятивних питань, пов'язаних з державним регулюванням грошового ринку, ринку капіталу та ринку похідних фінансових інструментів, розробки спільних стандартів та правил, а також розробки єдиної стратегії розвитку фінансового ринку країни. На відміну від існуючої фрагментарної системи регулювання створення координаційної ради дозволить сформулювати умови для більш ефективного функціонування фінансового ринку країни в цілому, і, як наслідок, підвищить рівень стійкості фінансової системи.

Основні результати розділу опубліковані в наукових працях: [264, 265, 274, 275, 278, 285, 288, 290, 291]



РОЗДІЛ 2

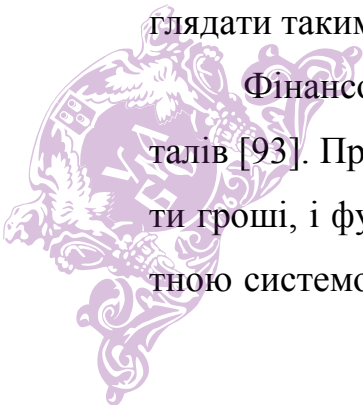
ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ УДОСКОНАЛЕННЯ ФІНАНСОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ

2.1. Структурування фінансового ринку України на сучасному етапі

Фінансовий ринок – це складова фінансової системи держави, яка може успішно розвиватися і функціонувати лише в ринкових умовах. Розвиток фінансового ринку значною мірою відображає гнучкість фінансової системи та швидкість, з якою вона може пристосовуватися до змін в економічному та політичному житті країни, а також до різноманітних процесів, які відбуваються за її межами. Розвинуті фінансові ринки стимулюють і посилюють фінансові потоки в економіці та зменшують суспільні витрати, зокрема й кожного учасника ринку.

Для того, щоб розглянути роль фінансового ринку в фінансовій системі країни, необхідно, перш за все, визначитись зі структурою фінансового ринку. З огляду на те, що фінансовий ринок в Україні з точки зору країн з ринковою економікою знаходиться ще на початкових стадіях розвитку, у вітчизняній науковій літературі відсутнє єдине розуміння структури фінансового ринку як сукупності конкретних ринків з конкретними об'єктами та суб'єктами ринкових відносин з приводу тимчасово вільних фінансових ресурсів. Отже, з точки зору вітчизняних науковців структуру фінансового ринку можна розглядати таким чином.

Фінансовий ринок поділяють на дві ланки: ринок грошей і ринок капіталів [93]. При цьому ринок грошей є сферою, де безпосередньо можна купити гроші, і функціонування даного ринку забезпечується, насамперед, кредитною системою – сукупністю кредитних установ, які здійснюють концентра-

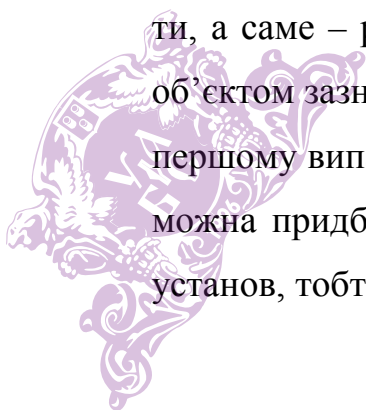


цію тимчасово вільних грошових коштів та їх надання в кредит. У свою чергу кредитна система включає дві частини: банківську систему і небанківські кредитні установи (ломбарди, каси взаємодопомоги, кредитні спілки тощо). Банківська система по суті є ядром кредитної системи й складається з двох рівнів: рівня центрального банку та комерційних банків.

Друга ланка фінансового ринку – ринок капіталів – є сферою торгівлі не лише грошима, але і правом власності. При цьому інструментами ринку капіталів є спеціальні цінні папери – акції, крім того, до ринку капіталів належать середньо- та довгострокові кредитні зобов'язання. Акції та інші цінні папери, що не дають права власності, зокрема й ті, що випускаються державою, формують ринок цінних паперів, за допомогою якого здійснюється швидкий і ефективний перерозподіл капіталу між окремими суб'єктами господарювання, галузями, регіонами і країнами. Причому на відміну від сфери державних фінансів, де подібний перерозподіл має певні ознаки суб'єктивізму (насамперед мова йде про Державний бюджет, перерозподіл через ринок цінних паперів завжди має об'єктивний характер, тому що визначається критеріями ефективності використання фінансових ресурсів [93].

Структуру фінансового ринку можна розглядати, по-перше, за формою фінансових ресурсів як ринок грошей (ринок короткострокових боргових зобов'язань) і ринок капіталів (ринок фінансових інструментів, що відображають права власності і довгострокових боргових зобов'язань) та, по-друге, за організацією торгівлі – кредитний ринок та ринок цінних паперів [172 С. 26].

Тобто на перший погляд структура, запропонована Б.А. Карпінським та О.В. Герасименко, збігається із структурою, запропонованою В.М. Опаріним, оскільки і в першому і в другому випадку виділяють два структурні елементи, а саме – ринок грошей та ринок капіталу, але з огляду на те, що саме є об'єктом зазначених ринків, виникають суттєві розбіжності. Так наприклад, в першому випадку автори до ринку грошей відносять всі грошові ресурси, які можна придбати в рамках банківської системи та небанківських кредитних установ, тобто мова йде про кредитні ресурси як короткострокового, так і до-



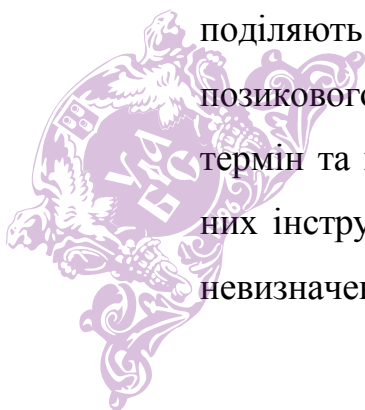
вгострокового характеру, а в другому випадку ринок грошей – це лише ринок короткострокових боргових зобов'язань.

На думку О.Д. Василика “В організаційному плані фінансовий ринок – це сукупність ринкових фінансових інститутів, що супроводжують потік коштів від власників фінансових ресурсів до позичальників. До них належать: комерційні банки, валютні та фондові біржі, інвестиційні фонди компаній, лізингові організації, пенсійні та страхові фонди, національний банк, позабіржові торговельні системи, розрахунково-клірингові організації, депозитарії, інвестиційні керуючі, реєстратори, інші фінансові інститути, які відповідно до чинного законодавства можуть здійснювати операції на фінансовому ринку.

Фінансовий ринок має досить складну внутрішню структуру, певні складові якої можуть функціонувати самостійно, проте ринок досягає найбільшої ефективності, коли задіяні усі його складові. Фінансовий ринок включає: валютний ринок, ринок кредитів, ринок цінних паперів, ринок фінансових послуг. Усі складові фінансового ринку мають свою внутрішню структуру й можуть поділятися на відповідні підрозділи, тобто сегменти ринку” [139, С. 391].

На думку В.М. Шелудько: “У структурі фінансового ринку необхідно виділяти такі складові фінансового ринку, як ринок цінних паперів (фондовий ринок), валютний та кредитний ринки”. Слід зазначити, що в роботі даного автора є класифікація фінансового ринку за різними класифікаційними ознаками, що безперечно розширює зміст фінансового ринку. Автор виділяє такі елементи фінансового ринку:

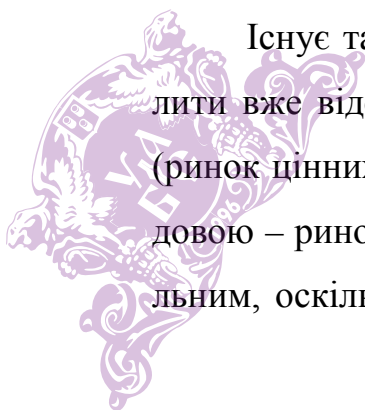
- за умовами передачі фінансових ресурсів у користування фінансовий ринок поділяють на ринок позикового і ринок акціонерного капіталу. На ринку позикового капіталу ресурси передаються на умовах позики на визначений термін та під процент за допомогою боргових цінних паперів або кредитних інструментів. На ринку акціонерного капіталу кошти вкладаються на невизначений термін. При цьому інвестор отримує право на частину прибу-



- тку у вигляді дивіденду, право власності на активи підприємства і повністю поділяє підприємницькі ризики з іншими акціонерами підприємства;
- за терміном обігу фінансових активів, що можуть бути в обігу на ринку, фінансовий ринок поділяють на грошовий ринок та ринок капіталів: на грошовому ринку здійснюється короткострокове інвестування коштів. На цьому ринку перебувають в обігу фінансові активи, термін обігу яких не перевищує одного року: короткострокові казначейські зобов'язання, ощадні та депозитні сертифікати, векселі, різні види короткострокових облігацій тощо;
 - ринок капіталів призначений для довгострокового інвестування коштів в основний капітал. На ринку капіталів надаються середньо- та довгострокові кредити, перебувають в обігу середньо- та довгострокові боргові цінні папери, а також інструменти власності – акції, для яких термін обігу не встановлюється;
 - залежно від того, чи нові фінансові активи пропонуються для продажу, чи емітовані раніше, фінансовий ринок поділяють на первинний та вторинний;
 - залежно від місця, де відбувається торгівля фінансовими активами, розрізняють біржовий та позабіржовий ринки [261].

Фінансовий ринок розглядається з точки зору двох основних складових, а саме – грошового ринку, який, у свою чергу, включає обліковий, міжбанківський та валютний ринок, а також ринок капіталів, до якого відносять ринок цінних паперів та кредитний ринок [85]. А на думку О.М. Іваницької, крім зазначених вище складових, окремо необхідно виділити строкові ринки, тобто фінансові ринки, які дозволяють клієнтам зменшити або хеджувати ризики [84].

Існує також думка, що у структурі фінансового ринку необхідно виділити вже відомі сегменти, такі як: ринок грошових коштів, ринок капіталу (ринок цінних паперів, кредитний ринок) та валютний ринок, окремою складовою – ринок золота [100]. На нашу думку, таке виділення є не зовсім доцільним, оскільки монетарне золото включає в себе золоті монети, злитки та

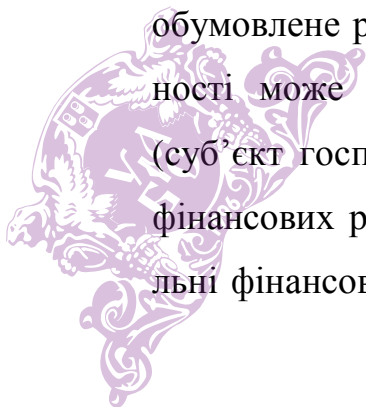


бруски з чистотою не нижче 995/1000, які належать інституційним одиницям, що виконують функції органів грошово-кредитного регулювання і входять до складу офіційних резервних активів держави, тобто в Україні золото належить Національному банку України. Відповідно монетарне золото – це фінансовий актив, для якого відсутнє кореспондуюче зобов'язання з боку іншої інституційної одиниці. І при цьому будь-яке інше золото, яке не відповідає монетарному, вважається нефінансовим активом і належить або до цінностей, або до запасів матеріальних оборотних коштів [97]. Тобто таким чином, з даної точки зору ринок золота не є сегментом фінансового ринку.

Якщо розглянути інформацію, що надається на офіційному сайті Національного банку України в розрізі структури фінансового ринку, то він включає в себе валютний ринок, грошово-кредитний ринок та ринок капіталів. Наповнення інформацією безперечно відображає, перш за все, операції, що безпосередньо стосуються грошово-кредитної політики країни, а в розрізі ринку капіталу надається інформація про державні цінні папери, а саме – облігації внутрішньої державної позики.

Як бачимо, структура фінансового ринку досить різноманітна, але найчастіше зустрічається грошовий ринок, хоча і в різних інтерпретаціях складових елементів, та ринок капіталу, в якому найчастіше фігурує ринок цінних паперів з певними поправками. В зв'язку з цим виникає необхідність структурувати фінансовий ринок за різними класифікаційними ознаками.

На наш погляд, для того, щоб достатньо повно надати класифікацію фінансового ринку, необхідно виходити із товару, який є об'єктом фінансового ринку. За допомогою фінансового ринку, як правило, мобілізуються і використовуються тимчасово вільні фінансові ресурси або ресурси, що мали обумовлене раніше цільове призначення, тобто в процесі економічної діяльності може виникнути ситуація, коли один суб'єкт ринкових відносин (суб'єкт господарювання, домогосподарство чи держава) відчуває нестачу фінансових ресурсів. Натомість у іншого суб'єкта виникають тимчасово вільні фінансові ресурси, які він зацікавлений розмістити таким чином, щоб у



результаті отримати певний фінансовий результат, і саме фінансовий ринок здатний задовольнити інтереси кожного з них. У процесі перерозподілу тимчасово вільних фінансових ресурсів через фінансовий ринок вони фактично перетворюються в конкретний фінансовий актив.

Фінансові активи включають фінансові вимоги, монетарне золото та спеціальні права запозичення (СПЗ), що надаються Міжнародним валютним фондом у порядку розподілу. Фінансові вимоги – це активи, які дають право одній інституційній одиниці, що є власником активу (тобто кредитором), отримати один або декілька платежів від іншої одиниці (дебітора) відповідно до умов та положень, передбачених у контракті між цими двома одиницями. Фінансова вимога є активом, оскільки вона забезпечує кредитору економічну вигоду, будучи засобом нагромадження. Кредитор також може отримати і додаткові вигоди у формі відсотка або інших виплат доходу від власності та холдингового прибутку. До типових видів фінансових вимог відносять: грошові кошти, депозити, кредити та позики, облігації, похідні фінансові інструменти. Крім того, фінансовими активами є також акції та інші форми участі у капіталі, страхові технічні резерви та інша дебіторська заборгованість. Згідно з даними Державного комітету статистики структура фінансових активів всієї економіки виглядає таким чином (рис. 2.1).

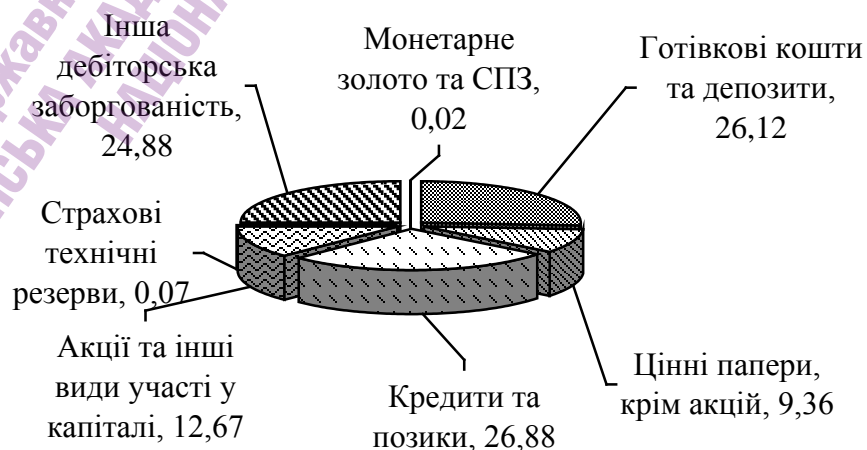


Рис. 2.1. Структура фінансових активів економіки України у 2006 році, % (за даними Державного комітету статистики)

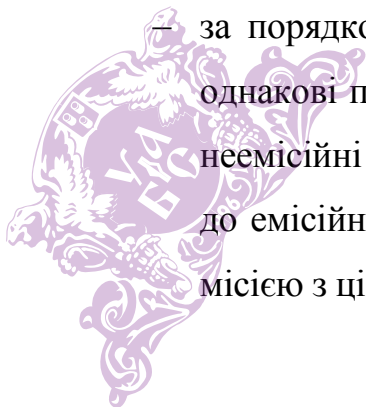
Як бачимо з даних, наведених на рисунку 2.1, у структурі фінансових активів в цілому в економіці України переважають готівкові кошти та депозити, вони становлять майже половину всіх активів як домогосподарств, так і фінансових та не фінансових корпорацій, а також державного сектора. Крім того, заслуговує на увагу і той факт, що цінні папери, кредити та позики разом також мають досить значну питому вагу близько 50 %, що порівняно з 2005 роком збільшилась на 15%.

Це певною мірою свідчить про те, що поступово в Україні формуються товари, які безпосередньо є об'єктом купівлі-продажу фінансового ринку. Слід відзначити низьку питому вагу страхових технічних резервів – лише 0,07 %. Даний показник свідчить про те, що в Україні фактично на досить низькому рівні знаходиться розвиток страхового ринку, оскільки страхові технічні резерви відображають чисту вартість коштів домогосподарств у пенсійних фондах і резервах із страхування життя, а також коштів, отриманих у передплату премій, та резервів на покриття непогашених вимог про страхове відшкодування.

Ринок капіталу створює умови для руху капіталу в країні, який забезпечується обігом різних видів цінних паперів, що законодавчо визначені в державі. Необхідно відзначити, що в 2006 році було прийнято нову редакцію Закону України “Про цінні папери та фондовий ринок”, в якому окреслено основні види цінних паперів та їх характеристики, що знаходяться в обігу в Україні. Автором згідно до нормативного документа подано класифікацію цінних паперів на рисунку 2.2.

Отже, згідно з чинним законодавством всі цінні папери, що знаходяться в обігу, розглядаються за чотирма основними ознаками, а саме:

– за порядком розміщення розглядають емісійні, тобто ті, які посвідчують однакові права їх власників у межах одного випуску стосовно емітента, та неемісійні цінні папери, тобто ті, що не належать згідно із законодавством до емісійних цінних паперів, можуть бути визнані такими Державною комісією з цінних паперів та ринку, якщо це не суперечить іншим законам;



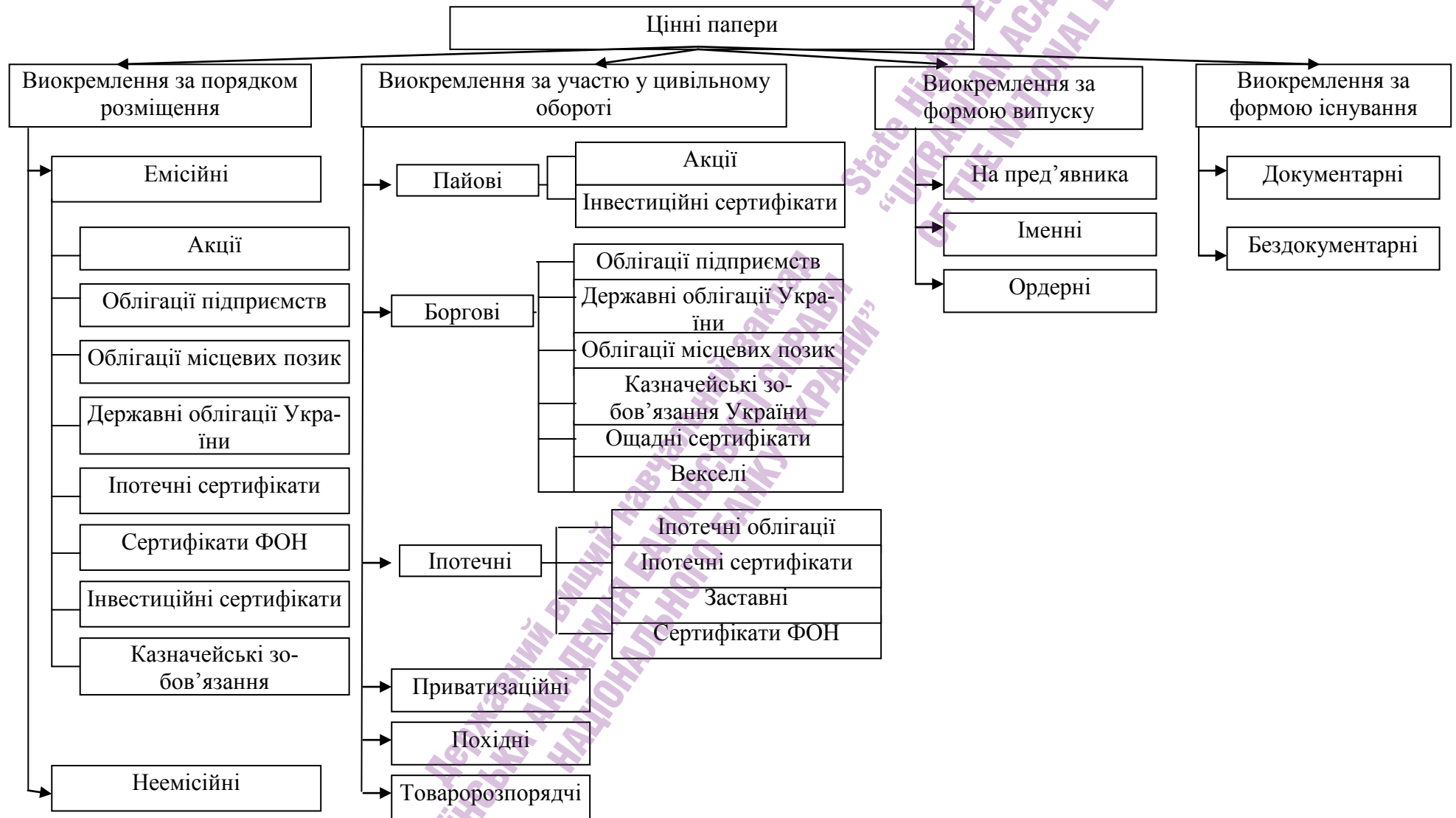


Рис. 2.2. Класифікація цінних паперів, що знаходяться в обігу згідно чинного законодавства

- за участю у цивільному обороті розглядають пайові, боргові, іпотечні, приватизаційні, похідні та товаророзпорядчі цінні папери;
- за формою випуску розглядають цінні папери на пред'явника, тобто права, посвідчені відповідним цінним папером, належать особі, що подала цінний папір; іменні цінні папери, обов'язковим атрибутом яких є зазначення особи, якій належить цінний папір; ордерні цінні папери, тобто особа, зазначена у цінному папері, може сама здійснити свої права або призначити своїм розпорядженням іншу уповноважену особу шляхом індосаменту, при цьому індосамент може бути бланковим (без зазначення особи, щодо якої має бути здійснене виконання зобов'язань) або ордерним (із зазначенням такої особи);
- за формою існування розглядають документарні та бездокументарні цінні папери.

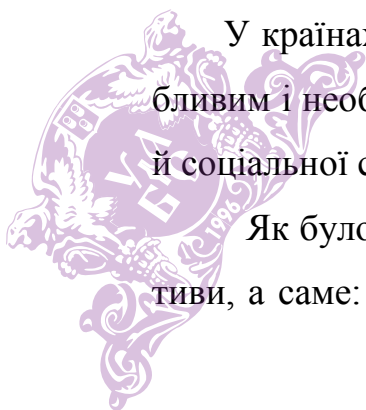
Таким чином, на ринку капіталу в Україні знаходяться різні за видами цінні папери, які мають різні класифікаційні характеристики та є різними за призначенням.

Характеристика основних видів цінних паперів, що визначені законодавством України та знаходяться в обігу, наведена в додатку Е. Випуск цінних паперів та їх придбання становлять економічний інтерес як для емітента, так і для інвестора. Для емітента випуск цінних паперів є джерелом капіталу для створення акціонерного товариства, якщо емітують акції, або для розвитку інших організаційно-правових форм господарювання. Для інвестора придбання цінних паперів – це можливість одержання доходу.

Можливість отримання доходів інвестором залежить від якісного рівня фінансового менеджменту на рівні суб'єкта господарювання [271]

У країнах із розвинутою ринковою економікою фінансовий ринок є особливим і необхідним середовищем для успішного функціонування економіки й соціальної сфери.

Як було зазначено вище, товаром на фінансовому ринку є фінансові активи, а саме: валюта та депозити; кредити та позики; цінні папери, крім ак-



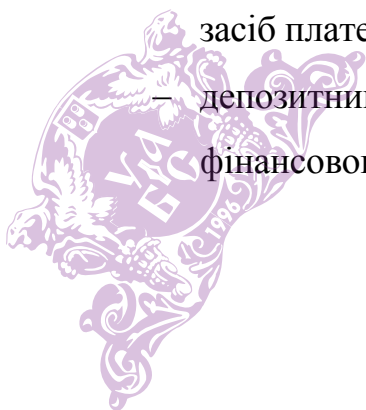
цій, що включають в себе, по-перше, короткострокові цінні папери – векселя, облігації, комерційні папери, обігові депозитні сертифікати, банківські акцепти, та, по-друге, середньострокові цінні папери – середньострокові облігації та реалізовані на ринку депозитні розписки; акції та інші форми участі у капіталі; похідні фінансові інструменти, що включають у себе контракти форвардного типу та опціонні контракти. Виходячи з різних класифікаційних ознак, та на основі їх узагальнення нами запропоновано структуру фінансового ринку, яка подана на рис. 2.3.

Необхідно зазначити, що до складу фінансових активів включаються також страхові технічні резерви, які включають в себе чисту вартість коштів домогосподарств, що знаходяться в пенсійних фондах та резервах із страхування життя, а також коштів, отриманих у передплату премій та резервів на покриття непогашених вимог із страхового відшкодування.

Безперечно, в умовах ринкової економіки важливого значення набуває недержавна система страхування та, відповідно, формування страхового ринку. Ряд вітчизняних авторів розглядають страховий ринок як елемент фінансового ринку, але, на наш погляд, – це специфічний ринок, який має бути відособлений і розглядатись окремо.

Запропонована нами структура фінансового ринку, на наш погляд, досить повно відображає як об'єкти фінансового ринку, так і відповідно до об'єктів системи ринків за різними класифікаційними ознаками. Отже, за видами фінансових інструментів, можемо виділити:

- валютний ринок, об'єктом на якому є національна та іноземна валюта, що може широко використовуватись для здійснення платежів. При цьому необхідно зазначити: золоті та пам'ятні монети, що не знаходяться в обігу як засіб платежу, не є валютою;
- депозитний ринок, на якому відбуваються операції, пов'язані з придбанням фінансового активу, що є засобами нагромадження;



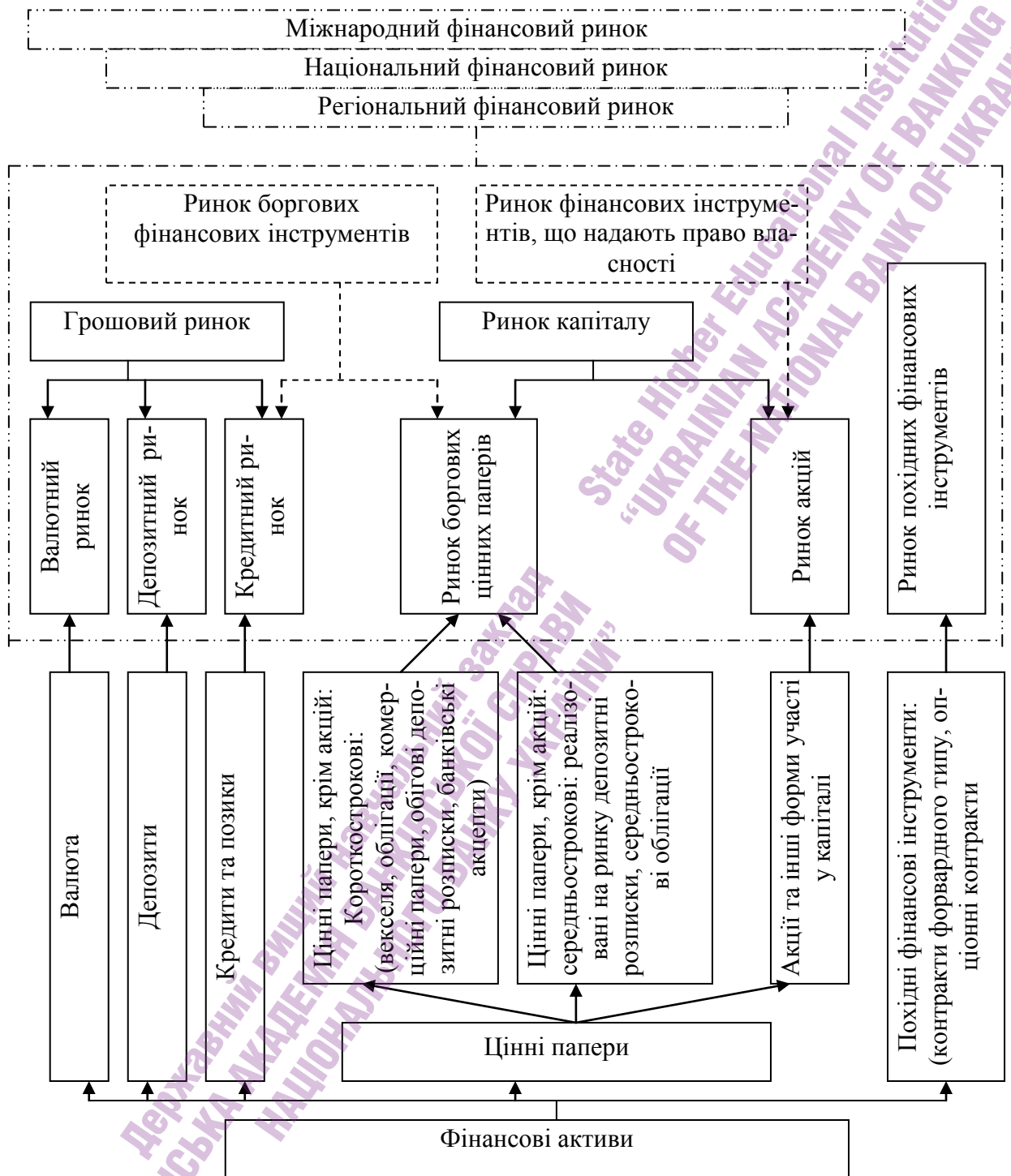
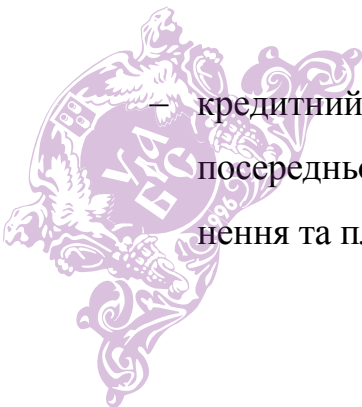


Рис. 2.3. Структура фінансового ринку

- за набуттям права власності;
 - - - за регіональною ознакою.

— кредитний ринок, який дозволяє залучати необхідні фінансові ресурси безпосередньо від кредитора до позичальника на умовах терміновості, повернення та платності;



- ринок цінних паперів, який у свою чергу складається із ринку боргових цінних паперів та ринку акцій. На ринку боргових цінних паперів обертуються цінні папери, що передбачають наявність певного графіка платежів за відсотками, а також графіка погашення основної суми боргу. Слід зазначити, що боргові цінні папери поділяються на короткострокові з терміном погашення до 1 року та середньо- і довгострокові з терміном погашення більше 1 року;
- ринок похідних фінансових інструментів, об'єктом якого є контракти форвардного типу та опціонні контракти. Враховуючи ту обставину, що даний ринок в Україні знаходиться лише на стадії становлення, на нашу думку, поділяти цей ринок на форвардний ринок та ринок опціонів на сьогодні не є доцільним. Похідними, в цілому, називають такі фінансові інструменти, які походять від конкретного фінансового інструмента, показника або товару, і за допомогою яких конкретні фінансові ризики можуть продаватись на фінансових ринках як окремі об'єкти. У світовій практиці найбільш розповсюдженими контрактами форвардного типу є процентні свопи, форвардні процентні угоди, валютні свопи, форвардні валютні контракти та міжвалютні процентні свопи. Опціонні контракти поділяють на опціони “колл” (з правом придбати) та опціони “пут” (з правом продати). Однією з найбільш розповсюджених форм опціонів є варанти.

В свою чергу всі вищезазначені ринки можна класифікувати за функціональним призначенням і відповідно виділити, по-перше, грошовий ринок, складовими елементами якого є валютний, депозитний та кредитний ринок. При цьому валютний та депозитний ринок в цілому можна розглядати як короткострокові ринки, а кредитний ринок можна диференціювати за термінами на короткостроковий, середньо- та довгостроковий ринки, оскільки у структурі кредитів розглядаються іпотечні кредити та кредити, надані на виплат тощо. По-друге, за функціональним призначенням слід виділити ринок капіталу, до складу якого належить ринок боргових цінних паперів та ринок акцій, в рамках якого відбувається мобілізація та перерозподіл тимчасово ві-

льних фінансових ресурсів на потреби суб'єктів господарювання. По-третє, – це ринок похідних фінансових інструментів, основним завданням якого є фактично продаж фінансових ризиків як окремих об'єктів, але прив'язаних до базового фінансового інструмента.

За ознакою набуття права власності нами виділено ринок боргових фінансових інструментів та ринок фінансових інструментів, що надають право власності. До ринку боргових фінансових інструментів необхідно віднести кредитний ринок та ринок боргових цінних паперів. На даному ринку формуються відносини на основі принципів строковості, повернення та платності, тобто кошти надаються в борг на певний термін та з обов'язковою виплатою відсотків. Ринок фінансових інструментів, що надають право власності, включає в себе ринок акцій та інших форм участі в капіталі, а саме – простих та привілейованих акцій, паїв, сертифікатів дольової участі та інших аналогічних документів.

За територіальною ознакою можна розглядати вищезазначені ринки в межах регіону (регіональний ринок), у межах країни (національний ринок) та міжнародний ринок.

Крім того, всі запропоновані види ринків можна поділити за ступенем ризику відповідних фінансових інструментів на безризикові, середньоризикові та високоризикові ринки.

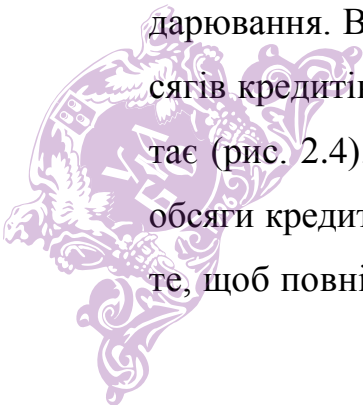
Таким чином запропонована автором структура фінансового ринку акумулює в собі різні класифікаційні ознаки, а саме, за видами фінансових інструментів, за функціональним призначенням, за ознакою набуття права власності та за територіальною ознакою.



2.2. Грошовий ринок країни як базовий сегмент фінансового ринку

На сучасному етапі розвитку фінансового ринку України важливу та визначальну роль відіграє саме банківська система. Як відомо, основне завдання фінансового ринку полягає в тому, щоб трансформувати тимчасово вільні фінансові ресурси економічних агентів у фінансові активи, які дозволять отримати дохід їх власникам та забезпечать нестачу капіталу для суб'єктів господарювання. Діяльність банків на фінансовому ринку здійснюється в декількох напрямках: по-перше, банки здійснюють трансформацію тимчасово вільних грошових коштів економічних агентів у капітал, по-друге, банки самі є емітентами цінних паперів, і відповідно, зацікавлені у функціонуванні ефективного ринку капіталу, по-третє, банки самі займаються операціями купівлі-продажу цінних паперів, по-четверте, банки надають послуги андеррайтингу на ринку капіталу, по-п'яте, банки можуть бути ключовими суб'єктами ринку похідних цінних паперів, за допомогою якого здійснюється перерозподіл ризиків та хеджування операцій, по-шосте, як Національний банк України, так і банківські установи, є ключовими суб'єктами при проведенні операцій з державними цінними паперами, зокрема ОВДП.

На сьогодні ключову роль у трансформації тимчасово вільних фінансових ресурсів у капітал відіграє банківська система, оскільки суб'єкти господарювання отримують кошти для фінансування своєї діяльності перш за все у вигляді кредитів як короткострокового, так і довгострокового характеру. Отже, в такому випадку тимчасово вільні фінансові ресурси акумулюються у вигляді депозитів і перетворюються у кредитні ресурси для суб'єктів господарювання. Виконані розрахунки дозволяють стверджувати, що динаміка обсягів кредитів та депозитів в Україні протягом 2000-2006 років суттєво зростає (рис. 2.4). Звертає на себе увагу той факт, що обсяги депозитів нижчі за обсяги кредитів, тобто тимчасово вільних фінансових ресурсів не вистачає на те, щоб повністю задовольнити потреби економіки країни. При цьому, якщо



за період з 2000 по 2005 рік цей розрив знаходився в межах від 4,3 до 10,3, то в 2006 році розрив між обсягами депозитів та кредитів становив 25 %.



Рис. 2.4. Динаміка обсягів кредитів та депозитів на грошовому ринку України, (за даними НБУ)

Депозитна політика банківських установ впливає на поведінку суб'єктів грошового ринку. Банківські установи як суб'єкти депозитного ринку намагаються реалізувати свої інтереси за умови врахування впливу депозитної політики центрального банку, та базуючись на конкретних умовах функціонування депозитного ринку.

Депозитна політика банківських установ спрямована на оптимізацію витрат із залучення коштів на депозитному ринку за умови їх ефективного використання. Такий механізм реалізації інтересів всіх суб'єктів депозитного ринку формує ціну на депозитні кошти. Так зростання частки дорогих депозитних інструментів призводить до зростання процентних витрат, з іншого боку, висока питома вага низькооплачуваних ресурсів сприяє підвищенню рентабельності, але призводить до зниження рівня ліквідності балансу банку. Для банку найбільш привабливими є строкові депозити, оскільки вони формують стійку частину залучених ресурсів, саме вони дозволяють здійснювати кредитування на більш тривалі строки і відповідно під більш високий процент. Рекомендований їх рівень у ресурсній базі складає не менше 50 %. Виходячи з даних, наведених на рис. 2.5, протягом аналізованого періоду частка

строкових депозитів як в національній, так і в іноземній валюті поступово зростала.

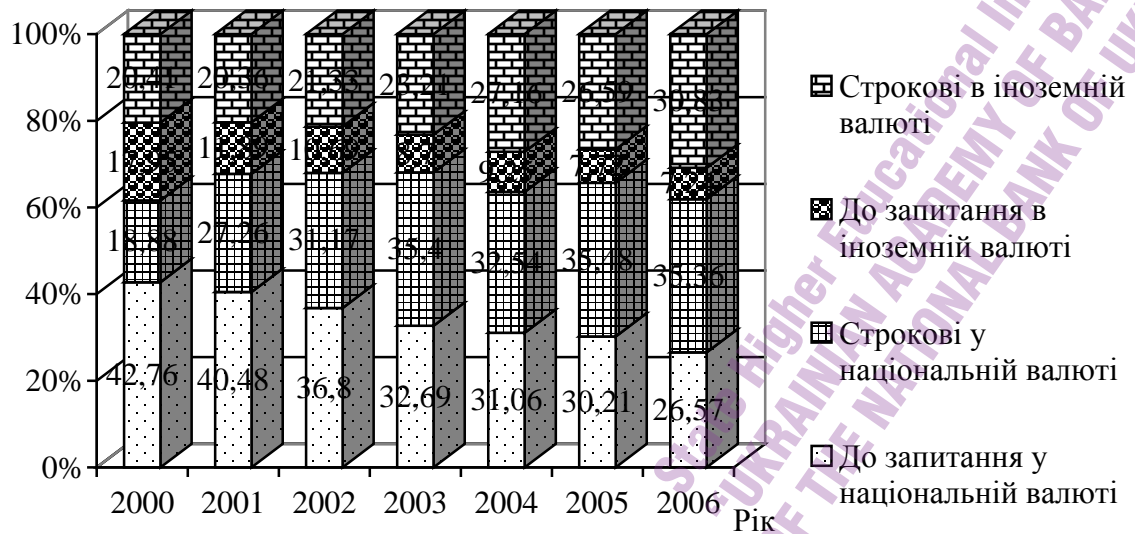


Рис. 2.5. Структура депозитів за термінами формування та за видами валют, (за даними НБУ)

Так, якщо в 2000 році частка строкових депозитів у національній валюті становила 18,88 % від загального обсягу депозитів, то в 2006 році – 35,36 %, тобто збільшилась майже вдвічі. Тенденція щодо зростання частки строкових депозитів спостерігається і в іноземній валюті, яка протягом аналізованого періоду зростає з 20,41 % у 2000 році до 30,83 % у 2006 році. У цілому в 2006 році частка строкових депозитів становить більше 66 %, тобто банківські установи України мають досить стійку базу для проведення кредитних операцій на більш тривалий період часу.

При цьому необхідно зазначити, що у структурі строкових депозитів поступово зростає частка довгострокових депозитів як у національній, так і в іноземній валюті.

Отже, можна зробити висновок, що в 2006 році у структурі строкових депозитів у національній та іноземній валюті більше 60 % складають довгострокові депозити, що є підтвердженням довіри до банківської системи краї-

ни, особливо по депозитах у національній валюті, частка яких дещо більша порівняно з депозитами в іноземній валюті.

В ході проведеного аналізу визначено, що останнім часом депозити фізичних осіб перевищують депозити суб'єктів господарювання і формують досить суттєву позитивну динаміку (рис. 2.6). Так, якщо в 2000-2001 роках переважаючими були депозити суб'єктів господарювання, відповідно на 76,4 та 26,4 %, то починаючи з 2002 року, поступово починають переважати депозити фізичних осіб, і на кінець 2006 року їх обсяг на 27,4 % більше за депозити суб'єктів господарювання. Таким чином, на фінансовому ринку країни поступово формується нормальна з точки зору перерозподілу тимчасово вільних фінансових ресурсів ситуація, а саме – тимчасово вільні фінансові ресурси в економіку країни постачаються саме фізичними особами, тобто домогосподарствами.



Рис. 2.6. Динаміка депозитів суб'єктів господарювання та фізичних осіб, (за даними НБУ)

Важливе значення для забезпечення ліквідності та прибутковості банківських установ має співвідношення депозитного та кредитного портфеля комерційних банків. Визначено, що позитивні зміни у формуванні ресурсної бази, зниження ціни за залученими коштами комерційними банками здійснює суттєвий вплив на кредитний ринок України. Обсяги кредитування з року в рік суттєво зростають, при чому починаючи з 2004 року загальний обсяг довгострокових кредитів перевищує обсяг короткострокових.

Перш за все довгострокові кредити зростали за рахунок кредитування фізичних осіб, що пояснюється суттєвими темпами зростання протягом останніх років іпотечного кредитування. Але при цьому нарощувались і обсяги кредитування інвестиційної діяльності суб'єктів господарювання.

Це певною мірою свідчить про те, що поступово суб'єкти господарювання приділяють все більше уваги процесу реконструкції та модернізації необоротних активів, оскільки цільове призначення довгострокового кредитування – це суттєве оновлення перш за все основних засобів та розширене відтворення діяльності.

Проведені автором розрахунки структури кредитів за різними класифікаційними ознаками, дозволяють зробити наступні висновки (табл. 2.1). Протягом 2000-2006 років за даними Національного банку України найбільша частка кредитів була надана в національній валюті, але в 2006 році співвідношення між кредитами, наданими в національній валюті, та кредитами, наданими в іноземній валюті, наблизилось майже 1 до 1.

Таблиця 2.1

Структура кредитів наданих в економіку України, у % (за даними НБУ)

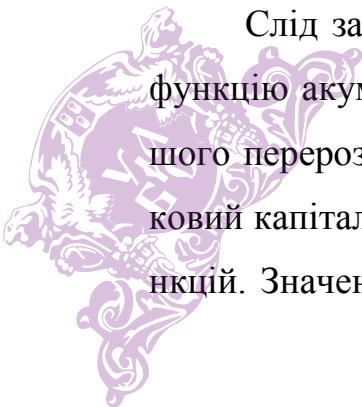
Показники	Рік						
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Кредити, всього	100	100	100	100	100	100	100
– у національній валюті	53,5	55,5	58	58,3	57,8	56,7	50,5
– в іноземній валюті	46,5	44,5	42	41,7	42,2	43,3	49,5
Короткострокові кредити, усього	82,1	78,3	71,7	55	45,8	38,2	35,1
– у національній валюті	45,1	45,8	44,3	36,5	30,3	27,5	24,5
– в іноземній валюті	37	32,6	27,3	18,5	15,5	10,7	10,6
Довгострокові кредити, усього	17,9	21,7	28,3	45	54,2	61,8	64,9
– у національній валюті	8,4	9,8	13,7	21,9	27,5	29,1	26
– в іноземній валюті	9,5	11,9	14,6	23,2	26,7	32,6	38,9

Перерозподіл кредитних вкладень в економіку країни в бік кредитів в іноземній валюті було обумовлено, по-перше, нижчим рівнем процентних ставок за кредитами в іноземній валюті порівняно з кредитами в національній валюті в умовах стабільності обмінного курсу гривні до долара США, по-друге, прискоренням зростання депозитів в іноземній валюті на внутрішньому ринку та активним залученням банками коштів на міжнародному фінансовому ринку, а також активізацією імпортерів, які формували попит на кредити в іноземній валюті, по-третє, збереженням інфляційних очікувань та, по-четверте збільшенням кількості банків за участю іноземного капіталу. Необхідно підкреслити, що кредити видаються перш за все для вирішення проблем, пов'язаних з поточною діяльністю суб'єктів господарювання, а не на потреби інвестиційної спрямованості, хоча в 2006 році порівняно з 2005 роком їх обсяг зріс майже в 2 рази з 22,4 до 50 млрд. грн.

На фоні значного зносу основних виробничих фондів майже у всіх секторах економіки така ситуація свідчить про те, що найближчим часом кардинальних змін у ресурсо- та енергозбереженні у процесі виробництва не відбудеться, що і в подальшому сприятиме зниженню рівня конкурентоспроможності національної економіки на світовому ринку. Але якщо підприємства реального сектора економіки більш ефективніше використовуватимуть паралельно і можливості ринку капіталу, то ситуація може суттєво покращитись.

Як відомо, банківська система України працює в режимі “кредитоорієнтованої” моделі, тобто у структурі активів банків найбільшу питому вагу мають саме кредити, а частка вкладень в цінні папери не досить суттєва. Так за даними НБУ станом на початок 2007 року в структурі активів кредити становлять 72 %.

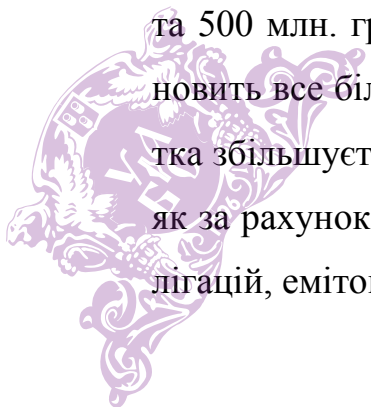
Слід зазначити, що банки на фінансовому ринку здійснюють не лише функцію акумулювання тимчасово вільних фінансових ресурсів і їх подальшого перерозподілу між суб'єктами господарювання, що потребують додатковий капітал для розширеного відтворення, хоча це є однією з основних функцій. Значення банківських установ на фінансовому ринку підкреслюється



тим, що саме банки регулюють грошові потоки – найбільш ліквідні фінансові активи і саме банківські установи формують попит та пропозицію грошей через мультиплікативні ефекти. В системі установ інфраструктури фінансового ринку головна роль належить банкам як інститутам, через які проходить рух основної частини грошових ресурсів. Така ситуація дозволяє оцінювати банки як основні носії і організатори грошово-кредитних відносин [54]. Банки є певною мірою інститутами інтеграції різних сегментів фінансового ринку. Банки та їх відокремлені структурні підрозділи – філії, можуть здійснювати на ринку капіталу такі види професійної діяльності: за випуском та обігом цінних паперів; депозитарної діяльності зберігача цінних паперів; діяльності з ведення реєстрів власників іменних цінних паперів; діяльності з управління цінними паперами [190]. На сьогодні банки за цілим рядом показників випереджають небанківські фінансові установи, що працюють на фінансовому ринку країни.

Виконані розрахунки дозволяють стверджувати, що банки наряду з іншими суб'єктами господарювання є емітентами цінних паперів і, таким чином, безпосередньо зацікавлені в наявності ефективного ринку капіталу, який би сприяв швидкому розміщенню емітованих банками цінних паперів – акцій та облігацій (табл. 2.2).

Саме банки, як правило, входять до списку емітентів, які зареєстрували найбільші обсяги емісії як акцій, так і облігацій. Так у 2006 році серед найбільших емітентів облігацій зареєстровано ЗАТ КБ “ПриватБанк” (обсяг випуску 500 млн. грн. – дворазово), ВАТ “АКБ соціального розвитку “Укрсоцбанк” (обсяг емісії – 300 млн. грн.) та інші. В 2005 році найбільшим емітентом і за емісією акції, і за емісією облігацій був ЗАТ КБ “ПриватБанк” – 430 та 500 млн. грн. відповідно. Таким чином, питома вага банків-емітентів становить все більшу частку від загальної кількості емітентів. Поступово їх частка збільшується з 4,44 % у 2001 році до 15,31 % у 2006 році. Це відбувається як за рахунок зростання частки емітованих акцій, так і за рахунок частки облігацій, емітованих банківськими установами.



Показники участі банківських установ у функціонуванні фінансового ринку (за даними ДКЦПФР)

Показники	Рік					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Обсяг зареєстрованих емісій цінних паперів, млн. грн.	22670	17090	23621,9	39033,77	88074,82	104444,86
Акції, млн. грн.	21921,42	12796,00	18021,74	28336,24	24815,00	43540,00
в т.ч. акції, емітовані банками, млн. грн.	934,00	1218,4	1339,02	2802,45	8100,0	11000,00
Питома вага акцій, емітованих банками від загальної кількості, %	4,26	7,30	7,43	9,89	32,64	25,26
Облігації підприємств, млн. грн.	694,32	4275,00	4241,86	4106,59	12748,00	22070,00
в т.ч. облігації, емітовані банками, млн. грн.	73,44	87,38	329,16	217,93	2564,73	4994,00
Питома вага облігацій, емітованих банками від загальної кількості, %	10,58	2,04	7,76	5,31	20,12	22,63
Загальний обсяг цінних паперів, емітованих банками, акцій та облігацій, млн. грн.	1007,44	1305,78	1668,18	3020,38	10664,73	15994,00
Питома вага банків емітентів на фінансовому ринку, %	4,44	7,64	7,06	7,74	12,11	15,31

Прикладом позитивного впливу банків на інтенсивність розвитку ринку капіталу, зокрема ринку корпоративних облігацій, є діяльність АКБ “Укрсоцбанк”, який у жовтні 2007 року здійснив первинне розміщення п’ятирічних облігацій банку на найбільшу в історії України суму 750 млн. грн. при цьому заявок на первинне розміщення надійшло на суму 2,3 млрд. грн., тобто перевищило обсяг пропозиції майже втричі.

Номінальна дохідність облігацій була встановлена на рівні 12 % річних, але потенційні покупці запропонували показники дохідності на рівні 10,25-11 %, тобто нижче номінальної дохідності. Така ситуація дозволила

АКБ “Укрсоцбанк” отримати середньозважену дохідність розміщення облігацій на рівні 10,375 %. Такий попит на цінні папери був обумовлений перш за все надійністю банківської системи, зростаючим інтересом іноземних інвесторів до вітчизняних банків. Залучені кошти дозволять посилити конкурентні позиції банку та покращити умови кредитування суб’єктів господарювання та фізичних осіб.

Крім того, банки можуть бути інвесторами на ринку капіталу. За даними Асоціації українських банків структура кредитно-інвестиційного портфеля має переважну складову у вигляді кредитів як фізичним, так і юридичним особам (табл. 2.3).

Таблиця 2.3

Структура кредитно-інвестиційного портфеля банків, %
(за даними Асоціації українських банків)

Показники	Рік						
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Кредитно-інвестиційний портфель	100	100	100	100	100	100	100
в тому числі:							
– міжбанківський кредит	18,13	11,90	11,38	8,50	9,58	8,80	8,96
– кредити юридичним особам	75,23	76,38	81,72	69,91	65,75	60,31	55,67
– кредити фізичним особам	0,00	0,00	0,00	12,89	16,21	21,84	30,10
– цінні папери	6,64	11,73	6,90	8,70	8,46	9,05	5,27

Дані, наведені в таблиці, є ще одним підтвердженням того, що банківська система України є кредитоорієнтованою. Значна частка коштів банківських установ сконцентрована в кредитному портфелі. Інвестиційна складова є значно меншою і протягом 2000-2006 років суттєво коливається. Максимальне значення цінні папери у структурі кредитно-інвестиційного портфеля мали в 2001 році – їх частка становила 11,73 %. На кінець аналізованого періоду частка цінних паперів становила лише 5,27 %.

Узагальнюючи вище наведену інформацію можна стверджувати, що в Україні ключову роль у трансформації тимчасово вільних фінансових ресур-

сів у капітал відіграє банківська система, оскільки суб'єкти господарювання отримують кошти для фінансування своєї діяльності перш за все у вигляді кредитів як короткострокового, так і довгострокового характеру, а також банки відіграють досить суттєву роль у проведенні операцій на ринку капіталу. У зв'язку з цим доцільно проаналізувати основні джерела фінансування діяльності суб'єктами господарювання. Наряду з кредитами суб'єкти господарювання як реального сектора економіки, так і безпосередньо самі банківські установи, можуть залучати кошти за допомогою ринку капіталу, емітуючи акції для нарощення власного капіталу та корпоративні облігації для нарощення позикових коштів (рис. 2.7).

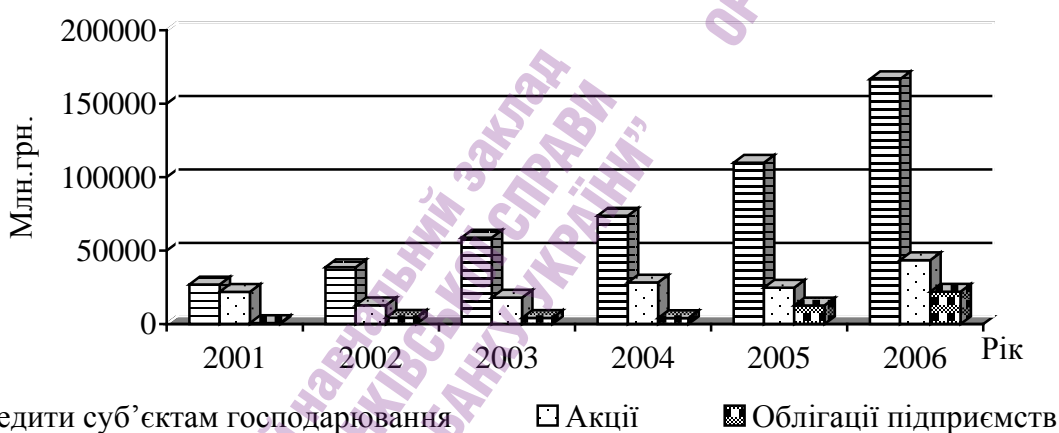


Рис. 2.7. Динаміка основних джерел фінансування суб'єктів господарювання (за даними НБУ та ДКЦПФР)

Розглянувши темпи зростання зовнішніх джерел фінансування суб'єктів господарювання, стає очевидним, що останнім часом темпи, з якими відбувається їх зростання, практично врівноважені, а тому можна зробити висновок, що на сучасному етапі складається така ситуація, що механізм функціонування фінансового ринку залежно від того, яким чином в подальшому здійснюватиметься державне регулювання та наскільки стабільною буде макроекономічна ситуація в країні, може змінитись з банкоцентричного на фондовий (рис. 2.8).

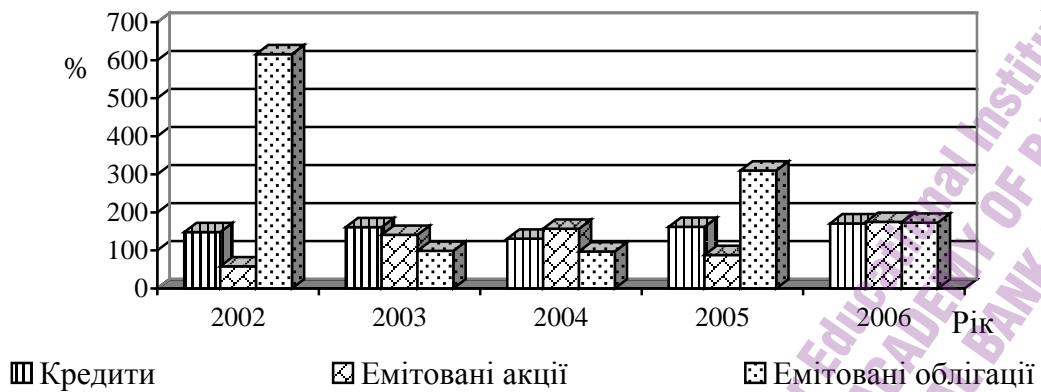


Рис. 2.8. Динаміка темпів зростання основних зовнішніх джерел фінансування діяльності суб'єктів господарювання, (за даними НБУ та ДКЦПФР)

Саме банки є основними учасниками в операціях купівлі продажу цінних паперів як державних, так і емітованих суб'єктами господарювання. Операції з державними цінними паперами відіграють особливу роль у розвитку банківської системи України, оскільки вони використовуються в процесі проведення грошово-кредитної політики для регулювання рівня ліквідності економіки в цілому та банківської системи зокрема.

Важливу роль банківська система країни відіграє в проведенні операцій з державними цінними паперами. Національний банк України згідно з чинним законодавством здійснює операції з обслуговування державного боргу, які пов'язані з розміщенням державних цінних паперів, їх погашенням та виплатою доходів за ними. Слід зазначити, що операції з розміщення облігацій внутрішньої державної позики на первинному ринку відбуваються нерівномірно, кількість проведених аукціонів суттєво варіює. Так в 2006 році вони почались лише у вересні, а в 2005 році останній аукціон відбувся в липні 2005 року (табл. 2.4). В цілому, якщо з 2000 по 2003 рік кількість аукціонів поступово зростала від 87 до 172 відповідно, то в 2004 році було проведено лише 102 аукціони, в 2005 році – лише 25, а в 2006 році – 37.

Стан операцій по розміщенню облігацій внутрішньої державної позики на первинному ринку, (за даними НБУ)

Рік	Кількість проведених аукціонів	Кількість розміщених облігацій, тис. шт.	Сума коштів, залучених до бюджету, млн. грн.	Середньозважена дохідність, %
2000	87	20338,7	1892,1	20,49
2001	120	1271,1	1190,1	15,68
2002	152	2947,9	2848,6	10,81
2003	172	1189,2	1161,3	9,75
2004	102	2224,3	2203,8	11,24
2005	25	6898,8	7153,4	7,25
2006	37	1582,4	1597,6	9,26

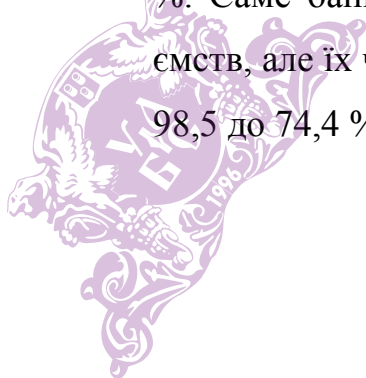
Кількість аукціонів, що відбулись, фактично не відповідає запланованим показникам. Так з метою розміщення облігацій внутрішньої державної позики протягом 2006 року відбулося 37 аукціонів, хоча передбачалось 78 аукціонів. Відповідно не відбувся 41 аукціон, оскільки Міністерством фінансів було прийнято рішення не реалізовувати державні облігації у зв'язку з відсутністю заявок або в зв'язку з невідповідністю цінових пропозицій потенційних покупців реальній вартості цінних паперів. У 2006 році було залучено до Державного бюджету України 1,6 млрд. грн. Протягом попередніх періодів сума коштів, що залучалась до Державного бюджету, досить сильно варіювалась. Найбільший обсяг коштів було залучено в 2005 році – більше 7 млрд. грн. Середньозважений рівень дохідності по облігаціях у 2006 році становив 9,26 %. В цілому необхідно відзначити, що ринок державних цінних паперів в Україні є нестабільним, хоча у світовій практиці саме ринок державних цінних паперів є основою розвитку фінансового ринку.

Крім того, що у функціонуванні ринку державних цінних паперів відіграє важливу роль безпосередньо Національний банк України, суттєве значення мають і банківські установи, оскільки саме вони є основними покупцями ОВДП. Згідно з даними НБУ на початок 2007 року структура облігацій

внутрішньої державної позики за власниками виглядає таким чином: 54,4 % – банки, 11 % – інші суб'єкти господарювання та 34,6 % облігацій знаходяться у власності нерезидентів. За даними Першої фондової торговельної системи серед банківських установ найбільш активно операції з державними цінними паперами провадили такі: в 2006 році 1 місце в рейтингу посів ЗАТ “АБ ІНГ Банк Україна” – обсяг торгів державними облігаціями становив 5 млрд. грн., 2 місце – ЗАТ “АКБ “ХФБ Банк Україна” – 1,9 млрд. грн., 3 місце – ВАТ “Державний ощадний банк Україна” – обсяг торгів на суму – 1,2 млрд. грн. (додаток Ж). Як вже було зазначено вище, операції з державними цінними паперами проводяться досить нерівномірно. Відповідно протягом 2002-2006 років і кількість учасників торгових операцій також досить сильно варіювалась, так в 2003 році учасників було всього лише 5, і всі вони є банківськими установами, хоча в 2002 році їх було 9. Починаючи з 2004 року, кількість учасників зростає, хоча при цьому кількість проведених аукціонів суттєво скоротилась.

Як було зазначено вище, банківські установи є активними учасниками торгів на ринку капіталу. За період з 2003 по 2006 рік за даними ПФТС саме банки здійснювали суттєву частку торговельних операцій з цінними паперами.

В результаті проведеного дослідження можна стверджувати, що банки досить активно працюють не з пайовими цінними паперами, а саме з борговими (табл. 2.5). Як видно з даних, наведених у таблиці, в сумарному обсязі торгів цінними паперами на фондовій біржі “ПФТС” переважають банківські установи, але протягом аналізованого періоду їх частка поступово скорочується, так, якщо в 2003 році показник становив 85,5 %, то в 2006 році – 78,8 %. Саме банки домінують у торговельних операціях з облігаціями підприємств, але їх частка в 2006 році суттєво скоротилась порівняно з 2003 роком з 98,5 до 74,4 %, тобто на 24,1 %.



**Участь банків та фінансових компаній в торгівлі цінним паперами
(за даними ДКЦПФР)**

Показник	Банківські установи				Фінансові компанії			
	Рік				Рік			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Обсяг торгів акціями								
Млн. грн.	174,4	83,2	933,9	793,2	477,4	1176,9	5302,7	7556,7
У %	26,7	6,6	15,0	9,5	73,3	93,4	85,0	90,5
Обсяг торгів облігаціями підприємств								
Млн. грн.	2876,6	7120,8	9759,2	15272,2	42,7	212,1	154,4	5241,8
У %	98,5	97,1	98,4	74,4	1,5	2,9	1,6	25,6
Сумарний обсяг торгів цінними паперами								
Млн. грн.	3976,9	9604,2	17102,6	32845,2	674,3	1657,3	5734,7	8847,3
У %	85,5	85,3	74,9	78,8	14,5	14,7	25,1	21,2

Провідну роль у торгівлі акціями відіграють фінансові компанії, їх частка становить 90,5 % в 2006 р. Таку ситуацію можна пояснити, на наш погляд, таким: по-перше, працюючи з облігаціями, банки фактично працюють з кредитними інструментами, тобто з цінними паперами, що є фактично тим же позиковим капіталом, по-друге, облігація в цілому як цінний папір є менш ризикованим фінансовим активом, ніж акція, банки намагаються таким чином уникнути більш високого ризику формування свого кредитно-інвестиційного портфеля. Необхідно підкреслити, що в торгівлі облігаціями банки займають домінуючі позиції по всіх видах: облігації підприємств, муніципальні облігації, облігації внутрішньої державної позики (додаток 3).

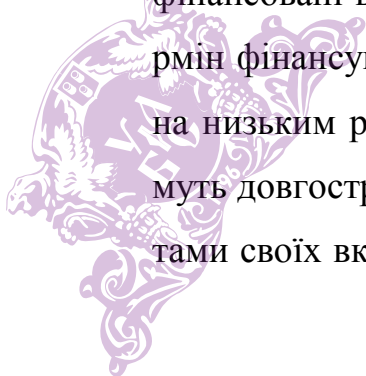
Досить важливим джерелом доходів для банків можуть бути доходи від проведення операцій андеррайтингу та фінансового консультування компаній, що виходять на фінансовий ринок з метою розміщення цінних паперів власної емісії.



Беручи участь в операціях андеррайтингу, банки можуть отримати: по-перше, доступ до цінних паперів, що являють собою для них певний інтерес, по-друге – досить стабільний дохід. Одним із перспективних напрямів діяльності банків на фінансовому ринку є організація IPO вітчизняних підприємств. За даними експертів посередники, що організовували проведення IPO, отримують в середньому 3 % від вартості розміщених акцій.

Слід зазначити, що у проведенні операцій андеррайтингу та перш за все власних акцій зацікавлені саме банківські установи. На сучасному етапі розвитку фінансового ринку з огляду на потреби суб'єктів господарювання реального сектора економіки банківська система є недокапіталізованою – власні кошти складають незначну суму. Підвищення капіталізації українських банків є одним з найвагоміших завдань, яке повинен вирішити саме фінансовий ринок, зокрема ринок капіталу, в зв'язку з цим банківська система безпосередньо зацікавлена в ефективному його функціонуванні. Зростання капіталізації банківських установ відбувається перш за все через емісію акцій. У даному аспекті фінансовий ринок повинен забезпечити високий рівень захисту прав акціонерів, протидію приходу несумлінних акціонерів, які зацікавлені лише у реалізації вузькогрупових інтересів, що загрожуватиме стійкості банківської системи в цілому.

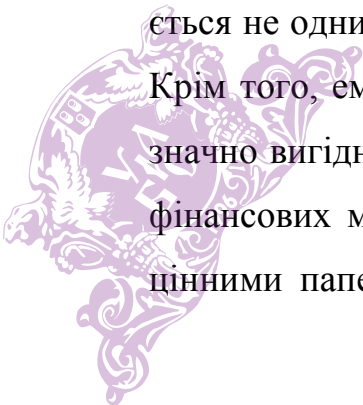
В результаті проведеного дослідження можна стверджувати, що для підтримки достатньо високих темпів економічного розвитку країни перш за все реальний сектор економіки вимагає і вимагатиме суттєвих обсягів довгострокових фінансових ресурсів. На сьогодні українські банки мають незначні можливості щодо фінансування широкомасштабних інвестиційних проектів, які є капіталомісткими та довгоокупними. Найбільші інвестиційні проекти профінансовані вітчизняними банками коштують 30-50 млн. дол., при цьому термін фінансування становить 5-7 років. Така ситуація перш за все обумовлена низьким рівнем власного капіталу. Якщо ж банки самі використовуватимуть довгостроковий позиковий капітал, то перш за все вони ризикують коштами своїх вкладників. На сьогодні однією з основних проблем, що потребує



вирішення, є саме наявність суттєвих ризиків, пов'язаних із розбалансуванням активів та пасивів за строками погашення.

Все вищезазначене обумовлює необхідність нарощення власного капіталу та можливостей використання позикового капіталу за допомогою фінансового ринку країни. Крім того, використовуючи механізм IPO банки можуть виходити на закордонні фондові біржі та залучати суттєвий за розмірами іноземний капітал у вітчизняну економіку. Україна на даний момент має практичний досвід здійснення банком первинного розміщення акцій, що дав позитивні результати. Зокрема у квітні 2006 року РОДОВІД Банк провів первинне розміщення 19 % своїх акцій. Організатором та ексклюзивним агентом з розміщення пакета акцій була компанія "Dragon Capital". У результаті банк отримав капітал в обсязі 47 млн. дол., при цьому акції банку були розміщені серед 22 інвестиційні фонди та приватні інвестори із європейських країн та США.

Необхідно відзначити, що на сьогодні широкого розповсюдження набувають операції андеррайтингу корпоративних облігацій. До 2006 року конкуренція на даному ринку була досить невелика. Причина в тому, що більшість потенційних емітентів не зустрічалися з таким інструментом, як облігація. Та й самих емітентів було небагато. Із часом інструмент ставав усе більше розповсюдженим, і емітенти почали розглядати можливість співробітництва з банками, які надають більш привабливі умови розміщення. Емісія облігацій суб'єктами господарювання є альтернативою банківському кредитуванню і приваблива як для суб'єктів господарювання реального сектора економіки, так і для банківських установ. Випуск облігацій є більш дешевим джерелом отримання фінансових ресурсів, при цьому фінансування здійснюється не одним або двома банками, а групою інвесторів, зокрема і іноземних. Крім того, емісія облігацій не впливає на структуру власності, що робить її значно вигіднішою з точки зору і власників суб'єкта господарювання, і його фінансових менеджерів. Лідерами в проведенні операцій з корпоративними цінними паперами на сьогодні є саме банківські установи: ЗАТ "АБ "ІНГ



Банк Україна”, ЗАТ “АКІБ “УкрСиббанк”, ВАТ “АКБ “Укрсоцбанк”, ВАТ “Райффайзен Банк Аваль” та ЗАТ “Перший український міжнародний банк”.

Першу позицію в рейтингу андерайтерів за підсумками першої половини 2007 року посідає ЗАТ “АБ “ІНГ Банк Україна” з обсягом 1,43 млрд. грн., йому належить і перша позиція в 2006 році. Працюючи в основному з банківськими випусками, ЗАТ “АБ “ІНГ Банк Україна” продовжує впевнено лідувати на ринку за рахунок більших обсягів даних позик.

Другу позицію посідає ВАТ “Райффайзен Банк Аваль” з обсягом 919 млн. грн. (27-ма позиція в 2006 році). Такий прорив даний банк здійснив перш за все за рахунок трьох великих випусків власних облігацій на загальну суму 900 млн. грн. Тому якщо не буде нових випусків цінних паперів до кінця року, позиції банку можуть бути дещо нижчими.

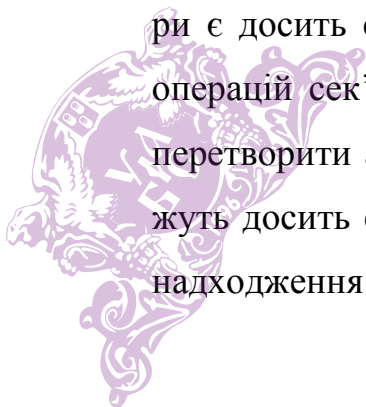
Третє місце в рейтингу андерайтерів посідає ЗАТ “АКІБ “УкрСиббанк”, що був лідером рейтингу “Сбондс-Україна” протягом 2003-2005 рр. Як і в попередні періоди, даний банк є найбільш активним гравцем у роботі з “небанківськими” корпоративними випусками – у першому півріччі 2007 року банком розміщені цінні папери восьми емітентів на суму 882 млн. грн. На сучасному етапі обсяги випусків цінних паперів суб’єктів господарювання реального сектора економіки на українському ринку поки нижче, ніж у банківському секторі, що не дозволило зазначеному банку посісти перше місце в рейтингу.

У цілому перша п’ятірка українських інвестиційних банків розмістила в першій половині 2007 року 4,442 млрд. грн., або 81,9 % від усього обсягу розміщень. Такі великі обсяги операцій андерайтингу першої п’ятірки рейтингу інвестиційних банків обумовлені розміщенням у першому півріччі великих банківських випусків і певною концентрацією послуг андерайтингу в Україні. Але, незважаючи на це, даний сегмент ринку усе ще перебуває у стадії становлення, тому жорсткості конкуренції поки не відчувається. Хоча основне коло андерайтерів і організаторів поступово визначається більш чітко.

Враховуючи все вищевикладене, можна зробити висновок, що коло учасників даного ринку знаходиться в стадії формування, а це в свою чергу означає, що з точки зору стратегічного розвитку можуть відбутись кардинальні зміни серед учасників. Слід також враховувати той факт, що з прийняттям нової редакції Закону України “Про цінні папери та фондовий ринок” були внесені зміни і до обмежень обсягу випуску корпоративних облігацій, а саме – в попередній редакції було визначено, що обсяг емісії облігацій не повинен був перевищувати 25 % статутного капіталу підприємств, в новій редакції обсяг емісії може становити суму, яка не перевищує трикратного розміру власного капіталу або розміру забезпечення, що надається з цією метою третіми особами [216].

Дані зміни можуть суттєво вплинути на обсяги емісії корпоративних облігацій суб’єктів господарювання реального сектора економіки. Крім того, необхідно враховувати і той факт, що на сьогодні іноземні учасники на даному ринку представлені в основному через свої дочірні банки, а з врахуванням зростаючого інтересу іноземного капіталу до вітчизняної банківської системи в стратегічному періоді можна очікувати їх появу на ринку андеррайтингу.

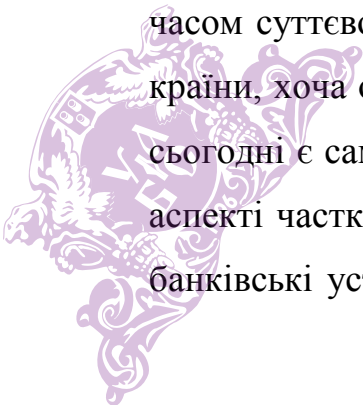
Серйозним сегментом фінансового ринку, на якому банки можуть досить активно провадити свою діяльність, є ринок похідних цінних паперів. Саме операції на цьому ринку дозволять банкам проводити страхування своїх ризиків. На жаль, на сьогодні ринок деривативів в Україні розвинений слабо, а відповідно і доходи, що можуть отримувати банки від проведення таких операцій, є досить несуттєвими. В даному напрямку роботи банків на фінансовому ринку суттєво може посилитись робота при більшому поширенні операцій сек’юритизації. Обмін активів або грошових потоків на цінні папери є досить серйозною альтернативою кредитним ресурсам. За допомогою операцій сек’юритизації банківська установа або фінансова компанія може перетворити активи з невисоким рівнем ліквідності на цінні папери, що можуть досить ефективно бути розміщені на фінансовому ринку і забезпечити надходження додаткового капіталу. Сек’юритизація особливо приваблива



для банківських установ, що мають проблеми з капіталізацією, оскільки вона дозволяє суттєво знизити ризик активів, зокрема кредитів з високим рівнем ймовірності дефолту.

Даний інструмент є досить популярним як на європейському, так і на американському ринку капіталу, а також в цілому ряді країн, що розвиваються, зокрема в Росії. Так за даними агентства Moody's у 2006 році в Росії обсяги випуску сек'юритизованих цінних паперів збільшились у 17,5 раза і становили 3,46 млрд. дол. В Україні на сьогодні лише два банки випустили боргові папери забезпечені активами: ЗАТ "КБ "ПриватБанк" на суму 180 млн. дол. та "Дельта Банк" – 100 млн. дол. Слід зазначити, що в зарубіжній практиці для сек'юритизації найчастіше використовують іпотечні кредити, під заставу яких випускають цінні папери, забезпечені іпотекою. З врахуванням того, що в останні роки кредити на купівлю житла мали досить високі темпи зростання, можна очікувати, що найближчим часом суттєво зростуть і операції сек'юритизації, особливо у банків, що мають провідні позиції з кредитування іпотеки.

Таким чином, проаналізувавши ситуацію на грошово-кредитному ринку як складовому елементі фінансового ринку країни, можна зробити такі висновки: по-перше, даний сегмент відзначається суттєвими темпами зростання як за кредитною масою, так і за депозитною масою, що свідчить про провідну роль банківських установ на фінансовому ринку країни; по-друге, проведений аналіз свідчить про те, що грошовий ринок країни є кредитоорієнтованим, оскільки у структурі активів банківських установ переважають саме кредити, надані в економіку; по-третє, суттєво змінюється структура кредитних ресурсів за термінами, а саме – позитивним моментом є те, що останнім часом суттєво зростає частка довгострокових кредитів, наданих в економіку країни, хоча основними споживачами довгострокових кредитних ресурсів на сьогодні є саме фізичні особи. Є підстави стверджувати, що у стратегічному аспекті частка суб'єктів господарювання буде значно більшою; по-четверте, банківські установи відіграють важливу роль у розвитку фінансового ринку



країни, а саме – ринку капіталу, оскільки вони є активним учасниками даного ринку і є емітентами та торговцями як державними, так і корпоративними цінними паперами, є лідерами в здійсненні андеррайтингу як власних цінних паперів, так і цінних паперів, емітованих суб'єктами господарювання реального сектора економіки; по-п'яте, банки починають нарощувати обсяги операцій сек'юритизації, що в свою чергу сприятиме становленню ринку похідних фінансових інструментів, який на сьогодні в Україні знаходиться фактично на стадії становлення.

Таким чином, проведений нами аналіз стану грошового ринку України дозволяє зробити висновок, що фінансовий ринок в основному має банкоцентричний характер, обумовлений провідною роллю банківської системи в його розвитку.

2.3. Сучасний стан та перспективи розвитку ринку капіталу

Розвиток фінансового ринку в цілому, складовим елементом якого є крім грошового ринку і ринок капіталу, є важливим компонентом ринкових перетворень, що відбуваються в країні. На наш погляд, ринок капіталу включає в себе ринок акцій та ринок боргових цінних паперів. Ринок капіталу відрізняється від інших фінансових ринків, наприклад, грошового ринку, що спеціалізується на короткострокових активах, і ринку похідних фінансових інструментів, що пропонує контракти на деривативи. На ринку капіталу формується попит та пропозиції на середньо- та довгострокові ресурси і він включає в себе ринок акцій та ринок облігацій. Виходячи з цього ринок капіталу повинен виконувати цілий ряд важливих функцій, таких як:

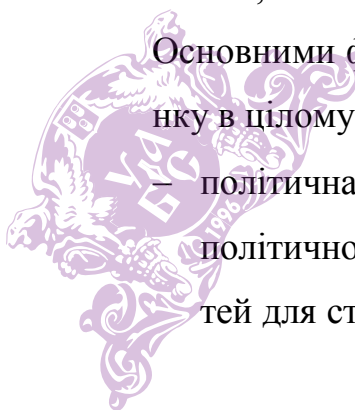
— здатність акумулювати тимчасово вільні кошти домогосподарств та суб'єктів господарювання та перетворювати і перерозподіляти їх з метою інвестування в різні галузі економіки;

- концентрація коштів, тобто створення умов для об'єднання незначних сум тимчасово вільних фінансових ресурсів домогосподарств та суб'єктів господарювання в значні за обсягами (концентровані) грошові потоки;
- ринкове збалансування попиту та пропозиції капіталу (вплив на економіку “невидимої руки ринку” за Адамом Смітом);
- оптимізація регіональної та галузевої структури капіталу шляхом переливу капіталу із галузей та регіонів, де є його надлишок, до галузей та регіонів, де відчувається його нестача (за принципом “сполучених судів”);
- перерозподіл ризиків в економіці;
- створення конкурентних умов для банківської системи, зокрема банківського кредитування суб'єктів господарювання;
- економія витрат обігу, покращення взаєморозрахунків суб'єктів господарювання, зниження заборгованості, покращення товарообороту;
- оцінка бізнесу та ефективності використання ресурсів суб'єктами господарювання, формування відповідного інформаційного середовища, що спонукає до підвищення ефективності управління суб'єктів господарювання, зокрема і рівня фінансового менеджменту, який саме відповідає за ефективне використання фінансових ресурсів у межах підприємства;
- сприяє розвитку місцевого самоврядування шляхом використання механізму емісії облігацій місцевої позики;
- створення умов для інтеграції до світового фінансового ринку, шляхом запровадження світових стандартів функціонування фінансового ринку в цілому та ринку капіталу зокрема.

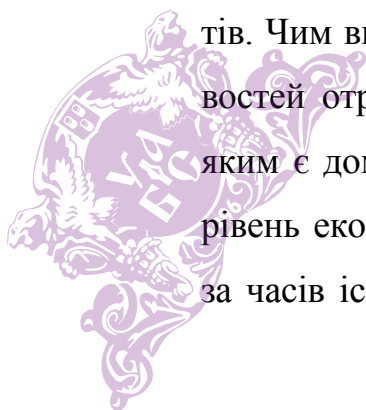
Фінансовий ринок в цілому і ринок капіталу зокрема є складною системою, яка знаходиться під впливом як зовнішніх, так і внутрішніх факторів.

Основними факторами, що впливають на функціонування як фінансового ринку в цілому, так і ринку капіталу зокрема, є:

- політична та соціальна стабільність суспільства – чим більш високий рівень політичної та соціальної стабільності в суспільстві, тим більше можливостей для створення масштабного ринку капіталу, на якому присутні як внут-

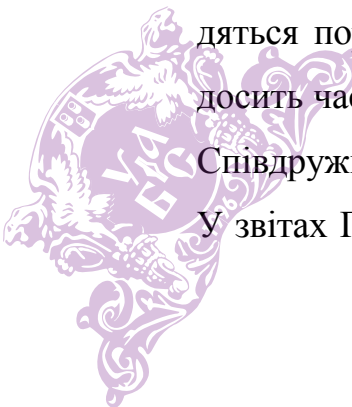


- рішні, так і зовнішні інвестори. І навпаки, чим частіше відбуваються зміни в політичній ситуації в країні та нестабільна соціальна ситуація в суспільстві, тим більше схильність до формування в країні фрагментарного ринку капіталу з високим рівнем ризику, низьким рівнем захисту прав інвестора, незначного за своїми масштабами та спекулятивного за своїм характером;
- структура власності – визначає систему економічних інтересів у країні, і, відповідно, попит на цінні папери та структуру ринку. В даному випадку є певні суперечності в дії даного фактора на ринок капіталу, що проявляється в такому. Якщо в країні складається ситуація, коли є суттєве переважання крупних власників та їх економічних інтересів, – це призводить до стискування ринку капіталу та спрощення його структури, оскільки, як правило, великі власники зацікавлені в отриманні суттєвих інвестицій, але за умови, що це не призводить до перерозподілу власності. З іншого боку, якщо в країні створена ситуація з “розпиленням прав власності”, як, до речі, це було в Україні внаслідок проведення масової безкоштовної приватизації, то це призводить до відсутності у значної кількості власників серйозного економічного інтересу та економічного стимулу щодо інвестування коштів, а отже, і появи серйозного інвестора на ринку капіталу. Але при цьому наявність дрібних власників сприяє появі різноманітних товарів на ринку капіталу, ускладненню його структури. Для ефективного розвитку фінансового ринку необхідно, щоб структура власності в країні мала як власників, які мають значний обсяг капіталу в своєму розпорядженні, так і дрібних власників, що дозволить сформувати оптимальну структуру ринку капіталу в країні;
 - рівень економічної грамотності населення та довіри до фінансових інститутів. Чим вище рівень економічної грамотності в країні, тим більше можливостей отримати для ринку капіталу серйозного та потужного інвестора, яким є домогосподарства. На сьогодні необхідно зазначити, що в Україні рівень економічної грамотності населення не достатньо високий, оскільки за часів існування командно-планової економіки фактично було два мож-



ливі варіанти розміщення тимчасово вільних фінансових ресурсів для населення – вкладення коштів на ощадну книжку Ощадного банку СРСР, а також придбання державних облігацій. В інституційній структурі фінансово-кредитної системи колишнього СРСР був присутній лише один елемент – банківська система, але й та обмежена і не достатньо ефективна. Інших інституційних елементів, які можна було б трансформувати у систему фінансового ринку, просто не існувало. За таких умов комерційні банки історично стали інституційною основою організації фінансового ринку в Україні. Вони зайняли провідне місце на фінансовому ринку як універсальні посередники, що здійснюють фінансування у різноманітних формах та видах з використанням усіх можливих фінансових інструментів. Незважаючи на те, що різні події підірвали довіру до фінансових інститутів, на сьогодні можна відзначати, що все-таки відроджується довіра і до фінансових установ, оскільки рівень депозитів фізичних осіб у банківській системі поступово зростає і більш звичними стають операції з цінними паперами в країні;

- фінансова глибина та фінансова структура макроекономіки;
- приналежність до розвинутого ринку чи до ринку, що формується. Залежно від того, як класифікується ринок, він характеризуватиметься різними значеннями показників. Так ринки, що формуються, до яких належить і український ринок, характеризується значно меншою насиченістю фінансовими інструментами, більш високими ризиками та волатильністю, значно меншими обсягами та ліквідністю;
- регіональна приналежність ринку. Вплив даного фактора проявляється в тому, що залежно від того, в якому регіоні знаходиться ринок, його відповідно розглядають та аналізують, порівнюючи з ринками країн, що знаходяться поряд. Так фінансовий ринок в цілому та ринок капіталу України досить часто аналізують порівнюючи з ринком країн, що входять до складу Співдружності Незалежних Держав, – Росії, Білорусії, Казахстану та інших. У звітах ПФТС фондовий ринок України порівнюють з аналогічними рин-



ками країн, що входять до групи Frontier Market, а саме: Румунії, Хорватії, Словенії, Болгарії, Литви, Естонії, Словаччини, Латвії;

- світові ціни на енергоносії. На сучасному етапі розвитку світової економіки ціни на енергоносії багато в чому визначають рівень економічного розвитку країн і відповідно по-різному впливають залежно від того, чи належить країна до групи країн, що імпортують енергоносії, і відповідно є енергетично залежною країною, чи країна належить до групи країн, що експортують енергоносії, і відповідно тоді ціни на енергоносії багато в чому визначають можливість створення сприятливих умов для розвитку як народного господарства в цілому, так і ринку капіталу зокрема;
- економічна та фінансова політика держави безпосередньо впливає на розвиток ринку капіталу і через економічні та адміністративні важелі впливу може як прискорювати, так і уповільнювати розвиток ринку в країні.

Необхідно зазначити, що обсяги, в яких здійснюють емісію цінних паперів емітенти в Україні, досить сильно різняться, щоб довести це ми проаналізуємо стан ринку капіталу в Україні на сучасному етапі його розвитку (табл. 2.6).

Таблиця 2.6

**Обсяги зареєстрованих випусків цінних паперів в Україні, млн. грн.
(за даними ДКЦПФР)**

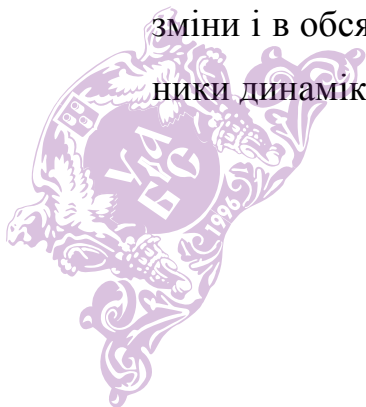
Цінні папери	Рік					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Акції	21921	12796	18022	28336	24815	43540
Облігації підприємств	694	4275	4242	4107	12748	22070
Облігації місцевих позик	0	0	150	45	350	84
Опціони	58	17	100	112	161	17
Інвестиційні сертифікати ПФ	0	0	965	2008	23060	16610
Акції КІФ	0	0	143	150	837	1530
Сертифікати фонду операцій з нерухомістю	0	0	0	0	21	216
Разом	22673	17089	23622	34758	61992	84067

Як бачимо, протягом аналізованого періоду обсяг зареєстрованих випусків цінних паперів суттєво збільшився в 2006 році порівняно з 2001 роком більш ніж в 3,7 раза. Але в 2002 році показники випуску цінних паперів дещо погіршились і порівняно з 2001 роком скоротились на 5584 млн. грн., що становить 25 % від обсягу попереднього року.

Слід відзначити, що ринок капіталу в Україні відрізняється незначною різноманітністю цінних паперів. Найбільш розповсюдженими є акції та облигації підприємств. Починаючи з 2003 року, з'являються облигації місцевих позик, але їх обсяг є несуттєвим і значно коливається протягом 2003-2006 років то збільшуючись, то суттєво зменшуючись. Досить значні за обсягом є випуски інвестиційних сертифікатів пайових інвестиційних фондів, які почали випускатись з 2003 року, і до 2006 року їх обсяг збільшився в 17 разів, а порівняно з 2005 роком – в 24 рази.

У 2005 році вперше Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку зареєстровано випуск сертифікатів фонду операцій з нерухомістю ТОВ “Нова фінансова компанія” на суму 21 млн. грн. А вже в 2006 році зареєстрований обсяг даного виду цінних паперів склав 216 млн. грн., тобто в 10 разів більше від попереднього періоду. Слід зазначити, що незначну частку в обсязі випущених цінних паперів становлять опціони, незважаючи на те, що їх емітують протягом тривалого періоду. Динаміка обсягу випуску опціонів з 2001 по 2005 рік мала стійку тенденцію до зростання, і якщо взяти 2002 рік, коли обсяг був мінімальним – 17 млн. грн., і порівняти з 2005 роком – 161 млн. грн., то обсяг збільшився майже в 10 разів, але в 2006 році обсяг випуску опціонів знизився до рівня 2002 року і склав знову 17 млн. грн.

Оскільки протягом аналізованого періоду відбулись достатньо суттєві зміни і в обсязі, і в структурі, то доцільно більш повно проаналізувати показники динаміки випуску цінних паперів (табл. 2.7).



Таблиця 2.7

Показники динаміки випуску цінних паперів в Україні (складено за даними ДКЦПФР)

Цінні папе- ри	Обсяг випуску, млн. грн.						Темп зростання, %						Структурні зміни, %					
	Рік						Рік						Рік					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Акції	21921	12796	18022	28336	24815	43540	142	58	141	157	88	175	90	-164	81	93	-13	85
Облігації підприємств	694	4275	4242	4107	12748	22070	993	616	99	97	310	173	9	64	-1	-1	32	42
Облігації місцевих позик	0	0	150	45	350	84	0	0	-	30	778	24	0	0	2	-1	1	-1
Опціони	58	18	100	112	161	17	250	31	563	113	143	10	1	-1	2	0,0	0,0	-1
Інвестиційні сертифікати ПФ	0	0	965	2008	23060	16610	0	0	-	208	1148	72	0	1	0	9	77	-29
Акції КІФ	0	0	143	150	837	1530	0	0	-	105	557	183	0	0	2	0,0	3	3
Сертифікати ФОН	0	0	0	0	21	216	0	0	0	0	-	1029	0	0	0	0	0,0	1
Разом	22673	17089	23622	34758	61992	84067	145	75	138	147	178	136	X	X	X	X	X	X

Результати проведених розрахунків, що характеризують динаміку показників випуску цінних паперів та структурних змін, свідчать про те, що ситуація на ринку визначається перш за все випуском акцій. Але протягом 2001-2006 років показники динаміки випуску акцій є нестабільними. Так темпи зростання випуску акцій постійно коливаються. Протягом 2003-2004 років відбувалось зростання обсягів випусків, але в 2005 році знову зниження темпів до 88 %, а протягом 2006 року відбулось суттєве поживлення в даному напрямку.

Слід зазначити, що структура випуску цінних паперів протягом тривалого часу визначалась саме акціями (рис. 2.9). Так протягом 2001-2004 років питома вага випуску акцій від загального обсягу емісії цінних паперів становила від 74,87 до 96,7 %, середнє значення даного показника становило для даного періоду 82,6 %. Розрахований коефіцієнт кореляції для періоду 2001-2004 років становив 0,94, тобто між емісією акцій та загальним обсягом емісії в цей час існував найтісніший, наближений до функціонального, зв'язок.

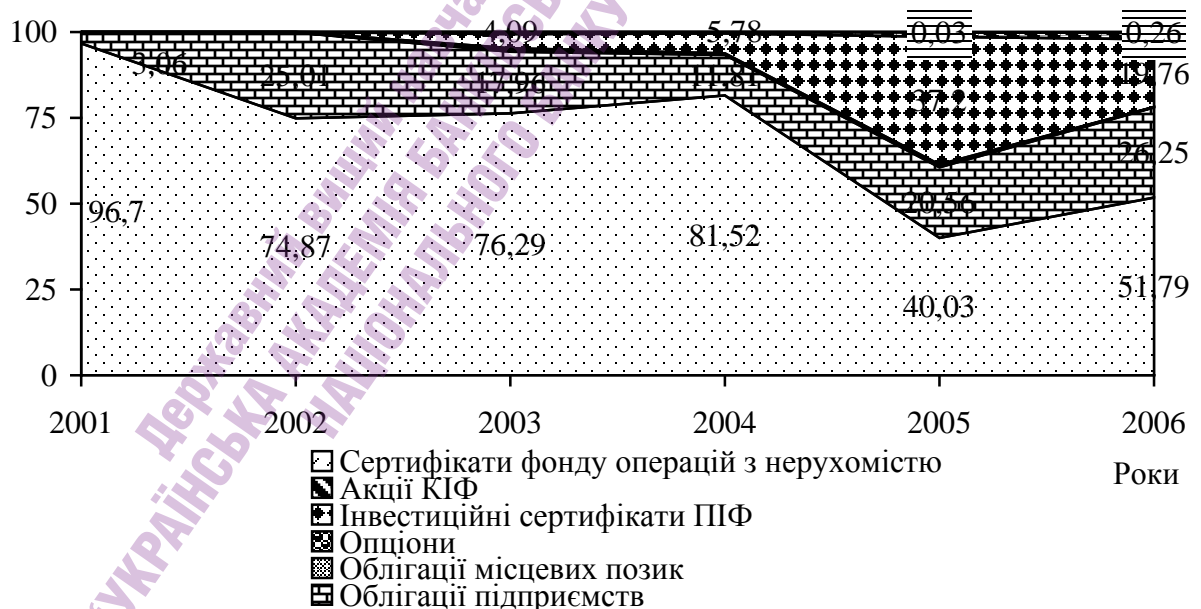


Рис. 2.9 Структура випуску цінних паперів в Україні (за даними ДКЦПФР)

Результати проведених розрахунків, що характеризують динаміку показників випуску цінних паперів та структурних змін, свідчать про те, що си-

туація на ринку визначається перш за все випуском акцій. Але протягом 2001-2006 років показники динаміки випуску акцій є нестабільними. Так темпи зростання випуску акцій постійно коливаються. Протягом 2003-2004 років відбувалось зростання обсягів випусків, але в 2005 році знову зниження темпів до 88 %, а протягом 2006 року відбулось суттєве поживлення в даному напрямку.

Слід зазначити, що структура випуску цінних паперів протягом тривалого часу визначалась саме акціями (рис. 2.9). Так протягом 2001-2004 років питома вага випуску акцій від загального обсягу емісії цінних паперів становила від 74,87 до 96,7 %, середнє значення даного показника становило для даного періоду 82,6 %. Розрахований коефіцієнт кореляції для періоду 2001-2004 років становив 0,94, тобто між емісією акцій та загальним обсягом емісії в цей час існував найтісніший, наближений до функціонального, зв'язок.

Розрахований коефіцієнт детермінації за аналізований період свідчить про те, що на 88,4 % загальний обсяг емісії цінних паперів залежить від обсягу емісії акцій. Але в 2005 та 2006 роках структура ринку капіталу починає кардинально змінюватись, досить серйозного значення набуває і емісія облігацій підприємств, і емісія інвестиційних сертифікатів пайових інвестиційних фондів. Відповідно за цей проміжок часу розрахунок коефіцієнта кореляції свідчить про зниження залежності загального випуску від випуску акцій: він скоротився з 0,94 до 0,88, відповідно знизилось і значення коефіцієнта детермінації до 77,6 %, тобто порівняно з минулими роками рівень залежності емісії виключно від акцій скоротився на 10,8 %.

Дані розрахунки можуть бути підтвердженими показниками структурних змін емісії цінних паперів в Україні протягом 2001-2006 років (див. табл. 2.7). На зміни в обсязі та структурі емітованих цінних паперів найбільший вплив протягом аналізованого періоду мали випуски акцій і, в деякі періоди, облігацій підприємств. У 2005-2006 роках відбулись достатньо серйозні зрушення у структурі, обумовлені, зокрема і появою нових цінних паперів. Так у 2005 році основними видами цінних паперів, що вплинули на структурні

зрушення у випуску, були не акції – вони вплинули на випуск лише на 13 %, і цей вплив був негативний, а облігації підприємств, за рахунок яких обсяг випуску цінних паперів збільшився на 33 %, основний обсяг випуску був забезпечений інвестиційними сертифікатами пайових інвестиційних фондів. Даний вид цінних паперів за класифікаційними ознаками є пайовими цінними паперами наряду з акціями. Отже, незважаючи на скорочення частки акцій, зростання частки інвестиційних сертифікатів пайових інвестиційних фондів призвело до того, що питома вага пайових цінних паперів, якими згідно із Законом України “Про цінні папери та фондовий ринок” є акції та інвестиційні сертифікати, становив у 2005 році більше 77 %, а у 2006 році – 71,5 %. Тобто для ринку капіталу України характерним є домінування ринку пайових цінних паперів, що надають право власності.

У 2006 році на зростання обсягу випуску цінних паперів знову найсуттєвіший вплив мали саме акції – вони на 85 % забезпечили зростання обсягу випуску, а також облігації підприємств, які забезпечили зростання на 42 %.

Відповідно у 2005-2006 роках серйозно змінюється структура випуску в цілому – питома вага акцій у загальному обсязі випуску скоротилась вдвічі з 81,5 до 40 %, при цьому частка облігацій підприємств збільшилась майже в два рази – з 11,8 до 20,6 %. Значну питому вагу в 2005 та 2006 роках мали інвестиційні сертифікати пайових інвестиційних фондів – 37 та 20 % відповідно.

Можна зробити висновок, що структура цінних паперів, які випускаються в Україні, поступово ускладнюється, а отже, створюються певні умови диверсифікації розміщення тимчасово вільних фінансових ресурсів. Крім того, на початку 2006 року було прийнято два важливі для розвитку ринку капіталу законодавчі документи, а саме: Закон України “Про іпотечні облігації” та нова редакція Закону України “Про цінні папери та фондовий ринок” [206; 216]. Перший з них має підштовхнути фінансові установи до сек’юритизації своїх активів через спеціальний проміжний механізм (тобто через використання облігацій, забезпечених пулом іпотечних кредитів). Другий закон ви-

магає більшого розкриття фінансової інформації від емітентів, чиї цінні папери представлені на біржах, та передбачає ефективніші процедури відкритого і закритого розміщення цінних паперів.

Важливими показниками розвитку ринку капіталу є обсяги торгів цінними паперами. Слід зазначити, що загальний обсяг торгів цінними паперами має стійку тенденцію до зростання. (табл. 2.8), якщо в 2000 році обсяг торгів становив лише 39,22 млрд. грн., то уже в 2006 році – 492,78 млрд. грн., тобто обсяг торгів зріс в 12,5 разів.

Таблиця 2.8

**Показники обсягу торгів цінними паперами в Україні
(за даними ДКЦПФР)**

Показник	Рік					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Загальний обсяг торгів на фондовому ринку, млрд. грн.	68,48	108,61	202,96	321,27	403,77	492,78
в тому числі на організованому ринку, млрд. грн.	9,2	6,5	3,5	9,4	16,4	29,1
Питома вага торгів на організованому ринку до загального обсягу торгів, %	13,4	6,0	1,7	2,9	4,1	5,9
Темп росту загального обсягу торгів, %	174,6	158,6	186,9	158,3	125,7	122,1
Темп росту торгів на організованому ринку, %		70,7	53,9	268,6	174,5	177,4

Як відомо, ринок капіталу поділяється на організований та неорганізований ринки. Організований фондовий ринок в Україні представлений фондовими біржами та торговельно-інформаційними системами. Станом на кінець 2006 року в Україні мають ліцензію на здійснення діяльності з організації торгівлі 8 фондових бірж, а саме: Київська міжнародна фондова біржа, Кримська фондова біржа, Придніпровська фондова біржа, Українська міжбанківська валютна біржа, Українська міжнародна фондова біржа, Українська фондова біржа, Фондова біржа “ІННЕКС”, Дочірнє підприємство “Фондова біржа ПФТС”; та 2 торговельно-інформаційні системи: товариство з обмеженою ві-

дповідальністю “Торговельно-інформаційна система “Перспектива” та дочірнє підприємство Асоціації “Південноукраїнська торговельно-інформаційна система” – “Південь-Сервер”.

Зосередження обігу цінних паперів на організаторах торгівлі має суттєве значення для функціонування ринку капіталу, зокрема, для підвищення його відкритості, ліквідності, інвестиційної ефективності, збільшення кількості укладених угод, що, в свою чергу, призведе до збільшення податкових надходжень до бюджету. Вирішення проблеми попиту та пропозиції історично привело до необхідності зосередження угод купівлі-продажу цінних паперів на організаційно оформлених ринках з метою зменшення ризиків, пов’язаних з непередбачуваним коливанням цін.

Досвід показує, що торгівля цінними паперами на провідних біржах світу вважається престижною, що свідчить про високий рівень інвестиційної привабливості підприємства-емітента і при цьому вимагає від нього фінансових витрат для проходження процедури лістингу.

На жаль, ситуація в Україні – інша. Заохочувальні заходи організаторів торгівлі не сприяють концентрації угод купівлі-продажу цінних паперів на організованому ринку. На фоні суттєвого зростання загального обсягу торгів, обсяг торгів на організованому ринку є досить незначним, і якщо загальний обсяг торгів зріс в 12,5 раза, то обсяг торгів на організованому ринку зріс лише в 3,2 раза. В 2006 році питома вага торгів на організованому ринку становить лише 5,9 %. Найвищий показник зафіксовано в 2001 році – 13,4 %, а найменший – в 2003 році 1,7 %.

Одним із важливих показників розвитку фінансового ринку країни є співвідношення загального обсягу торгів ринку капіталу до обсягу валового внутрішнього продукту (рис. 2.10). Необхідно зазначити, цей показник поступово зростає порівняно з 2000 роком на 75,1 %, тобто більше ніж в три ра-

зи.

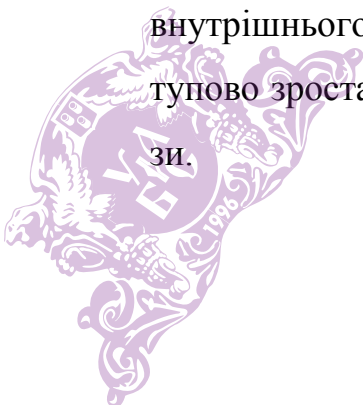




Рис. 2.10. Динаміка показників обсягу торгів цінними паперами в Україні
(за даними ДКЦПФР)

На фоні загального зростання обсягів торгів темпи зміни цього показника дещо нестабільні і останнім часом хоча і знаходяться на рівні вище 100 %, але порівняно з 2001-2003 роками поступово зменшуються. Максимальне значення темпів зростання на організованому ринку зафіксовано в 2004 році, але також як і в попередньому випадку в 2005-2006 роках значно знизилась.

Для визначення наявності взаємозв'язків між темпами розвитку організованого ринку та загальними темпами розвитку нами були проведені розрахунки коефіцієнта кореляції, на основі яких можна зробити такі висновки. За період з 2001 по 2005 рік ми мали показники негативної кореляції, що означало, що між загальним обсягом торгів цінними паперами та обсягом торгів на організованому ринку існувала обернена залежність – значення коефіцієнта кореляції становило $-0,57$ та $-0,53$, підтвердженням оберненої залежності є графік, поданий на рис. 2.11.

Як бачимо, у 2003 році існувала кардинально протилежна ситуація – на фоні зростання загального обсягу торгів обсяг торгів на організованому ринку навпаки знизився, а в 2004 році ситуація склалася повністю навпаки – темп загального обсягу торгів знизився, а темп організованих торгів – навпаки зріс.

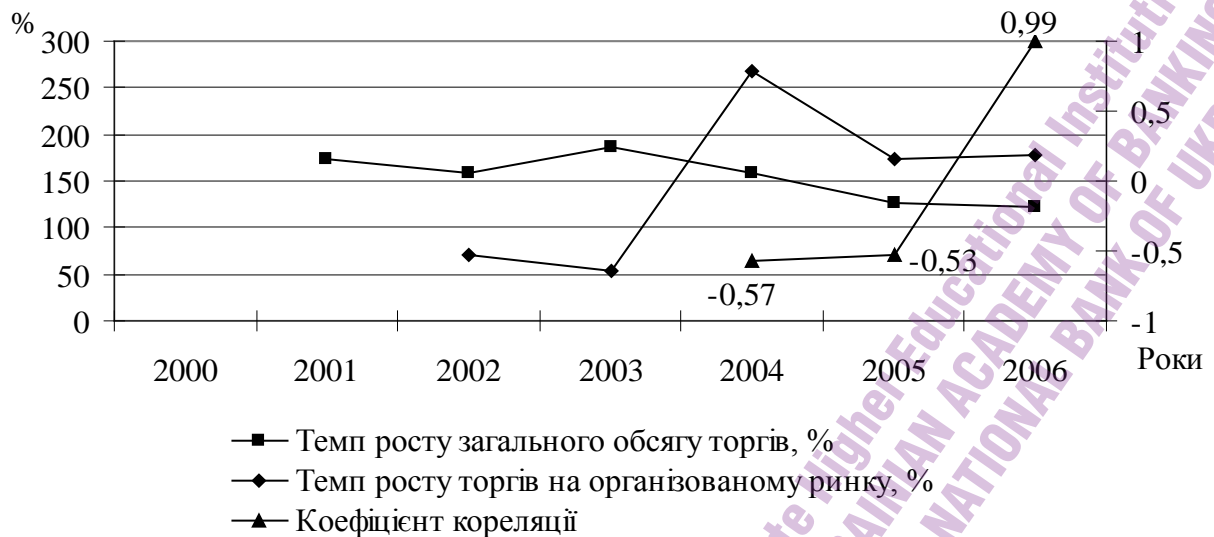
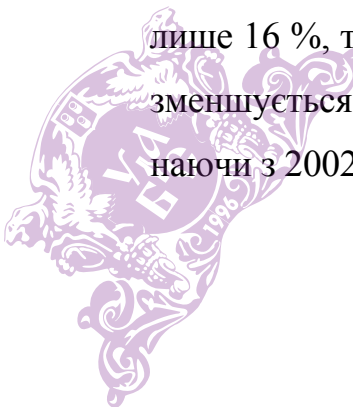


Рис. 2.11. Динаміка темпів зростання загального обсягу торгів та торгів на організованому ринку (за даними ДКЦПФР)

Коефіцієнт детермінації темпів зміни обсягу торгів в 2004 році становив лише 0,33, він свідчить про те, що темпи зміни обсягу торгів на організованому ринку лише на 33 % були обумовлені поведінкою темпів зміни загального обсягу торгів. Відповідно в 2005 році цей показник був ще меншим і становив лише 28 %. Але в 2006 році ситуація дещо змінилась і зміни обсягів торгів на організованому ринку та загального обсягу відбувались односпрямовано. Значення коефіцієнта кореляції становило 0,99, що означає наявність функціональної залежності – тобто кожному значенню показника темпу зміни загального обсягу строго відповідає значення показника організованого ринку, а коефіцієнт детермінації цього періоду становив 98 %.

Слід зазначити, що у структурі торгів за видами цінних паперів переважають акції та векселі (рис. 2.12). При цьому протягом 2001-2006 років питома вага акцій поступово зростає, і якщо в 2001 році обсяг торгів акціями становив лише 16 %, то в 2006 році – майже 46 %. Натомість частка векселів поступово зменшується, поступаючись акціям та облігаціям підприємств. Останні, починаючи з 2002 року, поступово нарощують обсяги реалізації.



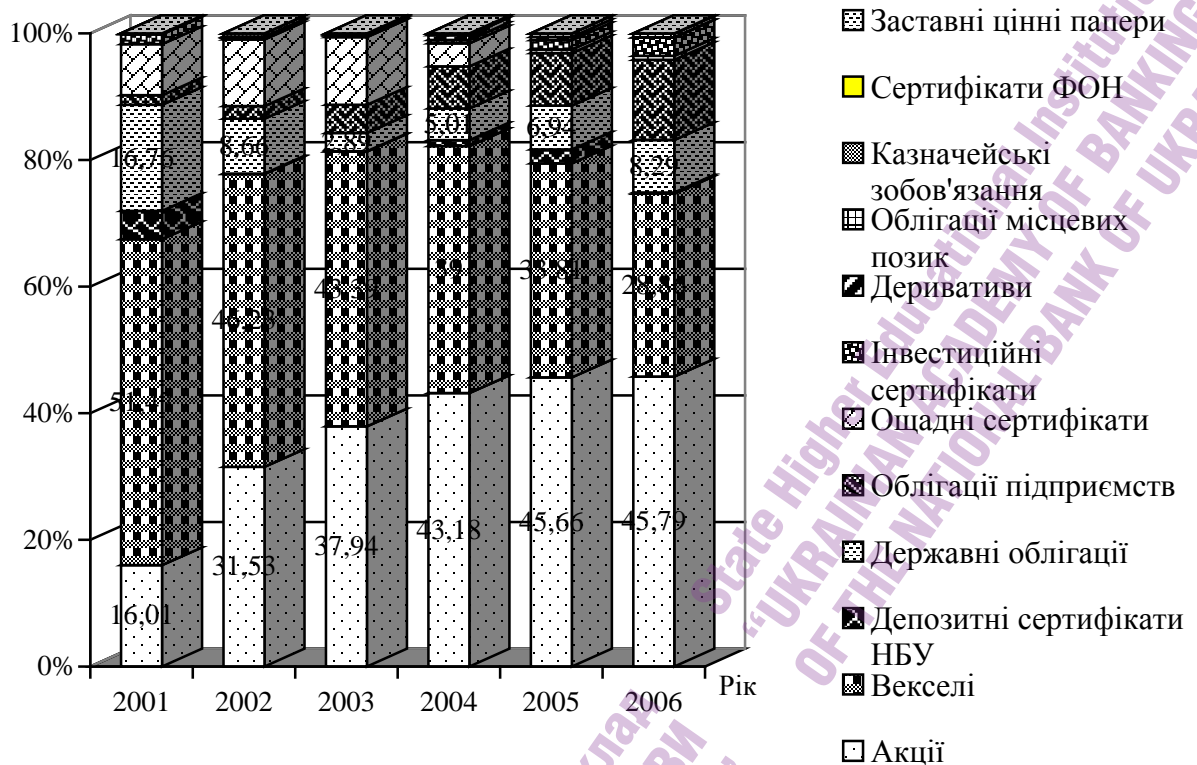


Рис. 2.12. Структура торгів за видами цінних паперів
(за даними ДКЦПФР)

Крім того, починаючи з 2003 року, поступово поживається робота і з державними облігаціями, їх питома вага зростає з 2,9 % у 2003 році до 8,3 % у 2006 році. За структурою торгів ринок є досить різноманітним, але має фрагментарний характер, що відзначають більшість фінансових аналітиків ринку та науковців.

Необхідно також звернути увагу на той факт, що у зв'язку з низьким рівнем ліквідності та прозорості фінансового ринку країни потужні підприємства-емітенти намагаються залучати кошти для розширеної діяльності на своїх підприємствах шляхом розміщення своїх нових емісій цінних паперів на зовнішніх ринках, емітуючи як акції, так і єврооблігації. Все це призводить до ситуації, коли втрачається серйозна можливість напрацьовувати доходи в межах країни та підвищувати роль і значення фінансового ринку.

Зміна у структурі торгів різними видами цінних паперів протягом аналізованого періоду була обумовлена перш за все операціями купівлі продажу

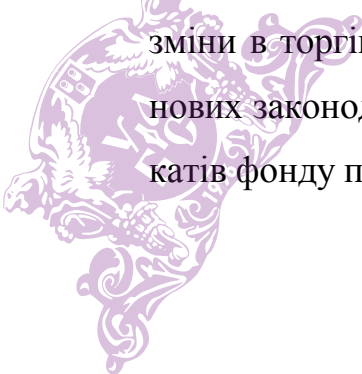
акцій, саме цей цінний папір забезпечив близько 50 % структурних зрушень (табл. 2.9).

Таблиця 2.9

Динаміка показників структурних змін та темпів зростання торгів цінними паперами в Україні (за даними ДКЦПФР)

Види цінних паперів	Структурні зміни, %					Темп зростання, %				
	Рік					Рік				
	2002	2003	2004	2005	2006	2002	2003	2004	2005	2006
Акції	49,6	45,3	52,2	56,7	46,3	365,8	224,8	180,2	129,6	125,5
Векселі	40,1	40,1	31,5	10,8	9,2	166,8	175,4	142,3	106,2	106,8
Депозитні сертифікати НБУ	-5,0	0,0	2,5	7,7	-7,6	3,8	110,0	2754,6	282,8	12,6
Державні облигації	-0,8	-3,8	8,7	15,5	13,7	96,0	62,3	274,9	169,6	149,5
Облігації підприємств	2,5	7,3	10,4	15,7	30,1	242,7	417,1	236,2	153,3	191,2
Ощадні сертифікати	13,4	10,9	-8,4	-12,9	0,7	242,3	190,3	54,1	20,2	130,8
Інвестиційні сертифікати	-1,2	0,2	1,1	5,5	8,6	35,6	143,8	380,4	326,9	248,9
Деривативи	0,2	0,1	1,8	-0,5	-1,8	190,0	163,2	771,0	84,5	12,9
Облігації місцевих позик	0,00	0,2	0,7	1,7	0,6	0,00	0,00	612,5	227,5	127,8
Казначейські зобов'язання	1,1	-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,0	48,2	0,0	0,0	0,0
Сертифікати ФОН	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Заставні цінні папери	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Разом	100	100	100	100	100	185,7	186,9	158,4	122,5	125,2

Суттєвий вплив протягом 2002-2004 років у структурних змінах мали векселі, але в 2005 та 2006 роках їх вплив значно зменшився. В 2006 році значну роль у торгах відігравали облигації підприємств, які на 30 % забезпечили зміни в торгівлі цінними паперами в Україні. Слід відзначити, що прийняття нових законодавчих документів призвело до появи у структурі торгів сертифікатів фонду по операціях з нерухомістю та заставних цінних паперів.



Звертає на себе увагу уповільнення темпів зростання обсягу торгів. Так, якщо в 2002 році порівняно з попереднім періодом темп зростання становив 185,7 %, а в 2003 році – 186,9 %, то в наступні роки темп зростання суттєво уповільнюється і в 2006 році складає лише 125,2 %. Перш за все це пов'язано з уповільненням темпів зростання операцій з акціями та векселями.

Хоча обсяг операцій суттєво зростає, але темпи зростання значно уповільнюються. Можна було б зробити висновок про те, що ринок насичується цінними паперами, але даний висновок не є об'єктивним, оскільки реально ринок представлений незначною кількістю активів різних емітентів.

Таким чином, проаналізувавши стан розвитку ринку капіталу в Україні, можна зробити такі висновки:

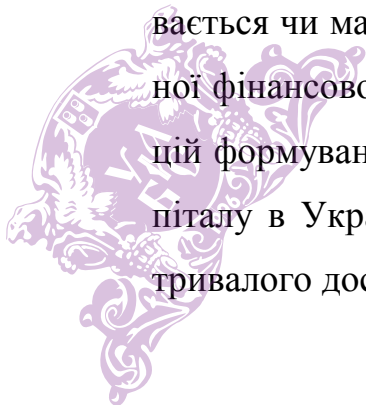
- ринок капіталу має досить серйозні темпи зростання за період з 2000 по 2006 рік більше ніж в 3,7 рази;
- для ринку капіталу України характерним є домінування ринку пайових цінних паперів, що надають право власності, їх частка протягом аналізованого періоду більше 70 %;
- структура цінних паперів, що випускаються в Україні, поступово ускладнюється, а отже, створюються певні умови диверсифікації розміщення тимчасово вільних фінансових ресурсів;
- на сучасному етапі розвитку домінуючим є неорганізований ринок, хоча в 2006 році частка торгів на організованому ринку поступово збільшується, чому, можливо, певною мірою сприяло прийняття в 2006 році нової редакції Закону України “Про цінні папери та фондовий ринок”, але остаточні висновки можна буде зробити через певний проміжок часу.



2.4. Вдосконалення механізму інвестування реального сектору економіки з метою формування стратегії розвитку фінансового ринку

Як було зазначено вище, фінансовий ринок України належить до ринків, що знаходяться на ранніх стадіях розвитку, і від того, яким чином формуватиметься законодавча база та наскільки стабільною буде економічна та політична ситуація в країні, залежатиме, по-перше, наскільки інтенсивно відбуватиметься його розвиток, по-друге, в якому саме напрямку (маємо на увазі модель – банкоцентрична чи орієнтована на ринок капіталу) він рухатиметься.

Експертиза діючого законодавства дозволила зробити висновок, що в Україні на сучасному етапі виникла певна неузгодженість між діючими законами, які в переважній більшості спрямовані на регулювання ринків цінних паперів та інших фінансових інструментів і відтворюють англійську систему права, та практикою їх функціонування, яка більш характерна для континентальної системи права. Якщо англійська система права орієнтована на народний капітал, де зростання потужності акціонерних корпорацій відбувається за рахунок додаткових випусків акцій, а рівень біржових котирувань корпоративних цінних паперів є свідченням успішності менеджменту та є підставою для прийняття відповідних рішень акціонерів у процесі управління, то континентальна система права передбачає концентрацію великих (контрольних) пакетів акцій у небагатьох власників. При цьому розвиток акціонерних корпорацій відбувається за рахунок розвинутої та потужної банківської системи, що забезпечує отримання кредитів для їх потреб. Будь-яка країна, що розвивається чи має перехідну економіку, отримує шанс на включення до глобальної фінансової системи лише в разі безумовного врахування новітніх тенденцій формування ринків капіталу. Так званим “природним” шляхом ринки капіталу в Україні не сформуються за браком необхідного часу і відсутності тривалого досвіду функціонування “традиційних” форм ринкових відносин.

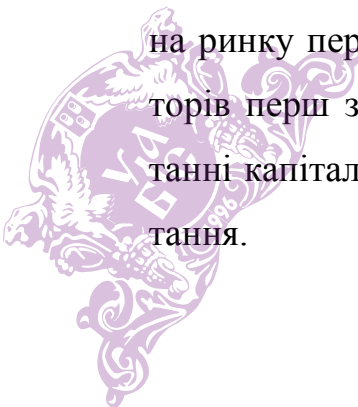


Реалізація як однієї, так і іншої моделі фінансового ринку, тісно пов'язана з процесом інвестування реального сектора економіки – визначальна роль належить банківському кредитуванню чи ринку капіталу. На сучасному етапі розвитку фінансового ринку України нами виділено такі характерні риси:

- відсутність нормального та симетричного розподілу дохідності та цін на цінні папери;
- незначна капіталізація ринку;
- суттєвий вплив макроекономічних факторів;
- повільне пристосування ринку до нової інформації;
- висока волатильність ринку;
- синхронність у русі цін на акції.

Внаслідок коливальних рухів фондових цінностей фінансові ринки являють собою ризикований спосіб інвестування. Даний ризик може бути адекватно оцінений учасниками фінансового процесу в тому випадку, якщо динаміка цін акцій та облігацій, а також рух премії за ризик у ціні фінансових інструментів отримують характер нормального стандартного симетричного розподілу.

Для фінансового ринку України характерною є ситуація невисокого рівня капіталізації. Невисокі кількісні параметри ринків, що розвиваються, не дають можливості повною мірою проявитись загальним закономірностям розвитку фінансового ринку в процесі трансформації тимчасово вільних фінансових ресурсів у капітал. При невисокому рівні капіталізації фінансовий ринок матиме спекулятивний характер. Саме так характеризують фінансовий ринок більшість аналітиків. Підтвердженням цього на нашу думку, є те, що на ринку переважають операції короткострокового характеру, а серед інвесторів перш за все інвестори, що зацікавлені у короткостроковому використанні капіталу. Такі операції не мають суттєвого впливу на економічне зростання.

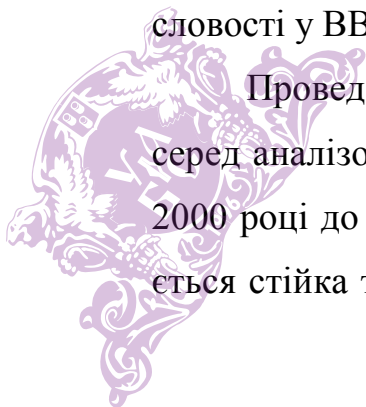


Для більш повного аналізу стану структури валового внутрішнього продукту нами було проаналізовано показники частки промислової продукції в 50 країнах світу, серед яких країни “Великої сімки”, країни з розвинутою ринковою економікою та країни, в яких тільки відбувається формування засад ринкової економіки (Додаток И). Ці країни також різні за географічним місцем розташуванням. Тому, на наш погляд, вибірка є достатньо репрезентативною, і на її основі можна зробити досить об’єктивні висновки стосовно стану економічного розвитку України на сучасному етапі.

В цілому, якщо розглянути показник частки промислової продукції в структурі валового внутрішнього продукту за різними країнами світу, то є очевидним, що Україна знаходиться в одному діапазоні від 41 до 50 % від ВВП разом з такими країнами, як Венесуела, Індонезія, Малайзія, Республіка Корея, Чехія. Слід зазначити, що країни Східної Європи, такі як: Польща, Чехія, Угорщина, а також і Росія, знаходяться в діапазоні від 31 до 40 %. Високий рівень обсягу частки продукції промисловості у структурі ВВП в Україні свідчить про неефективну структуру економіки країни в цілому, про нерозвиненість сфери послуг. Її частка у структурі ВВП становила в 2005 році близько 5 %.

Розраховані нами економіко-статистичні показники дозволяють зробити такі висновки. В розглянутих країнах існує досить значний розмах варіації за показником частки промисловості. У валовому внутрішньому продукті країни і протягом аналізованого періоду вона поступово зростає із 35 % у 2000 році до 40 % у 2005 році, але в 2004 році спостерігалось максимальне значення – 42 %. Найменшу частку (до 20 %) мають такі країни, як Гонконг, Греція і Люксембург. Найвище значення показника має Китай, у якого частка промисловості у ВВП складає протягом аналізованого періоду від 50 до 53 %.

Проведений розрахунок показника моди дозволяє стверджувати, що серед аналізованих країн найбільш часто зустрічається показник від 32 % у 2000 році до 26 % у 2005 році. Протягом аналізованого періоду спостерігається стійка тенденція до зниження зазначеного показника. Слід зазначити,



що економічно розвинуті країни світу протягом аналізованого періоду знаходяться саме в межах зазначеного діапазону або незначною мірою відхиляються від нього. Для прикладу: США – 22-27 %, Великобританія – 25-30 %, Німеччина – 26-30 %, Італія – 27-31 %, Канада – 27-33 %, Швейцарія – 29-30 %, Франція – 21-26 %. Відхилення показника для України від зазначеного діапазону є досить значним, протягом аналізованого періоду поступово зростає і становить від 17 до 22 %.

В Україні також спостерігається і достатньо висока питома вага сільськогосподарського виробництва – більше 9 % за період з 2001 по 2005 рік. (Додаток К) Серед проаналізованих нами країн найбільша частка сільськогосподарського виробництва в структурі ВВП спостерігається в Індії – 23-28 %. Україна в даному контексті знаходиться поряд з такими країнами, як Туреччина – частка сільськогосподарського виробництва у ВВП протягом 2000-2005 року знижується від 15 до 11 %, Китай – за аналізований період показник коливається в межах від 17 до 12 %. Для порівняння: у Сполучених Штатах Америки, Великобританії – 1 %, Польщі – 2 %, Австралії, Естонії – 3 %, Угорщині, Мексиці – 4 %, Росії – 5 % – на кінець аналізованого періоду. Тобто в країні необхідно продовжувати проводити макроекономічну політику спрямовану на структурну перебудову економіки. Підвищувати рівень сфери послуг та фінансового посередництва.

Безперечно, що у стратегічному періоді обсяг валового внутрішнього продукту багато в чому залежить від обсягів інвестицій, що здійснюються в економіку країни сьогодні (рис. 2.13).

Слід зазначити, що протягом 2000-2006 років досить часто спостерігалась ситуація, коли розбіжність між темпами зростання інвестицій в основний капітал та темпами зростання обсягів промислового виробництва і валового внутрішнього продукту була досить відчутною. Враховуючи такі суттєві розбіжності в показниках протягом аналізованого періоду, нами були розглянуті трендові значення, що лінійно вирівняли та визначили тенденцію поведінки зазначених показників.



Рис. 2.13. Лінійні тренди темпів приросту реального ВВП, обсягу промислового виробництва та інвестицій в основний капітал в Україні, (за даними Державного комітету статистики)

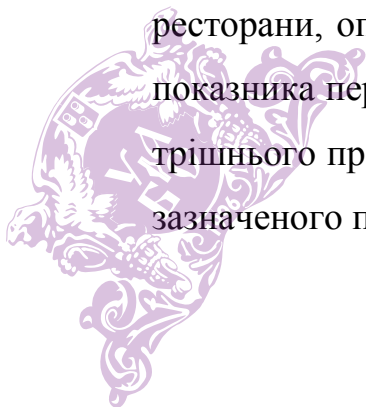
Як бачимо, тенденція в темпах зміни валового внутрішнього продукту протягом аналізованого періоду є достатньо стабільною, а ось темп зміни обсягу промислової продукції є низхідним, незначною мірою, але така ж тенденція спостерігається і по інвестиціях в основний капітал. Така ситуація в майбутньому може призвести до зменшення темпів приросту валового внутрішнього продукту, оскільки залежність між цими показниками достатньо висока.

Поступово починають проводитись операції довгострокового характеру. Саме ці операції слід вважати продуктивними, оскільки саме вони забезпечують приріст у довгостроковому періоді. Цільове використання довгострокового капіталу спрямовано перш за все на оновлення технології виробництва, що створює стабільну основу розвитку реального сектора виробництва. А це, в свою чергу, створює основу конкурентоспроможності як окремих суб'єктів господарювання, так і економіки країни в цілому.

Стосовно даної характерної риси національного фінансового ринку необхідно відзначити, що на сьогодні в економіці країни створюється ситуація, в якій виникає значний попит саме на довгострокові фінансові ресурси. Як було зазначено вище, як банківські установи, так і суб'єкти господарювання реального сектора економіки сьогодні є недокапіталізованими, а отже, для підтримки високих темпів зростання валового внутрішнього продукту в країні найближчим часом повинні суттєво зрости обсяги довгострокових фінансових ресурсів, а саме – повинно відбутись суттєве зростання власного капіталу та довгострокового позикового капіталу.

Для того, щоб підтвердити дані прогнози, нами було проведено аналіз балансу суб'єктів господарювання реального сектора економіки та розраховано показники фінансової стійкості, що визначають перспективну платоспроможність (табл. 2.10). Базовим показником є коефіцієнт автономії, що свідчить про фінансову незалежність суб'єктів господарювання. Отже, в цілому в реальному секторі економіки на сьогодні створюється ситуація, коли суб'єкти господарювання входять в зону фінансової залежності від зовнішніх джерел фінансування. Безперечно, що залежність є ще не настільки високою, але формується негативна тенденція – за 2004-2006 роки коефіцієнт знижується з 0,47 до 0,45 при нормативному значенні на рівні 0,5. Такі коефіцієнти свідчать про те, що на сьогодні суб'єкти господарювання реального сектора економіки не можуть повністю покрити залучені кошти.

Слід зазначити, що така ситуація не характерна для всіх галузей економіки. Як видно з даних, наведених у таблиці, у суб'єктів господарювання більшості видів економічної діяльності коефіцієнт автономії є достатньо високим. В таких видах економічної діяльності, як транспорт та зв'язок, готелі та ресторани, операції з нерухомим майном, освіта, охорона здоров'я значення показника перевищує 0,6. Але дані види діяльності у структурі валового внутрішнього продукту мають незначну частку і не суттєво впливають на рівень зазначеного показника.



**Динаміка коефіцієнта автономії суб'єктів господарювання
за видами економічної діяльності
(складено за даними Державного комітету статистики)**

Вид економічної діяльності	Рік		
	2004	2005	2006
Сільське господарство, мисливство та лісове господарство	0,59	0,60	0,50
Промисловість	0,49	0,50	0,48
Будівництво	0,31	0,28	0,27
Торгівля, ремонт автомобілів, побутових виробів та предметів особистого вжитку	0,12	0,15	0,12
Діяльність готелів та ресторанів	0,61	0,57	0,60
Діяльність транспорту та зв'язку	0,66	0,64	0,64
Фінансова діяльність	0,51	0,49	0,51
Операції з нерухомим майном, оренда, інжиніринг та надання послуг підприємцям	0,68	0,63	0,64
Освіта	0,69	0,68	0,68
Охорона здоров'я та надання соціальної допомоги	0,60	0,62	0,64
Надання комунальних та індивідуальних послуг; діяльність у сфері культури та спорту	0,43	0,65	0,50
Усього:	0,47	0,47	0,45

Зростання тенденції фінансової залежності маємо перш за все в промисловості та будівництві, а також в 2006 році коефіцієнт автономії на рівні критичного значення 0,5 сформувався і у підприємств сільського господарства, мисливства та лісового господарства. Як було доведено в розділі 2, саме ці види діяльності мають найбільшу частку в структурі валового внутрішнього продукту – більше 60 %. Крім того, темп зростання валового внутрішнього продукту на 55 % залежить від темпів зростання безпосередньо в промисловості. Таким чином, від того, наскільки фінансово стійкими будуть суб'єкти господарювання саме в цих видах економічної діяльності, залежатиме і рівень фінансової незалежності суб'єктів реального сектора економіки країни.

Для більш глибокого дослідження фінансової стійкості суб'єктів господарювання проаналізуємо структуру капіталу, яка фактично створена на сьогодні (рис. 2.14).

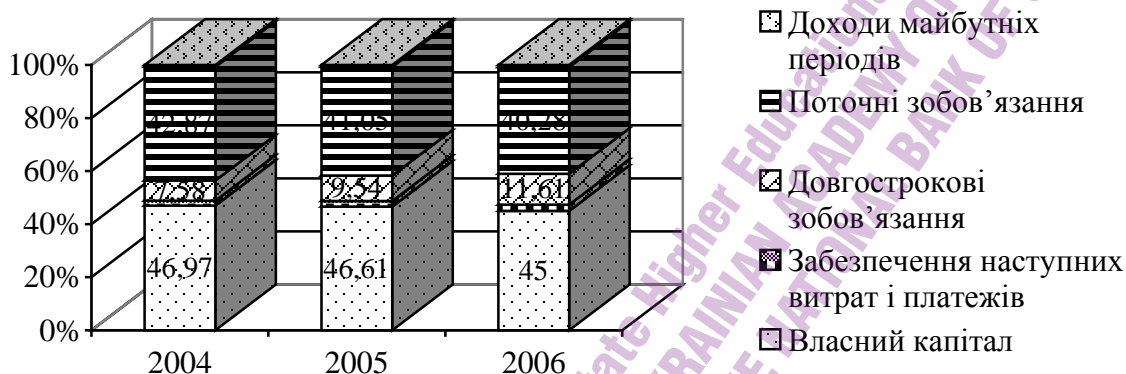


Рис. 2.14. Структура джерел фінансування суб'єктів господарювання (за даними Державного комітету статистики)

Як бачимо, у структурі джерел фінансування найбільшу питому вагу має власний капітал та короткострокові джерела фінансування. При цьому, як було зазначено вище, питома вага власного капіталу поступово скорочується, натомість поступово зростає питома вага довгострокових джерел фінансування. Така ситуація характерна для економіки в цілому. Як було зазначено в розділі 3, при дослідженні стану фінансового ринку, переважаючими джерелами фінансування економіки є саме короткострокові кредити.

Безперечно позитивним моментом є зростання питомої ваги довгострокових джерел фінансування, цільовим призначенням яких є оновлення основних засобів.

На наш погляд, ситуація, яка складається на сьогодні в реальному секторі економіки, вимагає інтенсивного розвитку фінансового ринку і формування потужних довгострокових фінансових потоків, причому в досить короткий термін. Крім погіршення фінансової стійкості суб'єктів господарювання, паралельно погіршується і майновий стан. У структурі активів суб'єктів господарювання переважають необоротні активи, їх питома вага становить більше 50 % (рис. 2.15).

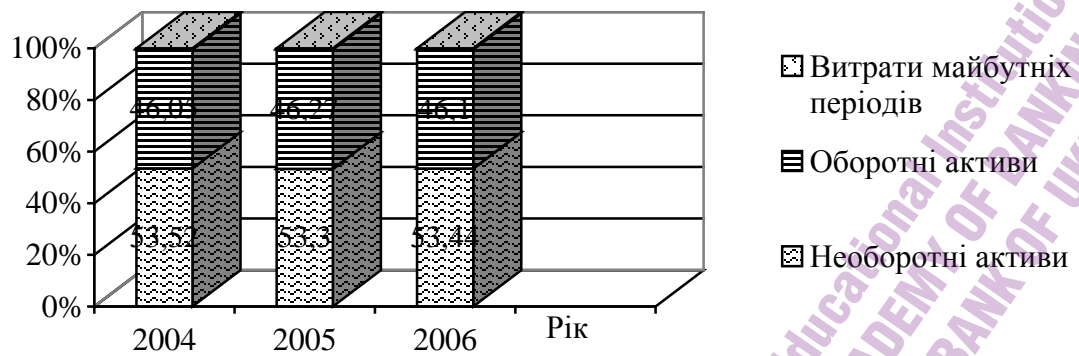


Рис. 2.15. Структура активів суб'єктів господарювання
(за даними Державного комітету статистики)

В середньому основні засоби у структурі необоротних активів становлять близько 90 %. Основні засоби в Україні на сьогодні в середньому за різними видами економічної діяльності зношені на 50 %, тобто досягнуто критичне значення коефіцієнта зносу, при цьому в промисловості, сільському господарстві зазначений показник перевищив критичне значення. Таким чином, найближчим часом у країні необхідно оновити виробничі потужності на суму близько 300 млрд. грн., якщо взяти до уваги структуру джерел фінансування, то, з одного боку, необхідно нарощувати довгострокові позикові кошти, але з врахуванням тенденції коефіцієнта автономії, перш за все виникає необхідність у нарощенні власного капіталу, шляхом емісії акцій та отримання інвестицій. Порівнявши визначений обсяг необхідного фінансування з розміром валового внутрішнього продукту країни станом на 2006 рік – 535900 млн. грн., можна дійти висновку, що нам необхідно профінансувати суб'єкти господарювання в обсязі, що становить більшу половину обсягу ВВП країни.

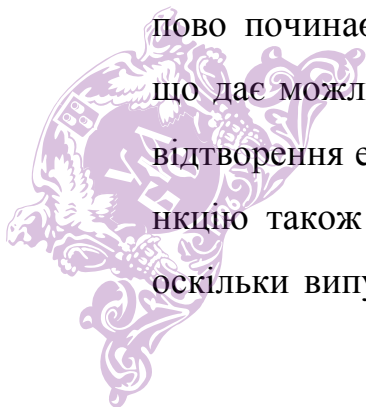
Як було зазначено вище, банківська система країни є також недокапіталізованою, тобто і банки для ефективного подальшого функціонування та задоволення зростаючих потреб реального сектора економіки в довгострокових джерелах фінансування повинні наростити перш за все довгострокові

джерела фінансування та власний капітал. Тобто і банки на сьогодні зацікавлені в появі ефективного ринку капіталу.

Ефективне формування капіталу для створення конкурентоспроможної економіки країни, з врахуванням вищезазначеного, можливе перш за все шляхом інтенсивного розвитку ринку капіталу. Саме ринок капіталу дозволить залучити кошти суб'єктам господарювання шляхом нарощення обсягів емісії акцій. Зміни, що відбулись в 2006 році, з прийняттям нової редакції Закону України "Про цінні папери та фондовий ринок" певною мірою можуть стимулювати ефективне функціонування ринку капіталу, зокрема в розвитку ринку облігацій, оскільки згідно з новою редакцією, розмір емісії облігацій підприємств збільшили із 25 % статутного капіталу до трикратного розміру власного капіталу підприємства.

На сучасному етапі розвитку економіки країни фінансовий ринок забезпечував надходження коштів у вигляді кредитів як короткострокових так і довгострокових. Суб'єкти господарювання все більше звертаються до залучення коштів шляхом емісії різних видів цінних паперів, в першу чергу акцій та облігацій. У зв'язку з цим, доцільно порівняти роль цих джерел фінансування економіки шляхом дослідження динаміки зазначених показників щодо валового внутрішнього продукту країни (рис. 2.16).

Стає очевидним те, що фінансовий ринок країни на сьогодні є банкоцентричним, оскільки основним джерелом фінансування є кредити банків, їх частка у ВВП за період з 2000 по 2006 рік зросла з 11,5 до 45,8 %. Необхідно підкреслити ту позитивну тенденцію, що склалася вже на сьогодні, починаючи з 2004 року, частка довгострокових кредитів у ВВП нарешті перевищила значення короткострокових кредитів. Це певною мірою засвідчує, що поступово починається оновлення виробничих потужностей в економіці країни, що дає можливість створити серйозну основу для подальшого розширеного відтворення економіки. Наряду з довгостроковими кредитами аналогічну функцію також виконує і емісія цінних паперів суб'єктами господарювання, оскільки випуск цінних паперів відбувається з метою досягнення не поточ-



них цілей, а стратегічних, до яких належить перш за все оновлення, реконструкція та модернізація виробничого процесу.

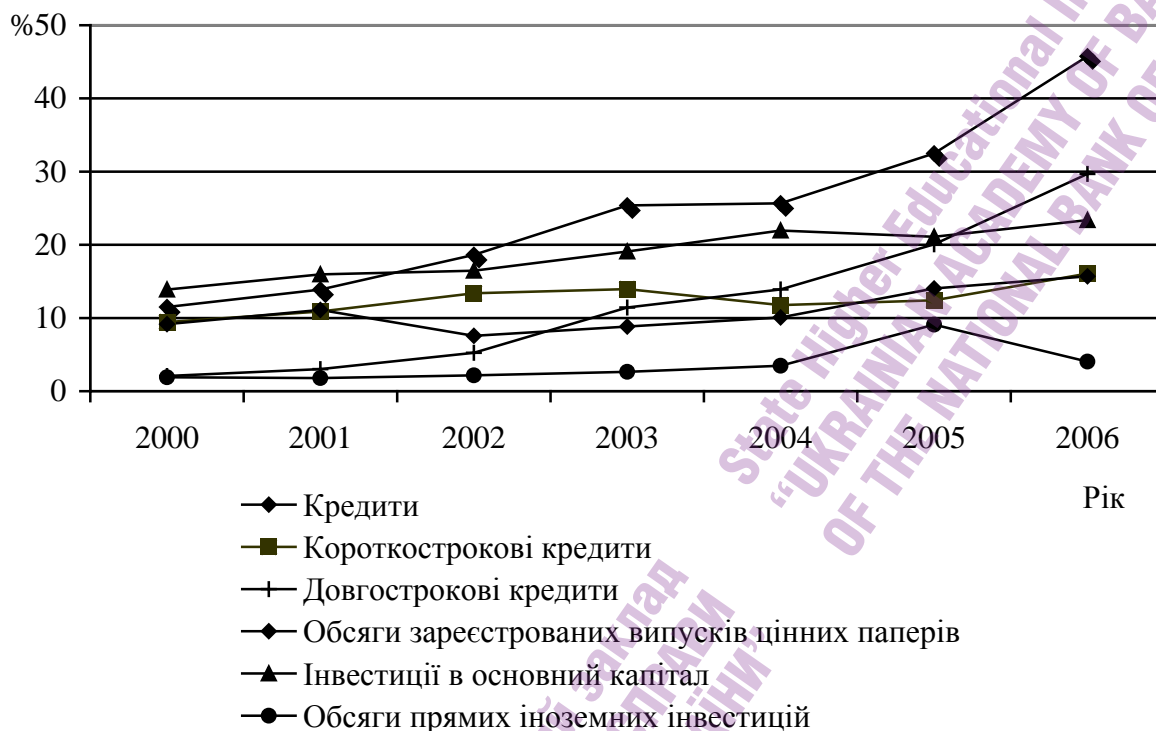


Рис. 2.16. Динаміка показників джерел фінансування економіки країни у % до ВВП (за даними Державного комітету статистики)

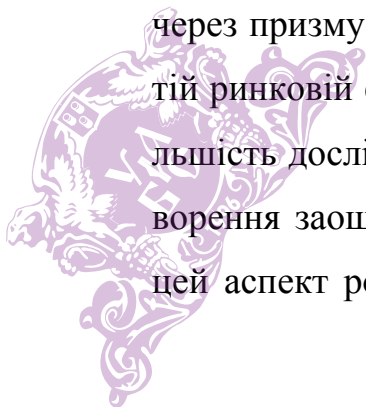
Очевидним є те, що частка обсягів зареєстрованих випусків цінних паперів у валовому внутрішньому продукту країни поступово зростає і становить у 2006 році 15,7%. Таким чином, економіка країни поступово оздоровлюється та має реальні можливості поступово нарощувати обсяги виробництва шляхом залучення коштів на фінансовому ринку.

В цілому перш ніж говорити про створення певної моделі розвитку фінансового ринку в Україні, слід зазначити, що сам ринок фактично пройшов незначний період у 12 років, а це означає, що, наприклад, провести спостереження з використанням довгих хвиль в економіці на сьогодні абсолютно неможливо (ми розглядаємо досить короткий термін). Як було зазначено раніше, сучасна банкоцентрична модель (континентальна) формувалась досить тривалий час більше двох століть, а сучасна американська модель – майже 70 років. Крім того, необхідно зазначити, що в цих країнах економіка розвива-

лась в напрямку ринку, на відміну від України, яка на сучасному етапі поступово трансформується з командно-адміністративної системи в ринкову.

Слід зазначити, що як серед науковців, так і серед практиків не існує єдиної точки зору на питання, в напрямку якої саме моделі може рухатись фінансовий ринок України. Так фахівці Національного банку стверджують, що фінансовий ринок рухається в напрямку банкоцентричної моделі, і для цього вони мають певні підстави, що були викладені в розділі 3. Водночас фахівці ринку капіталу говорять про певний дисбаланс і відсутність чіткої моделі, оскільки, наприклад, на відміну від класичної банкоцентричної моделі, в якій основними учасниками ринку та власниками цінних паперів є банки, в Україні спостерігається протилежна ситуація. За даними Світового банку близько 60 % активів приватизованих підприємств знаходяться у власності промислово-фінансових груп, а не банків, що класифікує модель фінансового ринку як орієнтовану на ринок капіталу, і саме цьому багато в чому сприяв процес масової приватизації. Дані підходи, обумовлені безперечно зацікавленістю як з одного боку, так і з іншого, а також тим фрагментарним підходом або з позиції ринку грошей, або з позиції ринку капіталу, а не комплексного аналізу фінансового ринку країни. Слід зазначити, що безперечно, з однієї точки зору, банківський сектор та ринок капіталу є конкурентами з позиції трансформації заощаджень у інвестиції для реального сектора економіки. З іншої точки зору, банківський сектор повинен бути зацікавлений в наявності ефективного працюючого ринку капіталу, оскільки самі банки, будучи емітентами, повинні виходити на ринок капіталу, щоб здійснити ефективну емісію.

Суперечності, що сьогодні існують з даного питання можна розв'язати через призму функцій, які повинен виконувати фінансовий ринок у розвинутій ринковій економіці. Хоча це питання також є дискусійним, переважна більшість дослідників визнають, що основним завданням цього ринку є перетворення заощаджень у інвестиції. На підставі офіційної статистики оцінити цей аспект розвитку фінансового ринку можна шляхом використання спів-



відношення показників інвестицій в основний капітал і первинного ринку акцій та облігацій, а також обсягів довгострокового кредитування. Цей підхід використовуємо, виходячи з тієї позиції, що акції та облігації, які емітують підприємства, а також довгострокові кредити, використовуються суб'єктами господарювання за одним цільовим призначенням – капітальні вкладення (рис. 2.17).

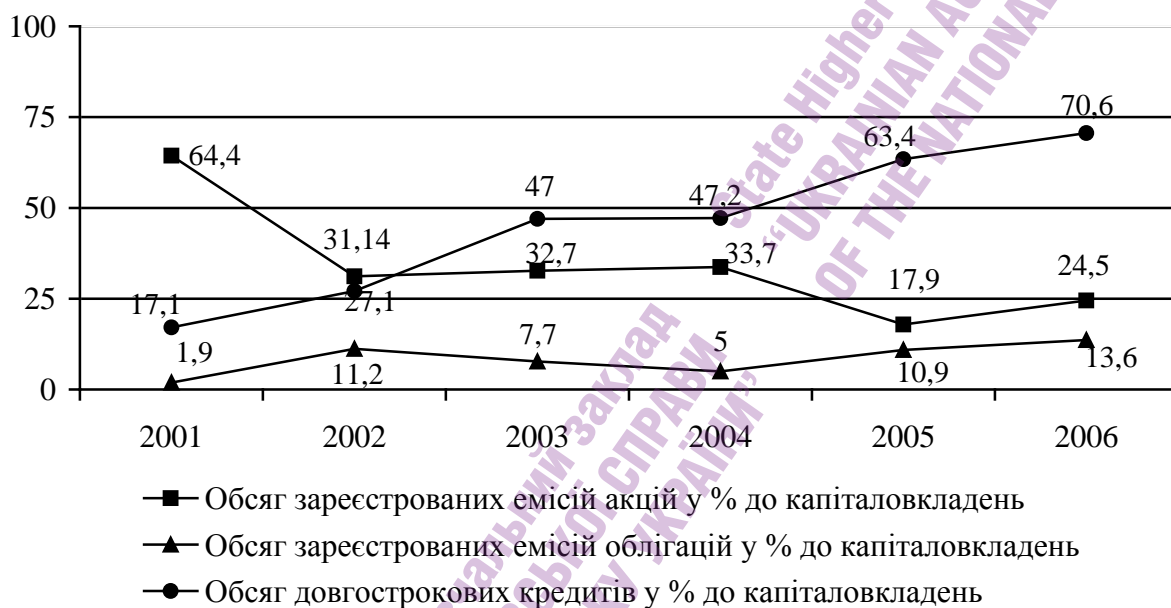


Рис. 2.17. Динаміка обсягу основних зовнішніх джерел фінансування суб'єктів господарювання у відсотках до капіталовкладень (за даними Державного комітету статистики та ДКЦПФР)

До розгляду були взяті дані по суб'єктах господарювання за винятком банків та небанківських фінансових установ. Як видно з даних, наведених на рис. 2.18, досить низькою є частка емітованих суб'єктами господарювання облігацій, причому протягом аналізованого періоду значення даного показника є досить нестабільним, але починаючи з 2004 року, частка облігацій зростає з 5 до 13,6 %. При цьому необхідно відзначити, що в 2007 році ситуація може змінитись, враховуючи зміни в законодавстві.

Про зниження ролі ринку капіталу в процесі перетворення заощаджень в інвестиції досить чітко свідчить динаміка частки емітованих облігацій щодо загального обсягу капіталовкладень. Так ще в 2001 році показник був дос-

татньо високим і становив 64,4 %, тобто в цей період ринок капіталу відіграв провідну роль у здійсненні капіталовкладень, але в наступні роки значення даного показника суттєво скоротилось, це свідчить про втрату позицій.

Слід зазначити, що ринок капіталу втрачає свої позиції з огляду на той факт, що починаючи з 2003 року, динаміка коефіцієнта ліквідності ринку є низхідною (рис. 2.18).

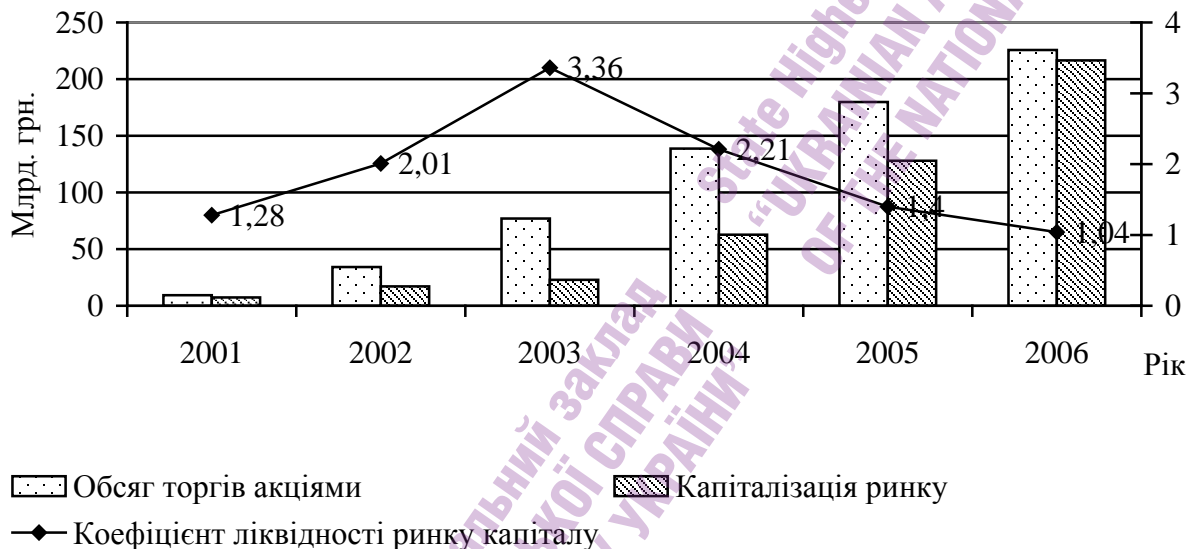


Рис. 2.18. Динаміка коефіцієнта ліквідності ринку капіталу в Україні (за даними Державного комітету статистики та ДКЦПФР)

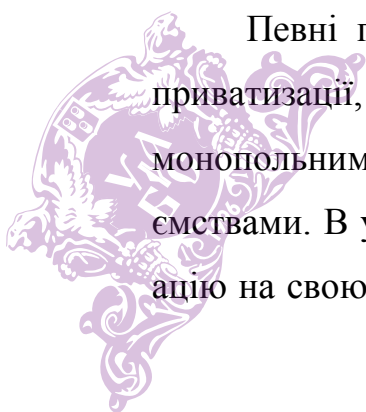
- Як бачимо, незважаючи на зростання абсолютного значення обсягу торгів акціями та нарощення ринкової капіталізації, коефіцієнт ліквідності, який розраховується як відношення обсягу торгів акціями до ринкової капіталізації за даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, досить суттєво скоротився.

Протягом 2003-2006 років його значення зменшилось більш ніж в 3 рази. Зазначена тенденція свідчить про зниження якості ринку капіталу в Україні та відповідно про поступове віддалення моделі фінансового ринку від орієнтованої на ринок капіталу і поступове наближення до банкоцентричної або континентальної моделі.

На фоні зниження ролі ринку капіталу досить потужно про себе заявляє банківський сектор. Питома вага довгострокових кредитів у загальній сумі капіталовкладень суб'єктів господарювання поступово зростає і в 2006 році становить 70,6 %. Таким чином, роль ринку капіталів у здійсненні довгострокових інвестицій послаблюється. А відповідну нішу займає банківський сектор. З огляду на виконання першої функції, а саме – перетворення заощаджень в інвестиції, ми маємо спрямованість фінансового ринку в бік банківської системи і як наслідок можемо визначити модель як банкоцентричну.

Але простої констатації незадовільного стану розвитку вітчизняного ринку капіталу мало, необхідно визначити стратегічні напрямки його розвитку. У контексті практичної та теоретичної розробки цієї проблеми постає питання про національну модель корпоративного управління як систему взаємодії між економічними суб'єктами з приводу формування та використання капіталів [128]. Історично в Україні банки мали певну перевагу перед інституціями ринку капіталу, що пояснювалося фактичною відсутністю останнього на теренах СРСР. На період здобуття Україною незалежності ані населення, ані новостворені бізнес-структури не мали практичного досвіду діяльності з цінними паперами, якщо не зважати на існування елементів ринку державних інструментів, тоді як банківські установи фактично займали монопольне положення у сфері мобілізації та розподілу фінансових ресурсів. У той самий час, якщо проаналізувати вітчизняну структуру власників акцій, то частка банків виявиться порівняно невеликою, незважаючи на досить ліберальне законодавство у цій сфері. Зусиллями НБУ вдалося створити досить прозору та ефективну систему банківського нагляду, тому вихід на ринок цінних паперів з його тіньовими прибутками був для вітчизняних банкірів не вигідним.

Певні преференції, що їх отримав директорат під час сертифікатної приватизації, були підкріплені слабким рівнем захисту прав акціонерів та монопольним доступом менеджерів до управління приватизованими підприємствами. В умовах, що склалися, саме менеджери змогли переломити ситуацію на свою користь та отримати економічні вигоди або у вигляді концент-

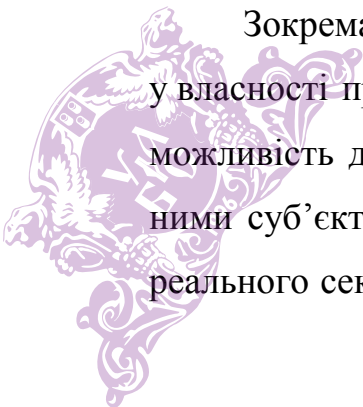


рації пакета акцій у власності, або через контроль над фінансовими та ресурсними потоками підприємства. Тобто поступово відбувся перехід від аутсайдерської до інсайдерської моделі, закріплений “прогалинами” у вітчизняному законодавстві з питань корпоративного управління.

Незважаючи на збільшення кількості акцій в економічному обігу, необхідно враховувати, що цей процес у переважній більшості випадків не був пов’язаний з надходженням капіталів на підприємства. Фондовий ринок фактично відігравав допоміжну роль в обміні одних паперів на інші, а не слугував механізмом перетворення заощаджень у інвестиції. У цих умовах приватизовані підприємства почали відчувати суттєву нестачу фінансових ресурсів. Отримання фінансових ресурсів за рахунок зовнішніх джерел фінансування відбувалось перш за все шляхом отримання банківських кредитів або, в окремих випадках, через доступ до бюджетних коштів. Ресурси ринку капіталу в період 1992-1999 років були малодоступними, оскільки ринок облігацій був відсутній, а випуск акцій відкидався менеджерами через можливість втрати контрольних повноважень.

У питанні класифікації вітчизняної моделі корпоративного управління необхідно, на наш погляд, орієнтуватися на кілька моментів. На початковому етапі її існування склалися передумови для розвитку як англосаксонських, так і континентальних характеристик. Але поступово проявлялося домінування характерних ознак банкоцентричної моделі, і ці процеси посилюються й на сучасному етапі розвитку. Незважаючи на це, однозначно віднести вітчизняну модель корпоративного управління до континентальної не можна, оскільки є певні ознаки, що дозволяють говорити про її особливості взагалі та особливості банківського кредитування зокрема.

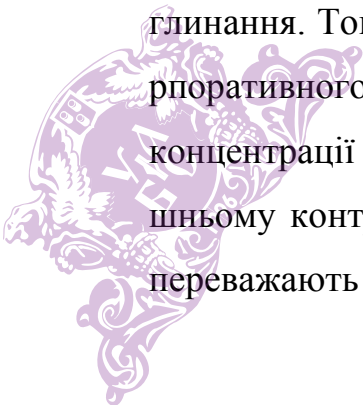
Зокрема це концентрація значної частини фінансових активів у власності промислово-фінансових груп в Україні. В таких умовах виникає можливість для існування певних неформальних зобов’язань між економічними суб’єктами – фінансовими установами та суб’єктами господарювання реального сектора економіки, які впливають на умови фінансування саме ре-



ального сектора. Зазначена ситуація в економічно розвинутих країнах проявляється у вигляді нижчої процентної ставки та/або особливих умов кредитування за рахунок входження банків у систему власності підприємств та відповідного зниження трансакційних витрат. Але саме з врахуванням вищезазначеного, коли банківські установи не мають суттєвого впливу на функціонування суб'єктів господарювання в Україні, дані вигоди в більшості випадків не використовуються.

За даними інвестиційної компанії “Конкорд Капітал” половина капіталізації українського фондового ринку припадає на підприємства шести провідних бізнес-груп. Зокрема частка фінансово-промислової групи “Систем Капітал Менеджмент” склала 19 %, групи “Приват” – 12 %, фінансово-промислової компанії “Інтерпайп” – 7 %. Капіталізація компаній корпорації “Індустріальний союз Донбасу” склала 4 %, компанії “Металургія” – 4 %, фінансово-промислової групи “Фінанси та кредит” – 3 %. Слід зазначити, що в розрахунок включені лише акції, що обертаються на українському фондовому ринку, тобто, наприклад, у розрахунках для групи “Приват” відсутній найбільший у країні ПриватБанк (Дніпропетровськ), при цьому група контролює більш 25 % + 1 акція або має операційний контроль.

Важливим фактором, що впливає на формування моделі фінансового ринку, є структура власності суб'єктів господарювання. Саме структура власності, на нашу думку, значною мірою визначає наявність базових відмінностей у способах фінансування капіталу суб'єктів господарювання. Так для англо-американської моделі характерний значний ступінь розподілу акцій серед безлічі дрібних інвесторів, що пояснюється істотною роллю ринку капіталу. При цьому основним способом забезпечення ефективного фінансування є поглинання. Тому англо-американська модель має назву “зовнішня система корпоративного управління”. Континентальна модель, навпаки, заснована на концентрації власності – так званій “оптовій структурі власності” та внутрішньому контролю за ефективністю. При цьому у зовнішньому фінансуванні переважають банківські кредити, а не інструменти ринку цінних паперів.



Необхідно також підкреслити, що форми залучення фінансових ресурсів значною мірою визначаються масштабністю суб'єкта господарювання. Ринок капіталу, перш за все, спрямований на трансформацію тимчасово вільних фінансових ресурсів в інвестиції для потужних корпоративних структур. Для невеликих за розмірами суб'єктів господарювання джерелом залучення коштів для розширення своєї діяльності є банківські кредити.

Висновки до розділу 2

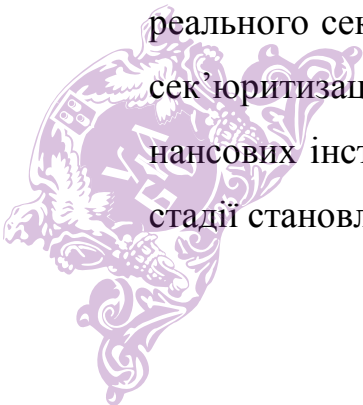
1. Фінансовий ринок має досить складну внутрішню структуру, певні складові якої можуть функціонувати самостійно, проте ринок досягає найбільшої ефективності, коли задіяні усі його складові. З огляду на те, що у вітчизняній науковій літературі відсутній єдиний підхід щодо складових фінансового ринку було проведено дослідження та визначено структуру фінансового ринку відповідно до об'єктів системи ринків за різними класифікаційними ознаками. За видами фінансових інструментів виділено валютний, депозитний, кредитний ринок, ринок цінних паперів, що включає ринок акцій та ринок боргових цінних паперів та ринок похідних фінансових інструментів. За функціональним призначенням виділено грошовий ринок, ринок капіталу та ринок похідних фінансових інструментів. За ознакою набуття права власності визначено ринок боргових фінансових інструментів та ринок фінансових інструментів, що надають право власності. За територіальною ознакою можна розглядати вищезазначені ринки як регіональний, національний та міжнародний ринок.

2. В ході дослідження визначено, що на сьогодні ключову роль у трансформації тимчасово вільних фінансових ресурсів у капітал відіграє банківська система, оскільки суб'єкти господарювання отримують кошти для фі-

нансування своєї діяльності перш за все у вигляді кредитів як короткострокового, так і довгострокового характеру. Отже, в такому випадку тимчасово вільні фінансові ресурси акумулюються у вигляді депозитів і перетворюються у кредитні ресурси для суб'єктів господарювання.

3. Банки на фінансовому ринку здійснюють не лише функцію акумулювання тимчасово вільних фінансових ресурсів і їх подальшого перерозподілу між суб'єктами господарювання, що потребують додатковий капітал для розширеного відтворення, хоча це є однією з основних функцій. Значення банківських установ на фінансовому ринку підкреслюється тим, що саме банки регулюють грошові потоки – найбільш ліквідні фінансові активи. В системі установ інфраструктури фінансового ринку головна роль належить банкам як інститутам, через які проходить рух основної частини фінансових ресурсів. Банки є певною мірою інститутами інтеграції різних сегментів фінансового ринку. Банки та їх відокремлені структурні підрозділи – філії, можуть здійснювати на ринку капіталу такі види професійної діяльності: діяльність пов'язану з випуском та обігом цінних паперів; депозитарну діяльність зберігача цінних паперів; діяльність з ведення реєстрів власників іменних цінних паперів; діяльність з управління цінними паперами. На сьогодні банки за цілим рядом показників випереджають небанківські фінансові установи, що працюють на фінансовому ринку країни.

4. Банківські установи відіграють важливу роль у розвитку фінансового ринку країни, а саме – ринку капіталу, оскільки вони є активними учасниками даного ринку і є емітентами та торговцями як державними, так і корпоративними цінними паперами, є лідерами в здійсненні андеррайтингу як власних цінних паперів, так і цінних паперів, емітованих суб'єктами господарювання реального сектора економіки; банки починають нарощувати обсяги операцій сек'юрітизації, що в свою чергу сприятиме становленню ринку похідних фінансових інструментів, який на сьогодні в Україні знаходиться фактично на стадії становлення.

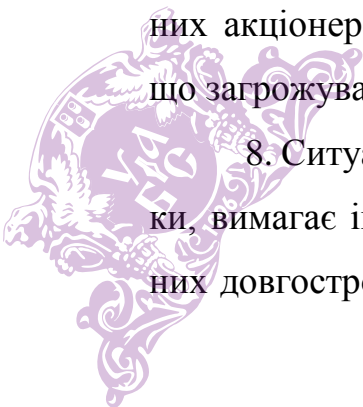


5. Основними факторами, що впливають на функціонування ринку капіталу є: політична та соціальна стабільність суспільства, структура власності, рівень економічної грамотності населення та довіри до фінансових інститутів, рівень розвитку економіки, фінансова глибина та фінансова структура макроекономіки, приналежність до розвинутого ринку чи до ринку, що формується, регіональна приналежність ринку, світові ціни на енергоносії, економічна та фінансова політика держави.

6. Проаналізувавши стан розвитку ринку капіталу в Україні, можна зробити висновки, що зазначений сегмент фінансового ринку має досить серйозні темпи зростання з характерним домінуванням ринку пайових цінних паперів, що надають право власності, але при цьому структура цінних паперів, що випускаються в Україні, поступово ускладнюється, а отже, створюються певні умови диверсифікації розміщення тимчасово вільних фінансових ресурсів. Водночас на сучасному етапі розвитку домінуючим є неорганізований ринок, що не сприяє формуванню високоліквідного та прозорого фінансового ринку в країні.

7. На сучасному етапі розвитку фінансового ринку з огляду на потреби суб'єктів господарювання реального сектора економіки банківська система є недокапіталізованою – власні кошти складають незначну суму. Підвищення капіталізації українських банків є одним з найвагоміших завдань, яке повинен вирішити саме фінансовий ринок, зокрема ринок капіталу, в зв'язку з цим банківська система безпосередньо зацікавлена в ефективному його функціонуванні. Зростання капіталізації банківських установ відбувається перш за все через емісію акцій. У даному аспекті фінансовий ринок повинен забезпечити високий рівень захисту прав акціонерів, протидію приходу несумлінних акціонерів, які зацікавлені лише у реалізації вузькогрупових інтересів, що загрожуватиме стійкості банківської системи в цілому.

8. Ситуація, яка складається на сьогодні в реальному секторі економіки, вимагає інтенсивного розвитку фінансового ринку і формування потужних довгострокових фінансових потоків, причому в досить короткий термін.



Ефективне формування капіталу для створення конкурентоспроможної економіки країни, можливе перш за все шляхом інтенсивного розвитку ринку капіталу. Саме ринок капіталу дозволить залучити кошти суб'єктам господарювання шляхом нарощення обсягів емісії акцій. Крім того, банківська система країни є також недокапіталізованою, тобто і банки для ефективного подальшого функціонування та задоволення зростаючих потреб реального сектора економіки в довгострокових джерелах фінансування повинні наростити перш за все довгострокові джерела фінансування та власний капітал. Тобто і банки на сьогодні зацікавлені в появі ефективного ринку капіталу.

Основні результати розділу опубліковані в наукових працях: [263, 274, 279, 280, 285, 287, 287, 290, 294]



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

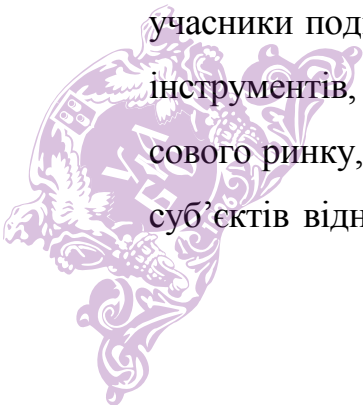
РОЗДІЛ 3

РОЗВИТОК ІНСТИТУТУ ФІНАНСОВОГО ПОСЕРЕДНИЦТВА В ЦІЛЯХ АКТИВІЗАЦІЇ ФІНАНСОВО - ПЕРЕРОЗПОДІЛЬЧИХ ПРОЦЕСІВ

3.1. Методичні підходи щодо посилення ролі фінансових посередників в ефективному перерозподілі капіталу

Фінансовий ринок виконує функцію перерозподілу тимчасово вільних фінансових ресурсів від фізичних та юридичних осіб, які є вкладниками або інвесторами, до осіб, переважно юридичних, для яких ці ресурси необхідні, щоб здійснювати розширене відтворення. Основними учасниками, що забезпечують ефективне функціонування фінансового ринку та ефективний перерозподіл фінансових ресурсів, є фінансові посередники. Так у США вже з другої половини ХХ століття менш як 5 % нових випущених корпораціями облігацій і комерційних цінних паперів та приблизно 50 % акцій були продані безпосередньо домогосподарствам. Решту цінних паперів придбали фінансові посередники. Загалом пряме фінансування становить менше 5 % зовнішнього фінансування американських компаній [180].

На фінансовому ринку діють різні учасники, функції яких визначаються метою їх діяльності та ступенем участі в укладанні угод. На думку І.О. Бланка, склад основних учасників фінансового ринку диференціюється залежно від форм здійснення угод, які поділяються на прямі та опосередковані. З врахуванням принципів форм укладання угод на фінансовому ринку основні його учасники поділяються на дві групи: по-перше, продавці та покупці фінансових інструментів, по-друге, фінансові посередники. Крім основних учасників фінансового ринку, що беруть безпосередню участь в укладанні угод, до складу його суб'єктів відносять численних учасників, що виконують допоміжні функції, а



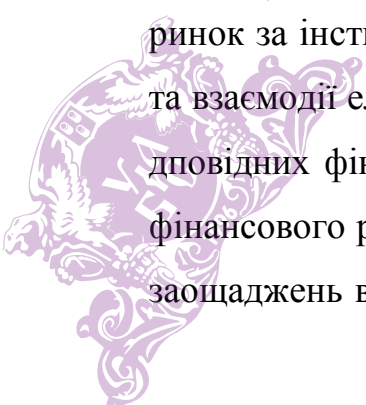
саме – функції обслуговування основних учасників фінансового ринку, функції обслуговування окремих операцій на фінансовому ринку тощо [19].

Фінансові посередники складають досить численну групу основних учасників фінансового ринку та забезпечують посередницький зв'язок між покупцями та продавцями фінансових інструментів. Певна частина фінансових посередників сама може бути на фінансовому ринку продавцями чи покупцями.

Фінансові посередники – це фінансові установи, до яких належать суб'єкти банківської системи, небанківські фінансові та кредитні інститути, контрактні фінансові інститути. Діяльність фінансових посередників на практиці пов'язана із створенням нових фінансових інструментів. Ці інститути мають можливість отримувати прибуток за рахунок економії, що обумовлена зростанням масштабу операцій, здійснюючи аналіз кредитоспроможності потенційних кредиторів, розробку порядку надання позик і розрахунків за ними, рівномірно розподіляючи ризики. Їх діяльність спрямована таким чином на допомогу фізичним та юридичним особам, що мають заощадження, перетворити їх на капітал і вкласти в діяльність різних суб'єктів господарювання, диверсифікуючи при цьому рівень ризику. Слід зазначити, що система спеціалізованих фінансових посередників має можливість надати власникам заощаджень, більші вигоди, ніж просто можливість одержувати відсотки на капітал.

Ступінь розвитку фінансового ринку характеризується кількістю фінансових посередників і різноманітністю фінансових інструментів.

Вітчизняний фінансовий ринок формується в умовах трансформаційних процесів в економіці країни, а механізм його функціонування визначає потенційні можливості впливу на економіку. З огляду на те, що фінансовий ринок за інституційною ознакою являє собою специфічний спосіб організації та взаємодії елементів системи фінансового ринку, актуальним є створення відповідних фінансових інститутів, здатних забезпечити ефективний розвиток фінансового ринку країни і виконання ним основної функції – трансформації заощаджень в інвестиції. На сьогодні в Україні створення фінансових інститу-



тів – учасників фінансового ринку відбувається досить нерівномірно, що призводить до відсутності можливості їх ефективного функціонування і відсутності довіри з боку власників заощаджень.

Фінансові посередники або фінансові інститути – це організації, що випускають фінансові зобов'язання (вимоги до себе) і продають їх як активи за гроші [258]. Таким чином, у процесі своєї діяльності фінансові посередники створюють нові вимоги та зобов'язання, що є товаром на фінансовому ринку. Фактично процес створення нових зобов'язань та обмін їх на зобов'язання інших суб'єктів господарювання становить основу фінансового посередництва.

Слід зазначити, що в умовах розвинутого фінансового ринку фінансові посередники виконують ряд важливих функцій у розвитку економіки країни, а саме:

- забезпечення рівноваги на фінансовому ринку шляхом узгодження попиту та пропозиції на фінансові ресурси, приведення фінансових інструментів у відповідність з потребами ринку;
- зниження транзакційних витрат на основі ефекту масштабу;
- диверсифікація ризиків окремих вкладників, і тим самим забезпечення його зниження;
- нейтралізація проблеми асиметричної інформації на фінансовому ринку країни;
- підвищення ліквідності фінансових інструментів шляхом надання послуг професійного управління портфелем активів.

Фінансові посередники відіграють ключову роль у механізмі трансформації коштів населення в інвестиційний капітал, яка полягає в такому. По-перше, з метою стимулювання розвитку інституту фінансового посередництва, орієнтованого на роботу з фізичними особами, необхідно створити гнучке інституціональне середовище, що відрізняється різноманіттям універсальних фінансових посередників, таких як: інвестиційні фонди, включаючи пайові інвестиційні фонди; страхові компанії, а також пенсійні фонди та ін.

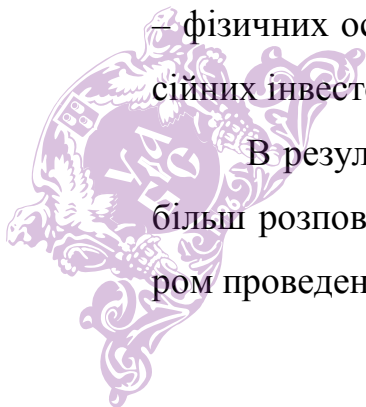
По-друге, повинен сприяти відновленню довіри населення до фінансової системи в цілому, та фінансових посередників зокрема. Це передбачає вживання спеціальних заходів щодо розвитку банківської системи, а саме: розвиток банківських технологій, забезпечення повноцінного функціонування системи страхування вкладів; здійснення банками адекватної тарифної політики, що відповідає положенням соціально орієнтованої економіки; впровадження системи підвищення фінансової грамотності населення країни; використання при роботі з клієнтами сучасних інформаційних систем тощо.

По-третє, необхідно, щоб банки сфокусувалися на інвестиційній проблемі, яка на сьогодні полягає в тому, щоб забезпечити потреби суб'єктів господарювання в довгостроковому кредитуванні. У зв'язку з цим однією із ключових проблем для вітчизняних банків є нарощення їх капіталізації, а також усунення невідповідності між виробничою й фінансовою сферами та запровадження вимог "Базель 2".

Таким чином, узагальнюючи все вищезазначене, можна зробити такий головний висновок, а саме: розвиток фінансового посередництва є одним з найбільш перспективних напрямків реструктуризації вітчизняного фінансового ринку, а створення збалансованого й ефективного механізму фінансового посередництва в Україні свідчитиме про кардинально новий етап розвитку фінансового ринку країни.

Слід зазначити, що фінансових посередників можна класифікувати за різними класифікаційними ознаками. На наш погляд, основними класифікаційними ознаками є статус інвестора, характер проведення фінансових операцій, рівень спеціалізації, інституціональна структура фінансового ринку. Так, підкреслюючи статус інвестора, розглядають індивідуальних інвесторів – фізичних осіб, інституціональних, тобто колективних інвесторів, та професійних інвесторів – фінансових посередників.

В результаті вивчення світового досвіду можна стверджувати, що найбільш розповсюдженою є класифікація фінансових посередників за характером проведення фінансових операцій (рис. 3.1).



За характером проведення операцій виділяють депозиторські установи – класичні комерційні банки, ощадні установи, кредитні спілки, характер проведення операцій яких полягає в тому, що вони залучають тимчасово вільні фінансові ресурси у фізичних та юридичних осіб і потім розміщують їх у вигляді кредитів суб'єктам господарювання.



Рис. 3.1. Структура фінансових посередників за характером проведення операцій

Ощадні установи контрактного типу включають страхові компанії із страхування життя, страхові компанії, що забезпечують інші види страхування та недержавні пенсійні фонди. Зазначені фінансові установи залучають кошти перш за все фізичних осіб з розрахунку, що для більшості з них найближчим часом не потрібно буде здійснювати виплати, таким чином вони формують саме довгострокові інвестиційні кошти. Слід зазначити, що в Україні дані фінансові установи порівняно з банками мають значно менші обсяги активів.

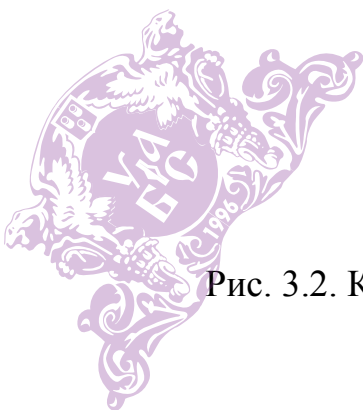
Третя група – це безпосередньо інвестиційні посередники – інвестиційні банки, різноманітні інвестиційні фонди та компанії з управління активами, які безпосередньо працюють на ринку капіталу з цінними паперами емітентів.

Слід зазначити, що в даній класифікації не враховуються інститути інфраструктури фінансового ринку, що безпосередньо забезпечують ефективне проведення операцій з цінними паперами, кліринг, зберігання.

За рівнем спеціалізації фінансових посередників нами запропонована класифікація, згідно якої виділено спеціалізовані фінансові посередники та інтегровані фінансові посередники, та подано на рисунку 3.2.



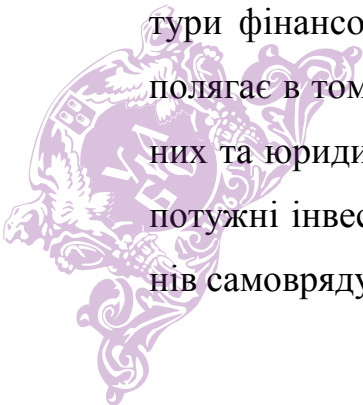
Рис. 3.2. Класифікація фінансових посередників за рівнем спеціалізації



Проведене нами дослідження дозволяє зробити висновок, що більш повно фінансові посередники можуть бути класифіковані за критерієм інституціональної структури фінансового ринку. Всіх учасників фінансового ринку можна звести в такі групи: емітенти – юридичні особи, місцеві органи самоврядування, держава в особі уповноважених органів; інвестори – фізичні особи та юридичні особи – інституціональні інвестори, які включають інститути спільного інвестування, інвестиційні фонди, взаємні фонди інвестиційних компаній, недержавні пенсійні фонди, страхові компанії, інші фінансові установи; професійні учасники фондового ринку, які забезпечують торгівлю цінними паперами, управління активами інституціональних інвесторів, організацію торгівлі на фондовому ринку та депозитарну діяльність.

В умовах ринкової економіки фінансові посередники повинні забезпечити ефективне функціонування фінансового ринку і, відповідно, створення ефективного механізму трансформації тимчасово вільних фінансових ресурсів в інвестиції. Місце фінансових посередників у механізмі функціонування фінансового ринку з точки зору його учасників подано автором на рисунку 3.3.

Слід зазначити, що, на нашу думку, всіх фінансових посередників необхідно поділити на дві групи, оскільки вони виконують принципово різні функції і належать до різних структурних елементів механізму фінансового ринку. Так перший рівень фінансових посередників – це інституціональні інвестори, які є посередниками безпосередньо між інвесторами – фізичними та юридичними особами та емітентами. Другий рівень – це інфраструктурні фінансові посередники, до яких відносять професійних учасників інфраструктури фінансового ринку. Завдання фінансових посередників першого рівня полягає в тому, щоб акумулювати тимчасово вільні фінансові ресурси фізичних та юридичних осіб, як правило в невеликих обсягах, і перетворити їх на потужні інвестиції для емітентів – суб'єктів господарювання, місцевих органів самоврядування та уповноважених державних органів.



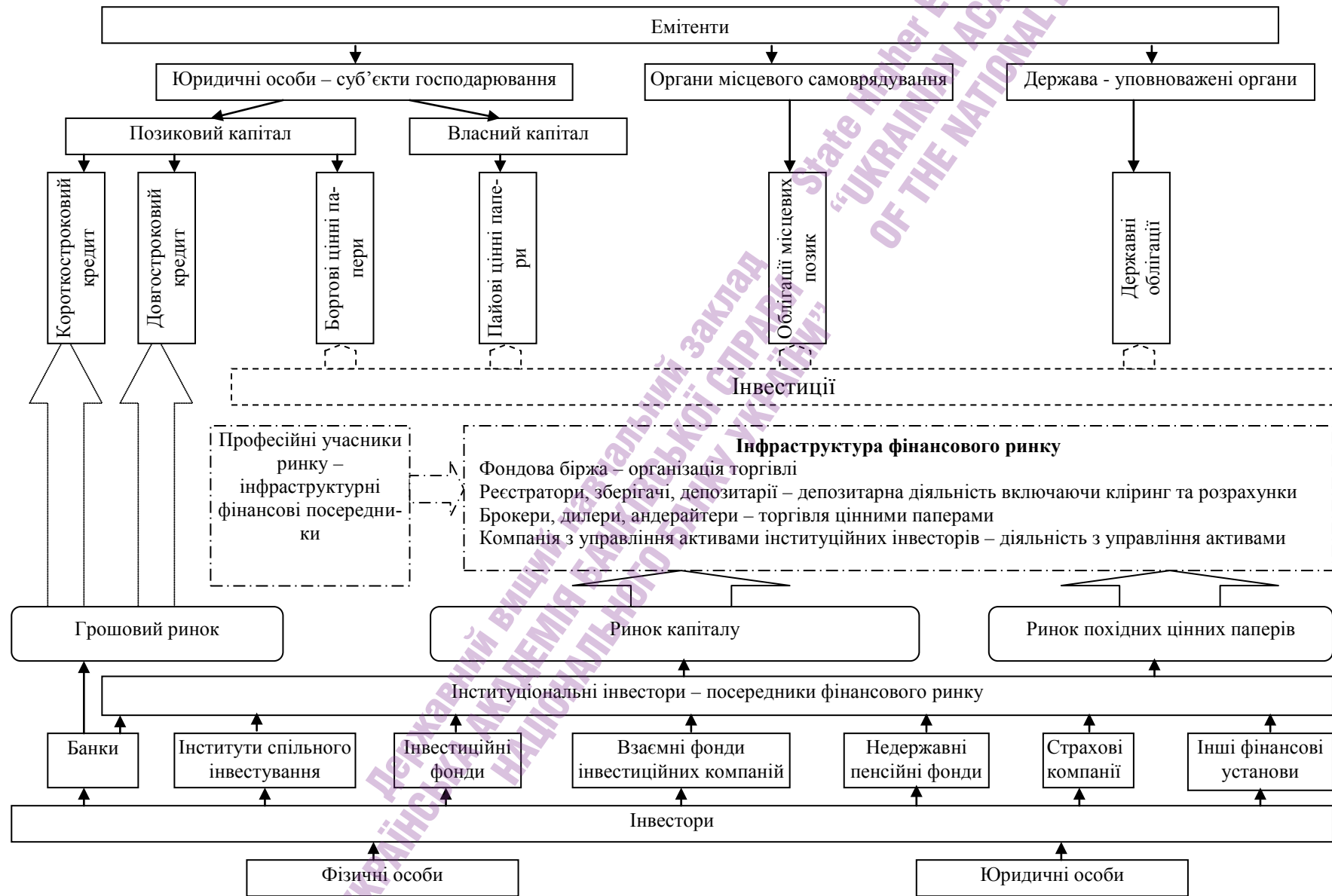
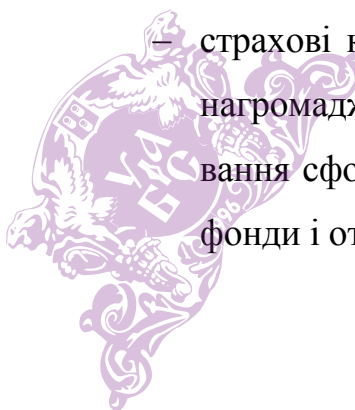


Рис. 3.3. Місце посередників на фінансовому ринку

До таких інституціональних інвесторів слід віднести:

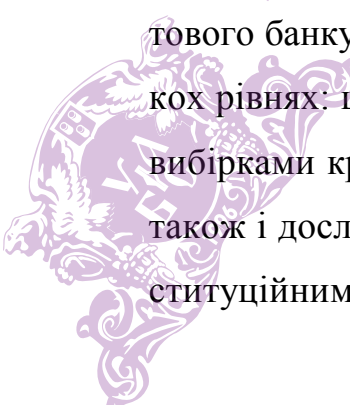
- банки, які акумулюють кошти фізичних та юридичних осіб у вигляді депозитів та перетворюють їх на інвестиції шляхом надання кредитів суб'єктам господарювання перш за все довгострокового характеру. Крім того, банки можуть проводити операції з цінними паперами як суб'єктів господарювання, так і субнаціональними облігаціями та облігаціями внутрішньої державної позики;
- інститути спільного інвестування – проводять діяльність, пов'язану із залученням, об'єднанням грошових коштів інвесторів з метою отримання прибутку від вкладення їх у цінні папери інших емітентів, корпоративні права та нерухомість;
- взаємні фонди інвестиційних компаній – це фонди, керовані інвестиційною компанією, що акумулює кошти від великої кількості фізичних та юридичних осіб і інвестує їх в акції, облігації, опціони та інші цінні папери на товарному і грошовому ринках. Коли інвестор вкладає кошти в такий фонд, він купує в ньому частку і стає його співвласником;
- недержавні пенсійні фонди – це юридичні особи, які мають статус неприбуткової організації або непідприємницького товариства, що функціонує та провадить діяльність виключно з метою накопичення пенсійних внесків на користь учасників пенсійного фонду з подальшим управлінням пенсійними активами, а також здійснює пенсійні виплати учасникам. Вклади, внесені в недержавні пенсійні фонди, акумулюються та інвестуються у прибуткові активи. При такій системі учасники недержавних пенсійних фондів після досягнення пенсійного віку отримуватимуть пенсію значно вищу ніж може надати держава;
- страхові компанії формують страхові фонди та страхові резерви, шляхом нагромадження страхових внесків фізичних і юридичних осіб та інвестування сформованих фондів грошових ресурсів в економіку, збільшуючи ці фонди і отримуючи певний прибуток від проведених операцій.



Основним завданням інфраструктурних посередників є обслуговування потоків фінансових ресурсів, інформації та послуг фінансового характеру, що спрямовані на створення оптимальних умов пошуку продавців та покупців. До посередників другого рівня належать фондові біржі, реєстратори, зберігачі, депозитарії, брокери, дилери, андерайтери, компанії з управління активами інституційних інвесторів та ін.

Слід звернути увагу на ту ситуацію, що серед вчених, що досліджують проблеми функціонування фінансових установ та їх впливу як на розвиток фінансової системи країни, так і на економічне зростання в цілому, на сьогодні не існує однастайності. Можна вважати давно визнаним фактом наявність тісного зв'язку між рівнем розвитку фінансової системи та інтенсивністю економічного розвитку тієї чи іншої країни. Водночас, характер цього зв'язку досі залишається предметом дискусії. Одна позиція, яка вперше була найбільш чітко сформульована Й. Шумпетером, виходить із активного впливу фінансових інститутів на економіку за рахунок більш ефективної трансформації заощаджень в інвестиції. З іншого боку, багато досить впливових економістів приписують фінансовій системі досить пасивну роль, вважаючи, що вона лише обслуговує виникаючі в економіці потреби у посередницьких послугах. Наприклад, лауреат Нобелівської премії Р. Лукас відзначав, що значення фінансового сектора для економічного зростання надто переоцінюється [46].

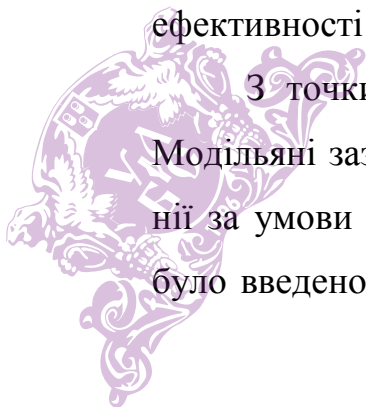
Необхідно зазначити, що рівень розвитку фінансових посередників є одним із важливих напрямків дослідження розвитку фінансової системи як окремих країн, так і світової фінансової системи. У зв'язку з цим дослідженню даного питання приділяється досить серйозна увага з боку фахівців Світового банку [309; 313; 316]. При цьому аналіз впливу проводився на декількох рівнях: шляхом порівняння значень та динаміки показників за значними вибірками країн, галузей та окремих підприємств. Важливе значення мають також і дослідження взаємозв'язку між розвитком фінансової системи та інституційним середовищем, включаючи тип законодавчої системи, її орієнта-



цію на забезпечення прав інвесторів, забезпечення контрактного права тощо. Зазначені дослідження довели, що показники розвитку фінансової системи в цілому та фінансових посередників зокрема не просто корелюють із довгостроковими темпами економічного зростання, але і що зв'язок між ними має стійкий причинно-наслідковий характер. Крім того, були отримані важливі дані щодо механізмів впливу фінансових інститутів на економіку. Погляд на ці механізми значною мірою залежить від того, в термінах якої дисципліни обговорюється проблема. Так у межах теорії економічного розвитку фундаментальне значення має процес нагромадження капіталу. Як свідчить світовий досвід та зокрема підтверджують дані по Україні, інвестиції у виробництво на діючих підприємствах в основному фінансуються за рахунок власних фінансових ресурсів – прибутку та амортизаційних відрахувань [339]. Водночас, оскільки в значній кількості країн, зокрема і в економічно розвинутих країнах, ключова роль у зовнішньому фінансуванні інвестицій належить банкам, фінансова система багато в чому ототожнюється з банківською, а аналіз, як правило, зводиться до обговорення проблем та перспектив функціонування останньої, що також є характерним і для України.

Прихильники “банківського” підходу вважають, що їх першорядне значення визначається проведенням банками цілеспрямованого аналізу кредитованого бізнесу та значними можливостями контролювати діяльність менеджерів. З іншого боку, цілий ряд дослідників вважають більш важливою частиною фінансової системи ринки капіталу. Ця точка зору аргументується важливістю ринків як унікального джерела загальнодоступних сигналів щодо інвестиційної привабливості тих чи інших галузей та фірм. Емпірично доведено значний позитивний внесок сформованих ринком оцінок в підвищенні ефективності економіки.

З точки зору корпоративних фінансів у класичній роботі Міллера-Модільяні зазначено, що різні способи фінансування рівнозначні для компанії за умови існування ефективних ринків. Слід зазначити, що в цій роботі було введено цілий ряд обмежень, які не дозволяють використовувати дану



теорію в умовах розвинутої ринкової економіки, не кажучи про країни з перехідною економікою, в яких лише формуються базові умови функціонування ефективних фінансових ринків. Фактичні співвідношення між роллю банків та ринків капіталу в різних країнах мають досить значні розбіжності.

В останні роки на перший план починає виходити “функціональний” підхід, згідно з яким важливо не те, чи засноване фінансове посередництво на банках чи на ринках, а те, наскільки ефективно існуюча система посередництва забезпечує виконання своїх фундаментальних функцій:

- обслуговування трансакцій в економіці;
- агломерація капіталу, оскільки досить часто суб’єкти господарювання вимагають такі обсяги капіталу у вигляді інвестицій, які не можуть бути забезпечені одним або навіть декількома інвесторами;
- розподіл інвестиційних ресурсів;
- забезпечення страхування, розподіл та диверсифікація ризиків;
- посилення корпоративного контролю.

В межах даного підходу значна увага приділяється взаємозв’язку між інститутами, ринками та інструментами у процесі посередницької діяльності. Підвищення якості послуг, що надають фінансові посередники, можуть суттєво впливати на економіку за рахунок підвищення норми зберігання, активізації нагромадження основного капіталу та його більш ефективного розподілу, зокрема активізації інноваційної діяльності.

На основі проведених досліджень більш ніж у 50 країнах світу за період з 1990 по 1995 рік було визначено ряд індикаторів, зокрема і індикатори, що характеризують рівень розвитку фінансових посередників в країні.

Слід зазначити, що рівень розвитку фінансових посередників багато в чому визначає формування як фінансової архітектури країни в цілому, так і моделі розвитку фінансового ринку країни – ринково орієнтованої, банкоцентричної чи конвергентної. Відповідно всі індикатори можна згрупувати в такі блоки:

- оцінка фінансової архітектури;

- розмір фінансової системи країни та її ефективність;
- рівень розвитку фінансових посередників та фінансового ринку.

Оцінка фінансової архітектури дозволяє зробити висновок про те, який із сегментів фінансової системи виконує роль основного посередника і відповідно визначити модель розвитку фінансового ринку країни. У випадку, якщо переважаюча роль належатиме банкам, то ми матимемо банкоцентричну модель. Якщо ж провідна роль у забезпеченні трансформації заощаджень в інвестиції для розбудови економіки країни належатиме небанківським фінансовим установам, то можна буде стверджувати про наявність ознак ринково орієнтованого фінансового ринку. Основними показниками, що використовуються для зазначеного аналізу, є:

- співвідношення активів банків та капіталізації ринку капіталу;
- співвідношення активів банків та небанківських фінансових установ;
- співвідношення вимог банків до приватного сектора економіки та обсягу торгів на ринку капіталу;
- співвідношення вимог небанківських фінансових установ до приватного сектора та обсягу торгів на ринку капіталу.

Розмір фінансової системи країни та її ефективність пропонується визначати за допомогою показників, які дозволяють порівняти ефективність функціонування ринку капіталу та грошового ринку країни, тобто порівняти, наскільки ефективно працюють небанківські фінансові установи та банківська система країни, і хто з них більше впливає на розвиток фінансового ринку країни. До основних показників, за допомогою яких робиться висновок про ефективність функціонування фінансового посередництва та фінансової системи в цілому належать:

- співвідношення загального обсягу торгів на фондовому ринку та чистого процентного доходу банків;
- співвідношення загального обсягу торгів на фондовому ринку та накладних витрат банків;



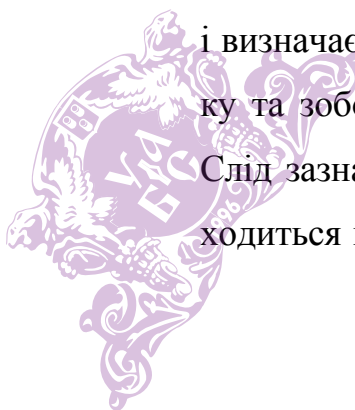
- співвідношення коефіцієнта оборотності фондового ринку та частки чистого процентного доходу банків у активах банків;
- співвідношення коефіцієнта оборотності фондового ринку та частки накладних витрат банків у активах банків;
- співвідношення накладних витрат банків та загальних активів банків. Незважаючи на те, що даний показник на перший погляд не відображає ефективності функціонування банківського сектора, але високий рівень накладних витрат може свідчити про неефективне використання фінансових ресурсів та низький рівень конкурентоспроможності зазначеної фінансової установи. Слід зазначити, що даний показник можна також розраховувати і для небанківських фінансових установ;
- співвідношення чистого процентного доходу банків та загальних активів банків – невисокі значення показника свідчать про високий рівень конкуренції в банківському секторі країни та його ефективність.

Рівень розвитку фінансових посередників та фінансового ринку визначається через аналіз таких показників.

Коефіцієнт фінансового розвитку, що визначається як сума внутрішніх кредитів (за винятком міжбанківських кредитів) та ринкової капіталізації у відсотках до валового внутрішнього продукту – розрахований таким чином показник об'єднує показники розвитку і банківської системи і ринку капіталу країни.

Подані нижче показники можна об'єднати в групу показників ліквідності, до яких слід віднести:

- коефіцієнт ліквідності, який досить часто називають показником “фінансової глибини”, що характеризує розміри фінансово-посередницького сектора і визначається як його сумарні ліквідні пасиви, що включають в себе готівку та зобов'язання банків та небанківських установ у відсотках до ВВП. Слід зазначити, що в економічно розвинутих країнах даний показник знаходиться приблизно на рівні 2/3 від обсягу валового внутрішнього продукту.



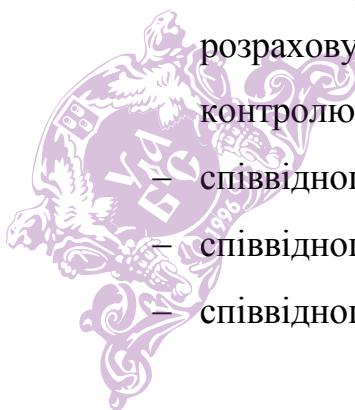
ту, в той час як в країнах, де фінансовий ринок знаходиться на стадії становлення, знаходиться на рівні $1/4$;

- коефіцієнт співвідношення активів банків та ВВП, що фактично характеризує загальний розмір банківської системи країни. Даний показник коливається в країнах з розвинутим фінансовим ринком залежно від того, який тип моделі сформувався – банкоцентричний чи ринково орієнтований.

На наш погляд, даний перелік показників доцільно доповнити уточненим показником ліквідності, а саме – показником ліквідності ринку капіталу, який розраховується як співвідношення обсягу торгів акціями та ринкової капіталізації, що більш жорстко характеризує ефективність функціонування саме ринку капіталу країни.

Подані показники можна об'єднати в групу, що характеризує рівень фінансової активності посередників, а саме:

- коефіцієнт, що характеризує співвідношення суми внутрішніх кредитів (за винятком міжбанківських кредитів) та обсягу торгів на ринку капіталу у відсотках до валового внутрішнього продукту;
- співвідношення вимог банків до приватного сектора та ВВП;
- співвідношення вимог небанківських фінансових інститутів до приватного сектора та ВВП;
- співвідношення активів центрального банку та ВВП;
- коефіцієнт концентрації банківського сектора, що характеризується співвідношенням активів трьох найбільших банків та загальних активів банків;
- коефіцієнт присутності іноземного капіталу в банківській системі країни, який, як правило, має тенденцію до зниження в країнах з високим рівнем ВВП на душу населення. На нашу думку, аналогічний коефіцієнт доцільно розраховувати і для інших фінансових посередників, оскільки вони можуть контролювати суттєві потоки заощаджень в економіці країни;
- співвідношення ринкової капіталізації та ВВП;
- співвідношення обсягу торгів на ринку капіталу та ВВП;
- співвідношення активів кредитних інститутів та капіталізації ринку.



Запропоновані показники дозволяють певною мірою визначити ефективність функціонування фінансових посередників у країні та їх вплив на економічне зростання. Водночас необхідно підкреслити, що для кожної країни не стільки важливим є конкретна фінансова архітектура, що характеризується співвідношенням ролі банківської системи чи ринку капіталу, скільки загальний рівень розвитку фінансових посередників. Основні показники розвитку фінансового посередництва в Україні наведено в таблиці 3.1.

Таблиця 3.1

Індикатори розвитку фінансового посередництва в Україні

Показники	Рік		
	2004	2005	2006
Фінансова архітектура			
Співвідношення активів банків та ринкової капіталізації	2,26	1,74	1,63
Співвідношення активів банків та небанківських фінансових установ	6,53	9,00	10,97
Співвідношення вимог банків до приватного сектора та обсягу торгів на ринку капіталу	0,05	0,08	0,16
– в тому числі організованого ринку	1,57	2,04	2,7
Розмір та ефективність фінансової системи			
Співвідношення активів банків та ВВП	0,41	0,51	0,66
Співвідношення активів фінансових посередників до ВВП	0,47	0,56	0,72
Співвідношення активів фінансових посередників та ринкової капіталізації до ВВП	0,65	0,85	1,12
Коефіцієнт фінансової глибини	0,36	0,44	0,48
Коефіцієнт ліквідності ринку капіталу	2,21	1,40	1,04
Співвідношення чистого процентного доходу та активів банків	0,04	0,04	0,04
Співвідношення загального обсягу торгів на ринку та чистого процентного доходу банків	55,4	49,7	36,02
– в тому числі загального обсягу торгів на організованому ринку та чистого процентного доходу банків	1,60	2,02	2,10
Співвідношення коефіцієнта оборотності фондового ринку та частки накладних витрат в активах банків	5,5	7,5	17
Співвідношення коефіцієнта оборотності фондового ринку та частки чистого процентного доходу в активах банків	2,75	3,75	4,25

Показники	Рік		
	2004	2005	2006
Активність фінансових посередників			
Співвідношення вимог банків до приватного сектору та ВВП	0,04	0,08	0,15
Співвідношення активів трьох найбільших банків до активів банків	0,26	0,25	0,24
Співвідношення суми кредитів та обсягу торгів на ринку капіталу до ВВП	1,19	1,24	1,38
– в тому числі співвідношення суми кредитів та обсягу торгів на організованому ринку капіталу до ВВП	0,28	0,36	0,51
Співвідношення ринкової капіталізації та ВВП	0,18	0,29	0,40
Співвідношення обсягу торгів на ринку капіталу та ВВП	0,93	0,91	0,92
– в тому числі співвідношення обсягу торгів на організованому ринку капіталу та ВВП	0,03	0,04	0,05

В Україні провідну роль у фінансовому посередництві відіграють на сьогодні саме банки. Так показник співвідношення активів банків та небанківських фінансових установ свідчить про те, що в Україні на сьогодні формується стійка тенденція до розвитку банкоцентричної моделі фінансового ринку. Протягом аналізованого періоду активи банків зросли порівняно з активами небанківських фінансових посередників. Якщо в 2004 році активи банків у 6,5 раза перевищували активи небанківських фінансових посередників, то вже в 2006 році майже в 11 разів.

Слід зазначити, що у процесі розрахунків, показники в яких використовувались, дані щодо обсягу торгів на ринку капіталу нами оцінювались з двох позицій, а саме – загального обсягу торгів за даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку та обсягу торгів на організованому ринку. Це потрібно для того, щоб оцінити більш реально ситуацію на ринку капіталу, оскільки в Україні частка організованого ринку є досить незначною, а операції на неорганізованому ринку характеризуються низьким рівнем прозорості та ефективності. Крім того, діяльність фінансових посередників в першу чергу стосується саме організованого ринку країни. Таким чином, роль

фінансового посередництва в даному випадку буде оцінена більш об'єктивно. Як видно з даних таблиці 3.1, зазначені показники досить сильно відрізняються між собою.

Стосовно показників, що відображають розмір та ефективність фінансової системи країни, то їх значення є досить невисокими порівняно із показниками країн, в яких фінансовий ринок знаходиться на високому рівні розвитку. Так, наприклад, в США розмір активів основних фінансових посередників протягом 2004-2006 років у 3 рази перевищував обсяг ВВП, в той час як в Україні цей показник становив у 2006 році лише 0,72.

На сучасному етапі розвитку фінансового ринку України досить складним є проведення саме комплексної оцінки його розвитку. Це пов'язано з цілим рядом причин, зокрема, наприклад, офіційна інформація стосовно небанківських фінансових установ, таких як: недержавні пенсійні фонди, кредитні спілки, ломбарди, фінансові установи є досить обмеженою, оскільки звіти про роботу Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України фактично подають інформацію лише за період з 2004 по 2006 рік, і обсяг такої інформації є досить обмеженим, його недостатньо для проведення об'єктивної оцінки.

З точки зору державних установ, що регулюють діяльність всіх фінансових посередників, не існує на сьогодні комплексного підходу, оскільки всі вони відстежують розвиток фінансових посередників і, відповідно фінансового ринку країни, фрагментарно в межах своїх секторів. Не проводиться такого аналізу і з боку органів, що відповідають за формування фінансової політики в державі, в першу чергу Кабінетом Міністрів України. Таким чином, розвиток фінансового ринку в Україні знаходиться лише на ранній стадії свого становлення і на сьогодні не в змозі в повному обсязі задовольнити потреби економіки в інвестиціях та ефективного їх розподілу.



3.2. Методичні підходи щодо забезпечення посередницької діяльності на фінансовому ринку

Розвиток посередників фінансового ринку є необхідною передумовою розвитку інших секторів економіки країни. Наявність ефективних фінансових посередників – банків, страхових компаній, недержавних пенсійних фондів, кредитних спілок та інших фінансових установ сприяє стабільному та прогнозованому розвитку усіх економічних процесів у суспільстві. Акумуляуючи значні обсяги коштів, фінансові посередники є потужним джерелом інвестицій в економіку України, що розвивається досить стрімкими темпами.

Визначаючи своїм пріоритетом у середньостроковій перспективі приєднання до європейського співтовариства, Україна має розв'язати нагальну проблему прискорення розвитку свого фінансового ринку, зокрема і його фінансових посередників. Очевидно, що майбутній розвиток фінансового ринку фактично неможливий без реформування функціонування фінансових посередників. Критично важливими умовами успішного розвитку фінансових посередників, на думку автора є:

- високі стандарти фінансової прозорості, що забезпечуються якісною бухгалтерською звітністю та ефективністю нагляду за її надійністю;
- спрямованість законодавства та регулювання на пріоритетний захист прав кредиторів при банкрутстві, ліквідації підприємства;
- забезпечення умов дотримання контрактів.

Слід зазначити, що важливою характеристикою розвитку фінансового ринку країни є його здатність забезпечувати довгострокові інвестиційні ресурси. Здатність інвесторів надавати довгострокові інвестиції визначається зокрема і рівнем розвитку фінансових посередників. Слід зазначити, що довгострокові кошти повинні акумулювати перш за все такі фінансові посередники, як недержавні пенсійні фонди та страхові компанії, якщо не брати до уваги банки. Як видно з рис. 3.4, в Україні серед фінансових посередників най-

більш потужними є саме банки, частка їх активів поступово зростає, якщо в 2004 році показник становив 87 %, то вже у 2006 році – 92 %. Це ще раз підтверджує висновок, що в Україні поступово формуються основи банкоцентричної моделі фінансового ринку.

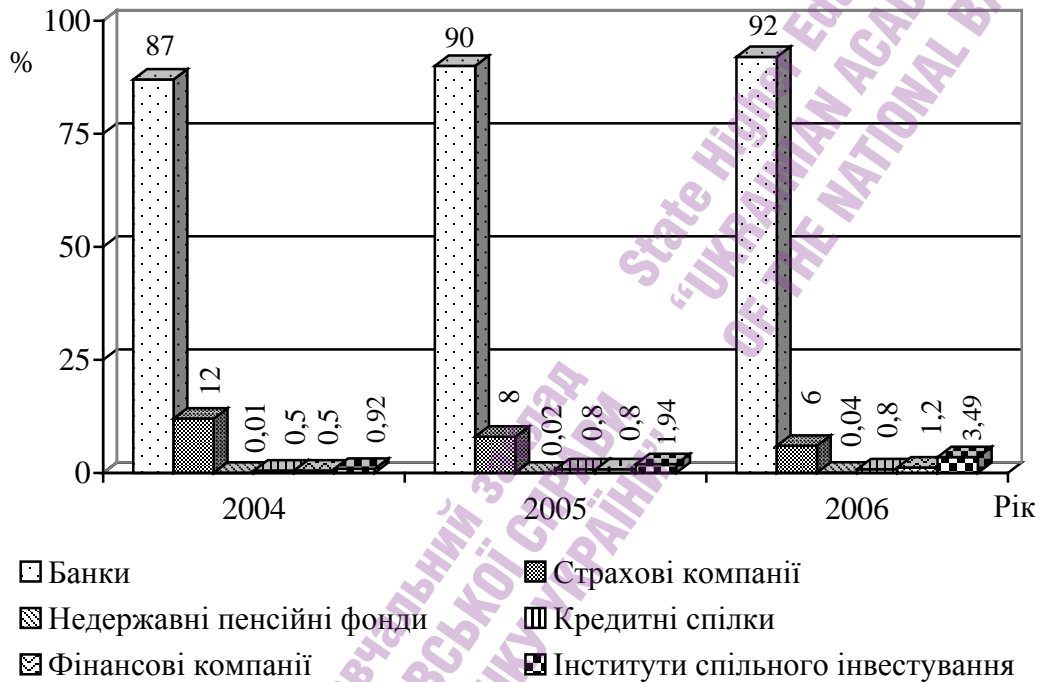


Рис. 3.4. Структура активів фінансових посередників України (за даними НБУ, ДКЦПФР, ДКРРФП)

Серед небанківських фінансових установ, що є посередниками на фінансовому ринку, провідна роль належить страховим компаніям, але протягом аналізованого періоду питома вага їх активів у загальній сумі активів всіх посередників поступово знижується з 12 % у 2004 році до 6 % у 2006 році. Частка всіх інших активів фінансових посередників є незначною. Серед фінансових посередників на увагу заслуговує стрімке зростання активів інститутів спільного інвестування – протягом трьох років їх частка збільшилась досить суттєво з 0,92 % в 2004 році до 3,49 % в 2006 році.

Для порівняння наведемо структуру активів фінансових посередників у Сполучених Штатах Америки, розраховану автором за даними Федеральної

резервної системи США [322] (табл. 3.2). На відміну від фінансових посередників, що функціонують в Україні, розподіл активів між фінансовими посередниками США є більш рівномірним.

Таблиця 3.2

Структура активів фінансових посередників, у % від загальної вартості активів на прикладі США, (за даними Федеральної резервної системи США)

Фінансові посередники	Рік					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Комерційні банки	0,25	0,26	0,25	0,24	0,25	0,24
Банківські холдингові компанії	0,03	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04
Ощадні установи	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,04
Кредитні спілки	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Страхові компанії	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Страхові компанії із страхування життя	0,12	0,12	0,12	0,12	0,11	0,11
Недержавні пенсійні фонди	0,14	0,13	0,14	0,14	0,14	0,13
Взаємні фонди грошового ринку	0,08	0,08	0,06	0,05	0,05	0,06
Взаємні фонди	0,15	0,14	0,15	0,15	0,16	0,17
Фінансові компанії	0,04	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Фонди інвестування в нерухомість	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01	0,01
Брокери та дилери цінних паперів	0,05	0,05	0,05	0,05	0,06	0,07
Консолідовані корпорації	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04

Водночас частка банків у загальній сумі активів є значно нижчою і в середньому знаходиться на рівні 25 %, але при цьому необхідно підкреслити, що в США класичні комерційні банки не мають реального доступу до ринку капіталу, вони акумулюють кошти у вигляді депозитів та розміщують їх у вигляді кредитів, а операції з цінними паперами для них є недопустимими.

Частка всіх інших фінансових посередників є значно більшою. Серед них найбільша питома вага припадає на активи недержавних пенсійних фон-

дів та страхових компаній зі страхування життя. Крім того, в динаміці спостерігається зростання питомої ваги активів взаємних фондів, яка в 2006 році становила 17 %. Така структура активів є більш раціональною з точки зору ефективного функціонування фінансового ринку, оскільки саме недержавні пенсійні фонди та компанії із страхування життя є основними “постачальниками” довгострокових фінансових ресурсів для інвестування їх в економіку.

Водночас структура активів не дає повного уявлення про зміни в обсягах активів фінансових посередників. У зв'язку з цим було автором проведено аналіз динаміки обсягів активів фінансових посередників, результати якого наведені в таблиці 3.3. Можна стверджувати, що стабільне зростання спостерігається по активах банківських установ і обсяги зростання активів також максимальні саме в банків.

Таблиця 3.3

**Динаміка активів фінансових посередників
(за даними НБУ, ДКЦПФР, ДКРРФП)**

Фінансові посередники	Рік			Відхилення			
	2004	2005	2006	2005 до 2004		2006 до 2005	
	Млн. грн.	Млн. грн.	Млн. грн.	Млн. грн.	Разів	Млн. грн.	Разів
Банки	141497	223024	353086	81527	1,58	130062	1,58
Страхові компанії	20013	20920	23995	907	1,05	3075	1,15
Недержавні пенсійні фонди	11	46	137	35	4,18	91	2,98
Кредитні спілки	840	1940	3241	1100	2,31	1370	1,67
Фінансові компанії	816	1871	4825	1055	2,29	2954	2,58
Інститути спільного інвестування	1523	4898	13926	3375	3,22	9028	2,84
Загальна сума активів	164700	252699	399210	87999	1,53	146511	1,58

Страхові компанії хоча і нарощують свої активи, але досить незначними темпами. Крім того, незначні темпи нарощення активів демонструють і інші фінансові посередники. Дана ситуація значною мірою визначається, по-

перше, відсутністю довіри у населення до даних фінансових установ та, по-друге, самим терміном функціонування зазначених установ. Так фактично законодавчо функціонування недержавних пенсійних фондів було закріплено лише в 2003 році з прийняттям Закону України “Про недержавне пенсійне забезпечення” [209].

Функціонування інститутів спільного інвестування реально відбулось також після прийняття Закону України “Про інститути спільного інвестування” (пайові та корпоративні інвестиційні фонди) в 2001 році. Відповідно порівнювати діяльність цих фінансових установ з банками, враховуючи не такий значний період їх розвитку, є не зовсім об’єктивним.

На думку автора, важливими показниками, що характеризують активність діяльності фінансових посередників, є їх питома вага у ВВП країни. Для економіки розвинутих країн характерним є переважання саме небанківських фінансових установ.

Так у США в 2006 році обсяг активів фінансових посередників у 3 рази перевищує обсяг валового внутрішнього продукту країни і в динаміці цей показник постійно зростає, про що свідчать проведені автором розрахунки, що подані в таблиці 3.4.

Таблиця 3.4

**Співвідношення активів фінансових посередників до обсягу валового внутрішнього продукту на прикладі США, у %
(за даними Федеральної резервної системи США)**

Фінансові посередники	Рік					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Комерційні банки	67,43	69,89	71,11	72,95	74,93	77,57
Банківські холдингові компанії	9,30	9,78	10,48	12,18	12,25	12,89
Ощадні установи	12,75	12,87	13,32	14,06	14,39	13,04
Кредитні спілки	4,99	5,35	5,61	5,58	5,51	5,45
Страхові компанії	8,49	8,96	9,63	9,90	10,00	10,11

Фінансові посередники	Рік					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Страхові компанії із страхування життя	31,84	31,80	34,29	35,20	34,98	35,62
Недержавні пенсійні фонди	38,67	35,06	41,08	41,89	41,16	42,00
Взаємні фонди грошового ринку	22,12	21,21	18,32	16,02	16,13	17,58
Взаємні фонди	40,83	37,56	42,30	46,33	48,63	53,74
Фінансові компанії	11,44	13,78	15,26	15,84	14,93	14,38
Фонди інвестування в нерухомість	0,75	0,97	1,24	2,16	2,65	3,07
Брокери та дилери цінних паперів	14,47	12,73	14,66	15,72	17,10	20,85
Консолідовані корпорації	12,08	10,90	10,55	11,91	11,61	12,15
Співвідношення активів до ВВП	275	271	288	300	304	318

Серед небанківських установ найбільшими є показники взаємних фондів, обсяг активів яких становить майже половину розміру ВВП. Провідна роль належить також недержавним пенсійним фондам і страховим компаніям із страхування життя.

В Україні очевидним є переважання банківських активів у структурі валового внутрішнього продукту країни, при цьому спостерігається позитивна динаміка в зростанні частки з 41 % у 2004 році до майже 66 % у 2006 році (рис. 3.5). Серед небанківських фінансових установ найбільшу частку в структурі ВВП мають страхові компанії. В даному випадку необхідно звернути увагу, що на відміну від розвинутих фінансових ринків, де значні позиції мають компанії із страхування життя, в Україні зазначені компанії розвинуті слабо. Загальна сума всіх активів фінансових посередників щодо валового внутрішнього продукту країни становила у 2004 році – 48 %, у 2005 році – 57 %, у 2006 – 74 %. Очевидним є збільшення зазначеного показника, але водночас, порівняно із аналогічними показниками економічно розвинутих країн цей показник є досить низьким.

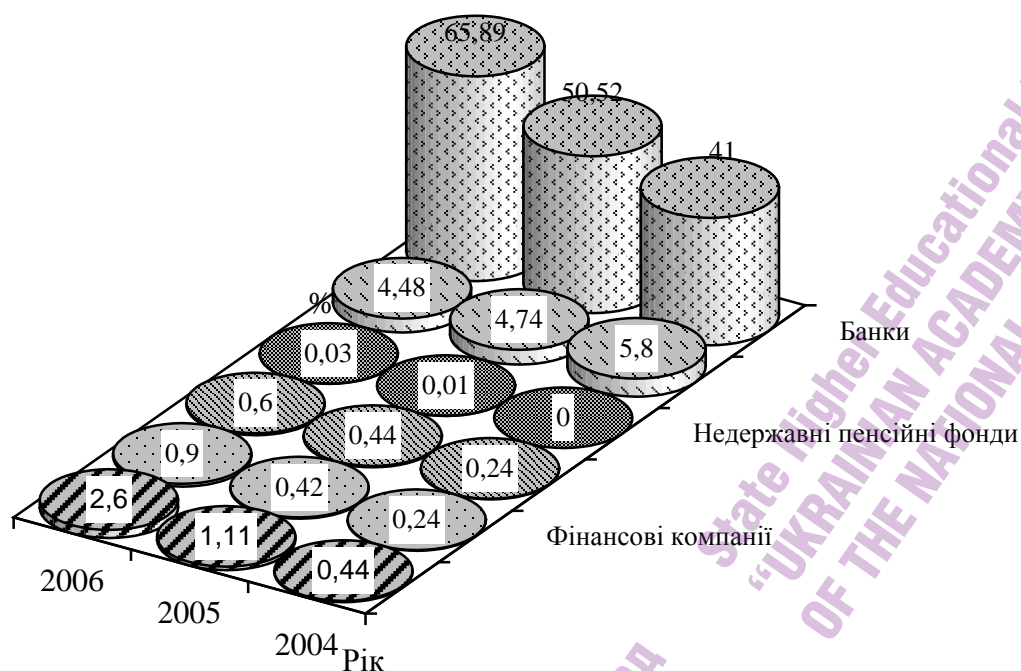


Рис. 3.5. Частка активів фінансових посередників у відсотках до валового внутрішнього продукту (за даними НБУ, ДКЦПФР, ДКРРФП)

Нерівномірне зростання активів різних сегментів ринку обумовлене, на наш погляд, різними стадіями їх розвитку: нещодавно створені недержавні пенсійні фонди лише розпочинають свою діяльність і нарощують активи з відносно незначної бази; наряду з цим за рік різко збільшилась кількість компаній, що надають послуги з управління активами фізичних та юридичних осіб у сфері житлового будівництва, тоді як кількість страхових компаній залишається сталою і різкого збільшення рівня капіталізації у цьому найрозвинутішому небанківському секторі протягом року не відбувалось. Суттєвою причиною збільшення активів фінансових компаній стало те, що в минулому році вони активно вживали заходів для підвищення рівня своєї капіталізації з метою дотримання встановлених Державною комісією з регулювання ринку фінансових послуг України нормативів, спрямованих на забезпечення їх фінансової надійності і захист майнових інтересів споживачів фінансових послуг (табл. 3.5).

Основні показники розвитку фінансових посередників в Україні, за виключенням банків, (за даними ДКРРФП)

Показники	Рік			Відхилення, %	
	2004	2005	2006	2005 р. до 2004р.	2006р. до 2005р.
Страхові компанії					
Кількість укладених договорів страхування, тис. шт.	285 873	336824	554579	17,8	64,6
Активи, млн. грн.	20013	20920	23995	4,5	14,7
Валові страхові премії, млн. грн.	19431	12854	13830	-33,8	7,6
Валові страхові виплати, млн. грн.	1540	1894	2599	23,0	37,2
Страхові резерви, млн. грн.	8 272	5 046	6 014	-39,0	19,2
Недержавні пенсійні фонди					
Кількість учасників за укладеними пенсійними контрактами, тис. осіб	26	88	193	338,5	219,3
Активи, млн. грн.	11	46	137	418,2	297,8
Пенсійні внески, млн. грн.	н/д	36,4	119,7		328,8
– в т.ч. від фізичних осіб, млн. грн.	н/д	2,2	5,3		240,9
– від юридичних осіб, млн. грн.	н/д	34,1	109,1		319,9
Пенсійні виплати, млн. грн.	н/д	1,7	4		235,2
Кредитні спілки					
Кількість членів КС, тис. осіб	785	1231	1791	156,8	160,11
Активи, млн. грн.	840	1940	3241	231,0	167,1
Видані кредити, млн. грн.	691	1442	2597	208,7	180,1
Залучені депозити, млн. грн.	550	1146	1927	208,4	168,2
Фінансові компанії					
Активи, млн. грн.	816	1871	4825	229,3	257,9
Вартість фінансових активів, що є предметом договору, млн. грн.	3415	7049	12225	206,4	173,4

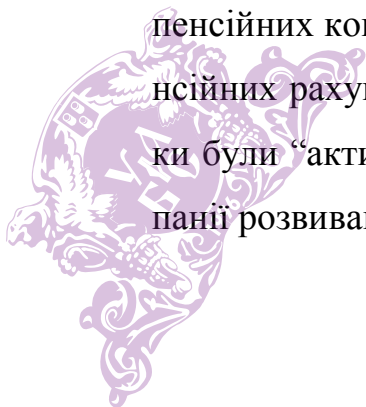


Протягом 2006 року після впорядкування операцій з перестраховання стабілізувалася ситуація на страховому ринку, про що свідчать показники його діяльності. По всіх основних показниках – обсяг активів і сплачених статутних фондів, обсяги сформованих резервів, отриманих страхових премій та здійснених страхових виплат у 2006 р. досягнуто приросту від 7,6 до 37,2 % порівняно з попереднім роком.

В ході дослідження визначено, що в Україні значними темпами розвивають свою діяльність компанії зі страхування життя: за 2006 рік ними отримано страхових премій на 40,3 % більше ніж у попередньому році, здійснено страхових виплат на 65,4 % більше. Після різкого спаду в інфляційні 90-ті роки ХХ ст. цей, колись найрозвинутіший, класичний вид страхування швидкими темпами відновлює свої позиції, хоча його частка поки що залишається незначною – за 2006 рік обсяг валових премій із страхування життя складав усього 3,3 % від загального обсягу страхових премій.

В результаті аналізу можна стверджувати, що за останні роки суттєвих зрушень досягнуто у становленні та розвитку діяльності установ недержавного пенсійного забезпечення. Темпи зростання активів недержавних пенсійних фондів у 2006 році в декілька разів випереджали темпи зростання активів банківського сектора. Це дає підставу сподіватися на те, що цей сегмент фінансових послуг посяде гідне місце в економічному житті та соціальній сфері нашого суспільства. Про це свідчить стрімке зростання не лише активів недержавних пенсійних фондів, а й кількість їх учасників та кількість укладених пенсійних контрактів.

Протягом 2005 року кількість учасників НПФ зросла більш ніж удвічі і склала понад 193 тис. осіб. Більш як на 70 % збільшилась кількість укладених пенсійних контрактів. При цьому майже по трьох чвертях індивідуальних пенсійних рахунків на кінець року сплачувались пенсійні внески, тобто рахунки були “активними”. Слід зазначити, що і кредитні спілки, і фінансові компанії розвиваються досить динамічно.



Як було зазначено раніше, активи недержавних пенсійних фондів у країнах з розвинутим фінансовим ринком є потужним інвестиційним фактором. Враховуючи той факт, що в Україні недержавні пенсійні фонди лише роблять перші кроки, все ж таки поступово відбувається їх диверсифікація. Це, перш за все, обумовлено специфікою застосування строків відповідно до встановлення вимог до складу та структури активів, а саме – застосування цих вимог через 18 місяців з моменту реєстрації пенсійного фонду як фінансової установи. Крім того, з огляду на незначні накопичення активів деякими недержавними пенсійними фондами та необхідність збереження коштів учасників, ДКЦПФР переглядаються строки диверсифікації, які в окремих випадках подовжуються. Таким чином, результати проведеного аналізу дозволяють стверджувати, що структура інвестицій пенсійних активів в цілому на ринку недержавного пенсійного забезпечення відповідає вимогам законодавства щодо обмеження інвестування пенсійних активів (табл. 3.6).

Таблиця 3.6

Структура інвестування активів недержавних пенсійних фондів в 2006 році (за даними ДКРРФП)

Активи	Сума інвестицій, тис. грн.	Частка інвестицій у загальному обсязі пенсійних активів, %	
		Фактично	Згідно законодавства
Пенсійні активи, всього	137369,1	100,0	X
Інвестовані пенсійні активи, з них	130969,9	95,3	X
– грошові кошти на депозитах банків	46835,4	34,1	До 40
– цінні папери, дохід за якими гарантовано Радою Міністрів АР Крим, місцевими радами	1424,7	1,0	До 20
– цінні папери, дохід за якими гарантовано КМУ	2072,6	1,5	До 50
– облігації українських емітентів	53657,9	39,1	До 40
– акції українських емітентів	15865,2	11,5	До 40
– іпотечні цінні папери	20,3	0,015	До 10
– об'єкти нерухомості	1195,7	0,9	До 10
– банківські метали	4234,5	3,1	До 10
– активи не заборонені законодавством	5663,6	4,1	До 5

Отже, за даними Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України найбільш привабливими з точки зору недержавних пенсійних фондів є облігації вітчизняних емітентів (39,1 %) та грошові кошти на депозитах банків (34,1 %).

Необхідно звернути увагу на ту ситуацію, що інвестування активів у цінні папери, які згідно із законодавчими обмеженнями повинні складати найбільшу частку, а саме – цінні папери, дохід за якими гарантовано Кабінетом Міністрів України, становлять лише 1,5 %. Але саме ці цінні папери повинні створити мінімальний рівень ризику в портфелі. Безумовно, що інвестиції в облігації та на депозити мають нижчий рівень ризику, ніж інвестиції в акції та інші види цінних паперів. Оскільки частка інвестованих коштів в облігації є найбільшою, то необхідно, на нашу думку, розглянути в цінні папери яких саме галузей були вкладені кошти (рис. 3.6).

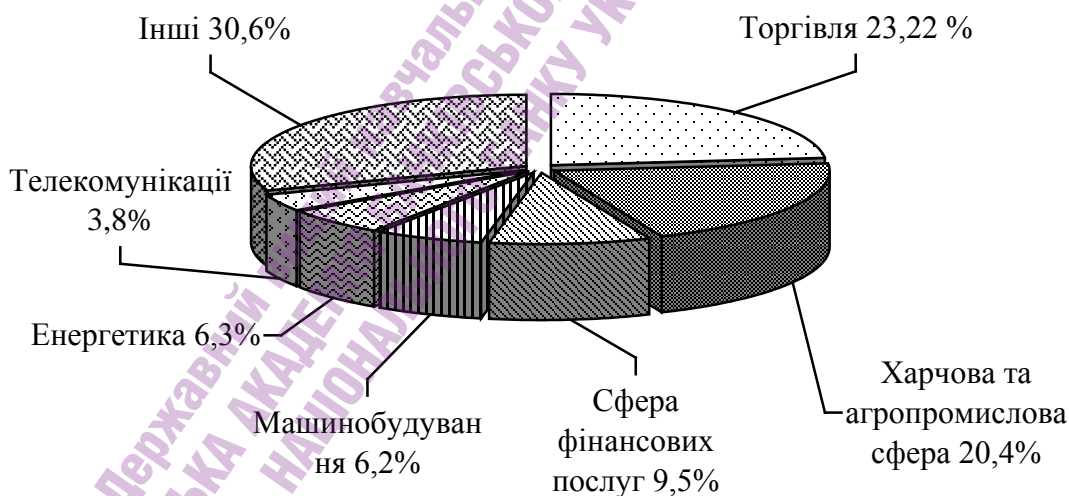


Рис. 3.6. Галузева структура облігацій українських емітентів, в які інвестовано кошти недержавних пенсійних фондів у 2006 р., (за даними ДКРРФП)

Проведений аналіз дозволяє автору стверджувати, що кошти, інвестовані в облігації, емітовані вітчизняними підприємствами, є достатньо диверсифікованими, і вкладені в ті галузі, які на сьогодні є інвестиційно привабливими та забезпечують досить значний рівень доходу.

Інвестиції в акції вітчизняних емітентів складають 11,5 %, тобто посідають третю позицію в портфелі. Враховуючи, що інвестиції в акції є досить ризикованими, важливою з точки зору управління ризиком є галузева структура інвестування (рис. 3.7). На відміну від операцій з облігаціями, при інвестуванні коштів в акції очевидним є невисокий рівень диверсифікації, оскільки значну частку активів вкладено в галузі промисловості.

Дана ситуація обумовлюється, на думку автора, саме станом та структурою акцій, поданих на ринку капіталу, та відповідною структурою емітентів, що пройшли рейтингування. Відповідно і фінансовий ринок на сьогодні не дозволяє повною мірою провести диверсифікацію активів пенсійними фондами.

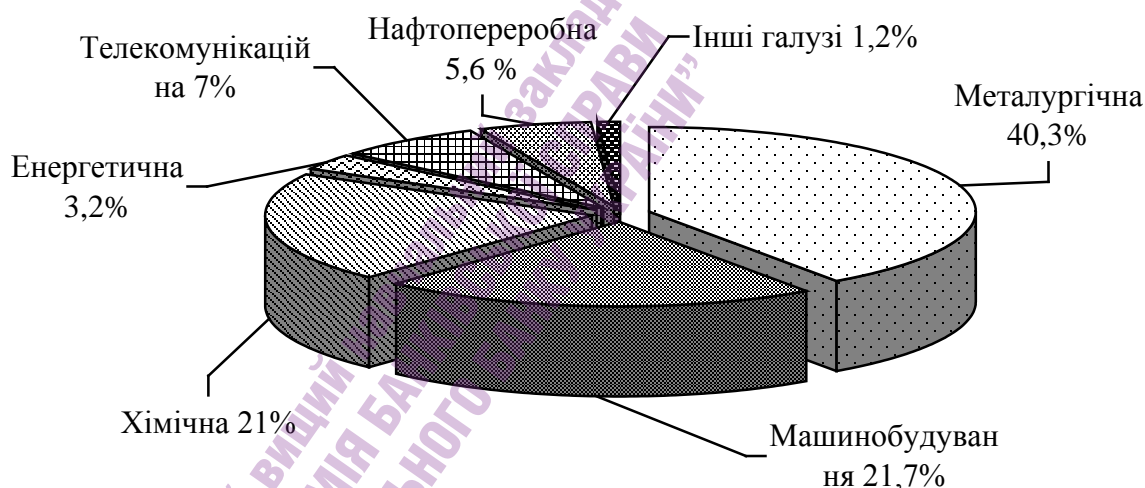


Рис. 3.7. Галузева структура акцій, в які інвестовано кошти недержавних пенсійних фондів у 2006 р., (за даними ДКРРФП)

Якщо ж проаналізувати структуру інвестицій пенсійних фондів країн, де функціонують найбільші “пенсійні” ринки, а саме: Австралії, Канади, Японії, Нідерландів, Швейцарії, Великобританії та США, то за даними компанії Watson Wyatt у 2006 році їх структура була такою: акції – 60,2 %, облігації – 25,5 %, грошові інструменти – 7 %, нерухомість та інші – 7,3 %. Зага-

льний обсяг світових пенсійних накопичень становив у 2006 році – 23,5 трлн. дол. США.

Слід зазначити, що на думку автора, сьогодні є ряд факторів, які стримують перехід до диверсифікації активів пенсійних фондів та впливають на формування активів відповідно до встановлених законодавством вимог:

- необхідність стимулювання добровільного розвитку рейтингування на підставі добровільного розкриття інформації;
- необхідність створення та забезпечення функціонування ринкового середовища, зокрема, розширення переліку інвестиційних інструментів, що дозволені до інвестування пенсійних активів, випуск цільових державних цінних паперів, захищених від інфляції;
- поліпшення стану корпоративного управління на вітчизняних підприємствах;
- необхідність розширення фінансового інструментарію для діяльності недержавних пенсійних фондів, який забезпечує надійність та прийнятну доходність.

Наряду з оцінкою стану інвестування коштів недержавними пенсійними фондами необхідно проаналізувати і аналогічну діяльність страхових компаній, оскільки вони разом повинні бути найпотужнішими небанківськими інвесторами на фінансовому ринку країни (табл. 3.7).

За даними Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг найбільшу частку коштів інвестовано в акції та на депозити банків відповідно 43,6 та 31,2 %. На нашу думку, сформована структура є певною мірою ризикованою, оскільки інвестиції в ті активи, які дають змогу вирівняти ризик, а саме – облігації та державні цінні папери є досить низькими. Особливо враховуючи той факт, що законодавчо дозволено в ці активи вкладати коштів значно більше. На наш погляд, це також пов'язано як і у випадку з недержавними пенсійними фондами, зокрема і з невисоким рівнем розвитку ринку капіталу в країні та відсутністю достатньої кількості високонадійних та високоліквідних цінних паперів саме довгострокового характеру. Все це знижує

рівень ефективності функціонування базових для розвинутих країн фінансових посередників.

Таблиця 3.7

Структура інвестування активів страхових компаній в 2006 році

(за даними ДКРРФП)

Страхові резерви	Загальна сума сформованих страхових резервів,	
	млн. грн.	У %
Всього	17488,2	100,0
В тому числі за напрямками інвестування:		
– Кошти на поточних рахунках в банках	773,6	4,4
– Банківські вклади (депозити)	5453,7	31,2
– Банківські метали	41,1	0,2
– Нерухоме майно	794,6	4,5
– Акції	7626,1	43,6
– Облігації	363,5	2,1
– Іпотечні сертифікати	40,3	0,2
– Цінні папери, що емітовані державою	183,4	1,1
– Права вимоги до пере страховиків	2163,9	12,4
– Інші категорії активів відповідно до законодавства	47,9	0,3

Слід також відзначити, що останнім часом досить інтенсивно почали розвиватись інститути спільного інвестування. Так 2006 рік став роком активного розвитку ринку спільного інвестування. Швидкими темпами зростала кількість суб'єктів ринку, вартісні показники обсягу ринку, відчутні досягнення показав ринок і за якістю управління активами. Це підтверджується тим, що за період з 2004 по 2006 рік питома вага чистих активів інститутів спільного інвестування у валовому внутрішньому продукті країни зросла з 0,44 до 2,6 %. Для української економіки – це досить швидкі темпи розвитку.

За даними Української асоціації інвестиційного бізнесу вартість чистих активів інститутів спільного інвестування за період з 2004 по 2006 рік збіль-

шилась у 9 разів. З даних, наведених у таблиці 3.8, можна зробити висновок, що зазначений тип фінансових посередників розвивається досить динамічно. Серед розглянутих в ході дослідження фінансових посередників саме інститути спільного інвестування демонструють найбільші темпи розвитку. У структурі фондів найбільшу частку займають активи венчурних фондів, їх питома вага є найбільшою за весь аналізований період з 2004 по 2006 рік і становить відповідно – 92,4, 91,8 та 91,5 %.

Таблиця 3.8

**Динаміка вартості чистих активів інститутів спільного інвестування,
млн. грн. (за даними ДКЦПФР)**

Інститути спільного інвестування	Рік			Темп зростання, %	
	2004	2005	2006	2005 р. до 2004 р.	2006 р. до 2005 р.
Відкриті	3,383	27,962	61,959	726,6	121,6
Інтервальні	24,032	31,269	41,425	30,1	32,5
Закриті (невенчурні)	88,722	341,048	1079,164	284,4	216,4
Венчурні	1406,521	4497,762	12743,715	219,8	183,3
Разом	1522,657	4898,042	13926,263	221,7	184,3

Позитивні зрушення відбулися в обсягах внесків фізичних осіб до інвестиційних фондів. На тлі всього ринку ці зрушення незначні: чисті активи, що належать фізичним особам, на кінець 2006 року складають 2,79 % від загальної активів. При порівнянні обсягів розміщених коштів фізичних осіб у інвестиційні фонди та на банківські депозити – розрив складає 275 разів. Проте у межах фондів, які можуть працювати з населенням, зміни відчутні. За 2006 рік обсяг вкладень фізичних осіб зріс у 8 разів, в той час коли чисті активи невенчурних фондів зросли лише в 3 рази. Найбільший приріст забезпечили закриті інвестиційні фонди, в яких участь фізичних осіб збільшилась з 2,52 до 30,41 % за 2006 рік.

Аналізуючи структуру інвестиційних портфелів, зазначимо, що близько 55 % активів ринку спільного інвестування розміщено в цінні папери

(рис. 3.8). На відміну від інвестування коштів страховими компаніями та недержавними пенсійними фондами, структура коштів, розміщених інститутами спільного інвестування в цінні папери є більш різноманітною. Зазначені інвестори працюють як з акціями, так і з облігаціями, причому з облігаціями підприємств, субнаціональними облігаціями та облігаціями внутрішньої державної позики. Крім того, на відміну від інших фінансових посередників інститути спільного інвестування розміщують кошти в ощадні сертифікати та векселі.

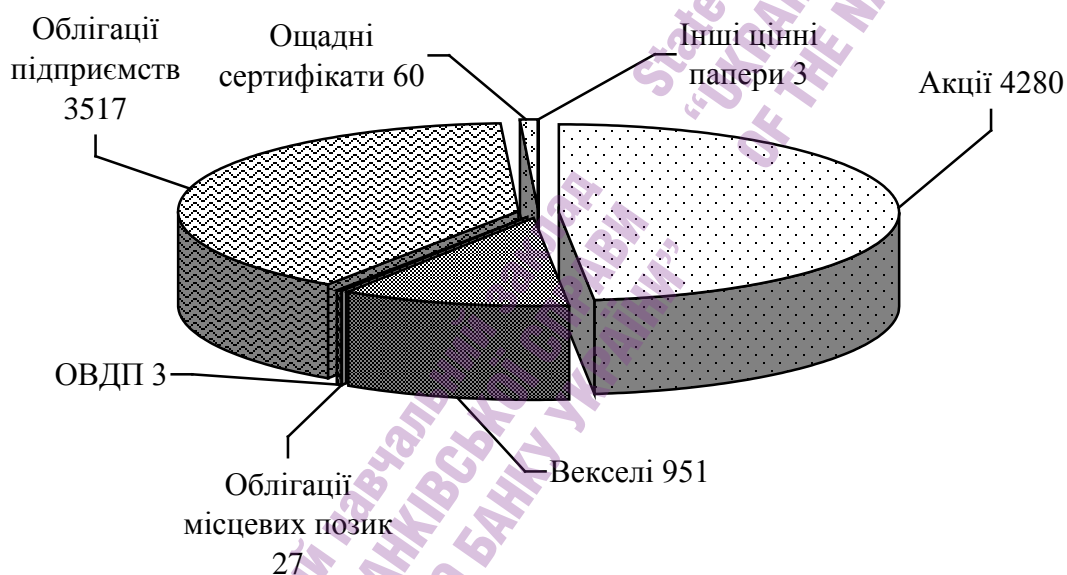


Рис. 3.8. Структура портфеля цінних паперів інститутів спільного інвестування за 2006 рік, млн. грн. (за даними ДКЦПФР)

Це в свою чергу дозволяє отримувати досить високі обсяги прибутку та забезпечувати зацікавленість населення в інвестиційних фондах у порівнянні з альтернативними напрямками інвестування. Середня прибутковість венчурних інвестиційних фондів склала 35,43 %.

В цілому середньоринкова прибутковість становила 39,96 %. Лідером, як і в 2005 році, став сегмент венчурних фондів з рівнем прибутковості 40,36 %. Найгірші результати показали інтервальні інститути спільного інвестування: їхня прибутковість склала 14,96 %.

Отже, такі організації, як недержавні пенсійні фонди, інвестиційні фонди, страхові компанії, є найактивнішими учасниками фінансових ринків розвинутих країн. В Україні ці інститути поки перебувають на початковому етапі свого розвитку і не мають значних ресурсів для інвестування в цінні папери. Проте подальший розвиток ринку залежатиме від величини наявного попиту – ефективності і розміру інституційних інвесторів.

Одним із найбільш нагальних завдань щодо розвитку інституційних інвесторів на ринку України, на наш погляд, є зменшення стимулів їх участі у тіньових схемах та переслідування незаконних трансакцій з відмивання коштів. Участь у тіньових схемах означає:

- менше приділення уваги і менш якісне виконання основних функцій фінансового посередника, що може призвести до збільшення ризикованості як окремих інститутів, так і фінансового ринку в цілому;
- підрив довіри до фінансового сектора, що обмежує доступ фінансових інститутів до ресурсів населення та може мати негативні наслідки для стабільності як фінансового сектора, так і економіки в цілому;
- зменшення довіри до України з боку іноземних інвесторів.

Для усунення таких недоліків функціонування фінансового сектора, перш за все, необхідно усунути стимули для використання окремих видів фінансових інститутів з цією метою. Насамперед, необхідно впорядкувати оподаткування прибутку підприємств (лібералізація дозволених витрат, наближення податкового і бухгалтерського обліку) та привести оподаткування страхових компаній у відповідність до практик країн ОЕСР.

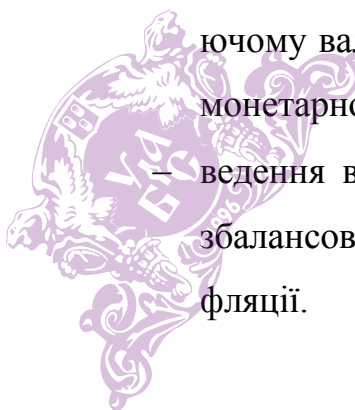
Окремим компонентом розвитку інституційних інвесторів є активізація дій щодо впровадження пенсійної реформи. Це дозволить більш швидко розвиватися недержавним пенсійним фондам, які можуть стати активними учасниками фінансового ринку України. Проте, на нашу думку, необхідно врахувати декілька факторів. По-перше, ефективного розвитку недержавних пенсійних фондів неможливо досягнути без розвинутих інших складових фінансового сектора, зокрема організованого ринку капіталу, розширення на-

бору доступних фінансових інструментів та ін. По-друге, не можна очікувати, що недержавні пенсійні фонди стануть суттєвими гравцями на фінансовому ринку за короткий проміжок часу. Це пояснюється тим, що сам по собі процес їх створення та процес залучення клієнтів є досить тривалим. Ситуація при цьому ускладнюється можливими труднощами при залученні клієнтів через недовіру населення та його необізнаність із фінансовим сектором.

В цілому, розвиток інституційних інвесторів може мати позитивний вплив на економіку України через сприяння ефективному перерозподілу капіталу та розширення пропозиції інвестиційних ресурсів. Також це має розширити можливості економічних агентів щодо залучення додаткових коштів для розвитку з одного боку та посилити стимули для їх ефективного використання з іншого.

Подальші заходи, пов'язані з лібералізацією руху капіталу, повинні, на наш погляд, включати в себе:

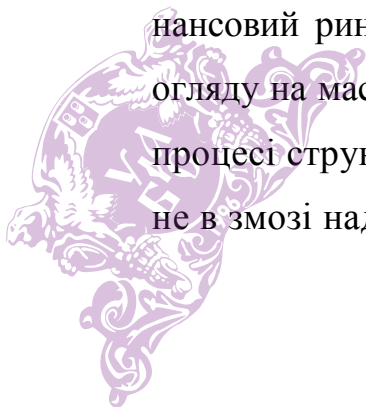
- вдосконалення банківського і фінансового нагляду для моніторингу міжнародних трансакцій і використання складних фінансових інструментів, як наприклад, деривативів;
- повне застосування міжнародних стандартів обліку в фінансовому та корпоративному секторах;
- вдосконалення статистики платіжного балансу і системи відстеження зовнішньоекономічних фінансових потоків. Мова йде про моніторинг макроекономічних агрегатів, а не індивідуальних трансакцій, як у випадку банківського і фінансового нагляду;
- повне використання стандартів інформаційної прозорості урядом і НБУ;
- перехід до нового монетарного режиму – таргетування інфляції при плаваючому валютному курсі або фіксованого курсу за відсутності внутрішньої монетарної політики;
- ведення відповідальної монетарної і фіскальної політики для досягнення збалансованості бюджету, зменшення державного боргу і зменшення інфляції.



Досягнення стратегічних цілей розвитку фінансового ринку України, на думку автора, вимагає в довгостроковому періоді створення системи регулювання і нагляду, що відповідає Базельським принципам, інтеграції внутрішнього фінансового ринку до європейського ринку, наявності повноцінно функціонуючої реформованої пенсійної системи. При цьому система регулювання і нагляду має бути повністю здатна, по-перше, підтримувати стабільність ринку за рахунок впровадження ефективного нагляду за адекватністю капіталу, пруденційного нагляду та переорієнтування на нагляд на основі системи управління ризиками, по-друге, забезпечувати захист прав інвесторів та споживачів, використовуючи розкриття інформації учасниками фінансового ринку на основі загальноприйнятих стандартів бухгалтерського обліку, та недопущення зловживань з боку фінансових посередників та професійних учасників ринку, по-третє, підтримувати достатній рівень конкуренції, ефективний нагляд за фінансовими холдингами та запобігати використанню фінансових установ у тінювих та незаконних схемах.

3.3. Концептуальні основи забезпечення взаємодії посередників фінансового ринку

Вітчизняний фінансовий ринок формується в умовах трансформації економічних відносин, а механізм його функціонування визначає потенційні можливості впливу на економіку. Кардинальні економічні реформи не можуть вважатися завершеними доти, поки не буде створений ефективно діючий фінансовий ринок, що дозволяє залучити в економіку інвестиційні ресурси. З огляду на масштаби економічних перетворень, які відбуваються в Україні у процесі структурної перебудови, необхідні колосальні фінансові кошти, які не в змозі надати ні бюджетна система, ні внутрішні джерела фінансування



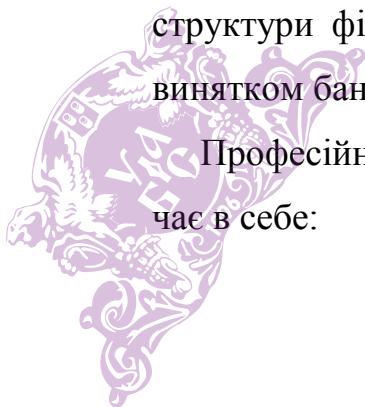
суб'єктів господарювання. У цьому зв'язку роль фінансового ринку є до-
сить вагомою.

В сучасних умовах не викликає сумніву той факт, що фінансовий ри-
нок має системний характер і являє собою, з одного боку, сукупність еко-
номічних відносин, що виникають між його учасниками з приводу обігу
фінансових ресурсів та інструментів, а з іншого боку, є специфічним спосо-
бом організації та взаємодії елементів системи фінансового ринку – емітен-
тів, інвесторів, фінансових посередників та посередників, що функціонують у
межах інфраструктури. Як інфраструктуру доцільно, на наш погляд, розгляда-
ти існування організаційно взаємопов'язаних систем, які обслуговують пото-
ки ресурсів, інформації та послуг фінансового характеру, що спрямовані на
створення оптимальних умов пошуку продавців та покупців фінансових ре-
сурсів. Розвиток ринку й ускладнення його структури об'єктивно викликали
формування і вдосконалення його інфраструктури. Інфраструктура ринку –
це система спеціалізованих організацій, покликаних сприяти функціонуван-
ню окремих ринків.

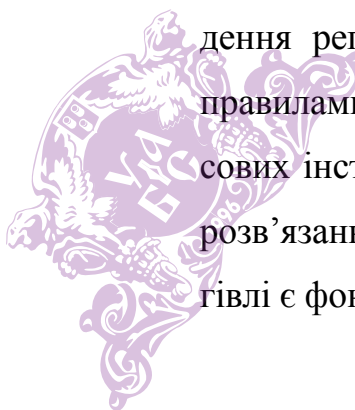
На основі узагальнення функцій, що виконуються в процесі ринкової
взаємодії, учасників фінансового ринку доцільно поділити на дві великі гру-
пи: основні та інфраструктурні.

Фінансові установи, що діють у межах інфраструктури фінансового
ринку, займаються професійною діяльністю, під якою мається на увазі діяль-
ність юридичних осіб з надання фінансових та інших послуг у сфері розміщен-
ня та обігу цінних паперів, обліку прав за цінними паперами, управління ак-
тивами інституційних інвесторів, що відповідає вимогам, визначеним чинним
законодавством. В Україні поєднання професійної діяльності в межах інфра-
структури фінансового ринку з іншими видами професійної діяльності, за
винятком банківської, не допускається, крім випадків, передбачених законом.

Професійна діяльність інфраструктурних фінансових посередників вклю-
чає в себе:



- діяльність з торгівлі цінними паперами, яка провадиться торговцями цінних паперів, – господарськими товариствами, для яких операції з цінними паперами є виключним видом діяльності, а також банками, і в свою чергу включає брокерську діяльність, дилерську діяльність; андеррайтинг; діяльність з управління цінними паперами;
- діяльність з управління активами інституційних інвесторів, яка провадиться торговцем цінними паперами від свого імені за винагороду протягом визначеного строку на підставі договору про управління переданими йому цінними паперами та грошовими коштами, призначеними для інвестування в цінні папери, а також отриманими в процесі цього управління цінними паперами та грошовими коштами, які належать на праві власності установнику управління, в його інтересах або в інтересах визначених ним третіх осіб. Зазначений вид діяльності здійснюється компаніями з управління активами;
- депозитарна діяльність – надання послуг щодо зберігання цінних паперів незалежно від форми випуску, відкриття та ведення рахунків у цінних паперах, обслуговування операцій на цих рахунках та обслуговування операцій емітента щодо випущених ними цінних паперів. Депозитарну діяльність здійснюють реєстратори, зберігачі та депозитарій як прямі учасники Національної депозитарної системи та опосередковані учасники – організатори торгівлі цінними паперами, банки, торговці цінними паперами та емітенти;
- діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку – це діяльність професійного учасника фондового ринку (організатора торгівлі) із створення організаційних, технологічних, інформаційних, правових та інших умов для збирання та поширення інформації стосовно попиту і пропозицій, проведення регулярних торгів фінансовими інструментами за встановленими правилами, централізованого укладення і виконання договорів щодо фінансових інструментів, зокрема здійснення клірингу та розрахунків за ними, і розв'язання спорів між членами організатора торгівлі. Організаторами торгівлі є фондові біржі.



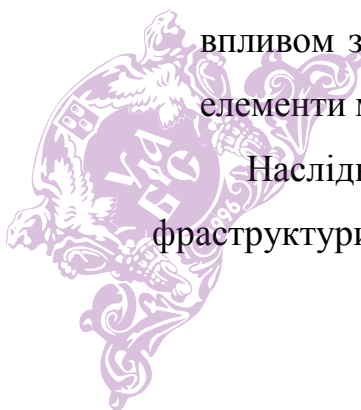
Станом на 2006 рік в Україні зареєстровано 805 торговців цінними паперами, 354 реєстратори, 180 зберігачів, 8 фондових бірж та 2 торговельно-інформаційні системи. Слід зазначити, що в 2006 році відбулась зміна у структурі фондових бірж, а саме – торговельно-інформаційна система ПФТС, на якій відбувається найбільша частка операцій з торгівлі цінними паперами (близько 90 %), отримала статус фондової біржі.

На думку автора інфраструктурна складова фінансового ринку поділяється на операційну, інформаційну та регулюючу (табл. 3.9). Разом з тим, формування та розвиток фінансового ринку вимагають створення адекватної ефективної інфраструктури.

На сучасному етапі розвитку інфраструктура фінансового ринку характеризується відсутністю системної єдності між її складовими елементами. Так основними проблемами функціонування інфраструктури фінансового ринку є:

- наявні 10 організаторів торгівлі здійснюють діяльність абсолютно автономно за власними правилами та не пов'язані ані технологічно, ані інформаційно;
- понад 500 суб'єктів, які здійснюють окремі види депозитарної діяльності технологічно не пов'язані в єдину систему;
- елементи системності наявні лише при обслуговуванні операцій на організованому ринку цінних паперів;
- технологічно депозитарна система українського фінансового ринку значно відстає від платіжної системи та гальмує обіг фінансових інструментів на ринку цінних паперів;
- окремі структурні елементи моделі формувалися відносно самостійно під впливом зовнішніх факторів. Відсутні системоутворюючі інфраструктурні елементи моделі – біржова та депозитарна системи.

Наслідком наявності таких проблем є те, що кожен окремий суб'єкт інфраструктури є постійним джерелом ризику для інвестора.



Класифікація складових елементів інфраструктури фінансового ринку

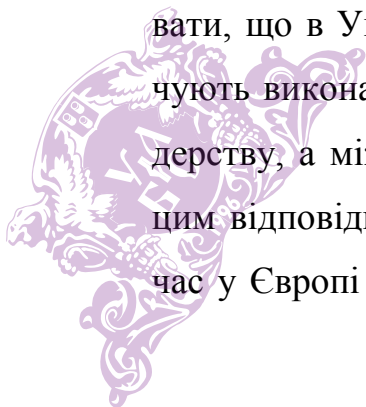
Функціональна складова інфраструктури	Вид інфраструктури	Елементи інфраструктури
Операційна	Технічна	автоматизовані системи торгівлі; програмне забезпечення; засоби зв'язку.
	Торгівельна	біржові площадки; торгові системи.
	Посередницька	торговці цінними паперами; компанії з управління активами; брокери; дилери; андерайтери; фінансові консультанти.
	Депозитарно-реєстраційна	реєстратори; зберігачі; депозитарії; розрахунково-клірингові системи.
Інформаційна	Об'єктивна	бази даних; аналітичні огляди; біржові та позабіржові огляди.
	Суб'єктивна	аналітичні агентства; оцінщики; рейтингові агентства та системи; консалтингові компанії.
Регулююча	Правова	законодавчі та нормативні акти; система захисту прав інвесторів; інструкції та методики.
	Контролююча	ліцензування учасників ринку; умови випуску та реєстрації цінних паперів; контроль з боку власників.
	Науково-етична	професійна етика та мова; система професійної освіти; підвищення кваліфікації та якості обслуговування; діяльність саморегулюючих організацій.

Світові фінансові ринки протягом останнього десятиріччя стрімко модернізувалися в усіх аспектах, зокрема і в напрямку розвитку інфраструктури.

В ході вивчення зарубіжного досвіду автором визначено, що основними глобальними тенденціями на сучасному етапі, є по-перше, створення глобальних торговельних та розрахунково-клірингових систем для обслугову-

вання світової торгівлі, по-друге, зростаюче використання інформаційних та фінансових технологій, впровадження фінансового інжинірингу, по-третє, універсалізація діяльності фінансових посередників, внаслідок чого на перший план висувається не спеціалізація цих установ за видами фінансових послуг, а якість, швидкість та мінімальна ризикованість наданої послуги. По-четверте, комерціалізація центральних ринкових інституцій, тобто остаточне відхилення від публічних форм управління системоутворюючими організаціями – біржами, електронно-комунікаційними мережами, депозитаріями, кліринговими домами, до приватних – переважно у формі господарських товариств, власниками яких є держава та професійні учасники ринку. По-п'яте, консолідація корпоративних інституцій інфраструктури, яка відбувається згідно з утвореною природним шляхом конфігурацією того чи іншого регульованого ринку (так звана “горизонтальна” консолідація, що має здебільшого наднаціональний характер) або здійснювана за ініціативою держави і за згодою учасників ринків у межах однієї країни (“вертикальна” консолідація). По-шосте, консолідація системи державного регулювання усіма складовими ринку, що завершилась у багатьох країнах утворенням єдиного державного органу консолідованого нагляду за фінансовими послугами та ринками, з одночасною дерегуляцією окремих складових фінансових ринків та посилення їх саморегулювання.

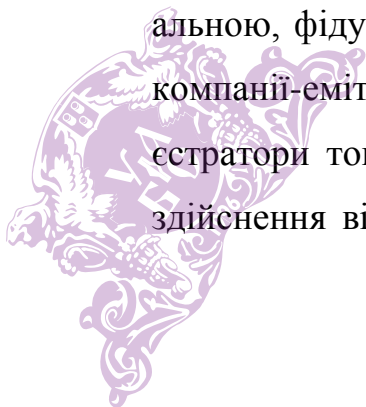
У зв'язку з відсутністю єдиної централізованої системи інфраструктури фінансового ринку суттєво зростають ризики здійснення операцій купівлі-продажу цінних паперів. Собівартість трансакцій з цінними паперами й ризики, пов'язані з їхнім виконанням, залежать від інфраструктури ринку, куди входять біржі, депозитарії, зберігачі та реєстратори. Отже, можна стверджувати, що в Україні на сьогодні склалась така ситуація, що біржі не забезпечують виконання угод по цінних паперах, облікові інститути сприяють рейдерству, а між депозитаріями вже кілька років триває конфлікт, у зв'язку з цим відповідні установи не виконують покладені на них функції. У той же час у Європі відбувається централізація й укрупнення торговельних площа-



док і депозитаріїв. В Україні на сьогодні назріла необхідність приведення інфраструктури фінансового ринку до загальноєвропейських тенденцій. Якщо цього не відбудеться найближчим часом, то відповідно фінансовий ринок країни втратить можливість залучити суттєві грошові потоки для інвестування потреб національної економіки, оскільки, по-перше, у зв'язку з відсутністю ефективного інвестора у вигляді фінансових посередників, все частіше вітчизняні емітенти виходять з операціями IPO саме на європейський ринок, по-друге вітчизняні фінансові посередники в зв'язку із застарілими технологіями, що використовуються в депозитарній та кліринговій діяльності, та відсутністю укладених угод із європейськими розрахунковими системами практично повністю усунені від операцій з цінним паперами іноземних інвесторів. Крім того, наявність нерозвиненої інфраструктури фінансового ринку призводить до зниження ліквідності фінансового ринку країни та підвищення ризиковості проведення операцій.

Цінні папери в Україні випускаються в документарній (паперовій) і електронній формах. При цьому документарні цінні папери можуть переводитися в електронну форму й навпаки. Облік прав власності на цінні папери першого виду (реєстри власників іменних цінних паперів) ведуть реєстратори. Паперами другого виду займаються зберігачі (їх роль найчастіше виконують банки). У цих установах інвестори відкривають рахунки в цінних паперах. Ключова відмінність між двома обліковими інститутами в тому, що реєстратори діють від імені й за дорученням емітентів цінних паперів, зберігачі – від імені та за дорученням інвесторів. Рахунки для зберігачів ведуть депозитарії. Вони ж здійснюють кліринг.

Діяльність з цінними паперами пов'язана з трьома функціями: кастодіальною, фідуціарною і кліринговою. Оскільки різні юридичні особи (банки, компанії-емітенти, брокери-дилери, біржі, клірингові палати, депозитарії, реєстратори тощо) здатні виконувати і виконують ці три функції, практичне здійснення відповідних процедур може бути не до кінця зрозумілим. Тому



важливо чітко визначити, що саме мають робити депозитарії, реєстратори і клірингові палати, та в чому полягає специфіка їх діяльності.

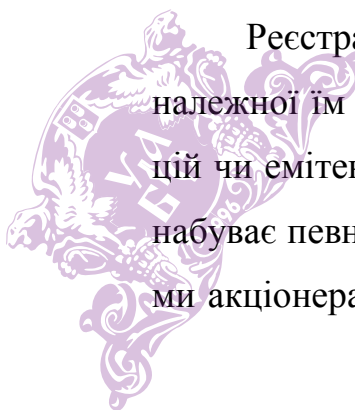
Враховуючи зазначені функції, депозитарії відповідають за надійність ознаки прав власності на цінні папери, реєстратори – захист прав акціонерів, клірингові палати – за гарантію поставки цінних паперів і здійснення оплати за них.

По суті депозитарій – це організація, якій доручено зберігати, зраховувати на депозитні рахунки і списувати з рахунків сертифікати цінних паперів або ж права власності її клієнтів.

Депозитарій може здійснювати такі види діяльності:

- зберігання: цінні папери можуть існувати в електронній, дематеріалізованій формі, тобто у формі електронних записів у реєстрі, або у паперовій формі, знерухомленими у депозитарії;
- зарахування і списання з рахунків: виконання цих функцій означає підтримання стосунків між реєстратором і/або емітентами, а також виконання відповідної ролі у процесі андеррайтингу чи лістингу нових випусків цінних паперів;
- виплата дивідендів, нарахування відсотків, повернення основної суми, включаючи корпоративні дії та голосування за довіреностями: з оплати агенту та реєстратору, а також емітенту, залучених до цього процесу, залежно від рівня послуг, які надає депозитарій, і його стосунків з цими юридичними особами;
- інші послуги: крім цих основних послуг, депозитарії можуть також пропонувати додаткові послуги. Це може бути видача і отримання цінних паперів у позику, звірка та розрахунки по угодах “репо”.

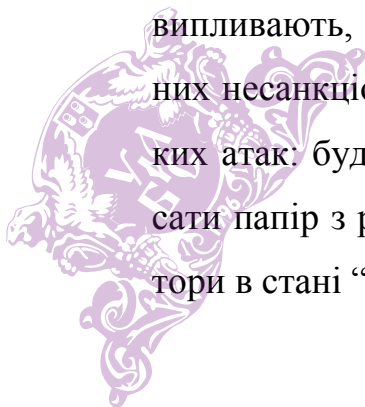
Реєстратор – це організація, що веде реєстр власників акцій та облік належної їм кількості цінних паперів для взаємних фондів, емітентів облігацій чи емітентів акцій. Після внесення даних про власника у реєстр, власник набуває певних прав на такі цінні папери включно з вищезазначеними правами акціонера. У випадку переходу права власності на іменні цінні папери ці



зміни відображаються у реєстрі. Реєстратор – це зазвичай компанія чи банк, на яких покладено відповідальність за облік власників корпоративних цінних паперів і недопущення випуску більшої кількості цінних паперів, ніж зазначено у рішенні емітента.

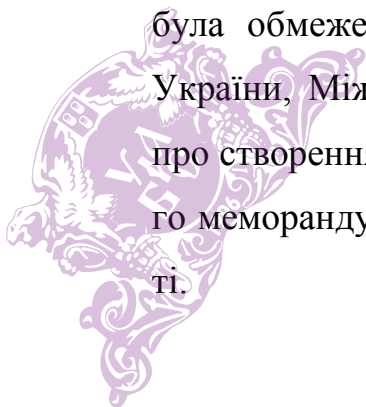
Клірингова палата – це компанія, що надає фінансові послуги з клірингу і розрахунків та гарантує виконання умов фінансової угоди. Клірингова палата є покупцем для кожного продавця (і продавцем для кожного покупця) та бере на себе відповідальність за захист продавців і покупців від фінансових втрат, гарантуючи фактичне виконання кожної угоди. Клірингова палата може також пропонувати нові послуги як, наприклад, заміна старої угоди чи боргу на нову або пропонувати інші послуги для посилення кредиту своїм членам.

В процесі дослідження нами встановлено, що вітчизняна система обліку прав власності унікальна. Більше ніде у світі не поєднуються два суперечні один одному підходи – облік через реєстраторів і зберігачів одночасно. Європейська модель депозитарної системи будується на зберігачах і депозитаріях, в американській присутні реєстратори, але за виконуваними функціями вони значно відрізняються від вітчизняних. У Законі України “Про національну депозитарну систему й особливості електронного обігу цінних паперів в Україні” існує кілька положень, які привели до виникнення подвійних реєстрів [208]. Зокрема проведення загальних зборів акціонерів було поставлено в залежність від наявності реєстру. Крім того, ведення реєстрів власників іменних цінних паперів одержало статус виняткової діяльності, що може поєднуватися тільки з депозитарною діяльністю. Все це перетворило реєстраторів в основних фігурантів корпоративних відносин з усіма наслідками, що випливають, такими як: фальсифікація й дублювання реєстрів, внесення в них несанкціонованих змін. Реєстратори – зручний інструмент для рейдерських атак: будь-який районний суд загальної юрисдикції може ухвалити списати папір з реєстру. Крім того, маючи перелік акціонерів компанії, реєстратори в стані “зливати” цю інформацію всім зацікавленим особам.



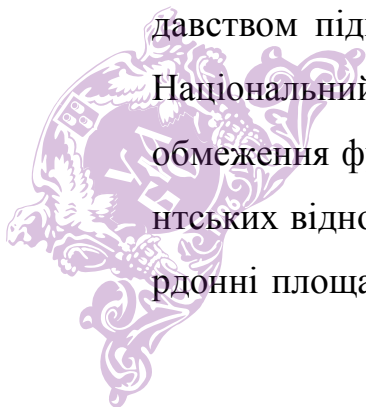
Застарілою вважається й документарна форма цінних паперів. Облік прав власності реєстраторами не погоджується із сучасними технологіями організованого ринку. Крім того, у світовій практиці документарні цінні папери повинні бути забезпечені високим ступенем захисту від підробок. В Україні інвесторам пропонують лише сертифікати з назвою емітента й кількістю цінних паперів. Причому фізичним особам – учасникам інвестиційних фондів вигідніше документарна форма випуску цінних паперів, оскільки вартість послуг депозитаріїв і зберігачів значно знижує ефективність невеликих інвестицій. Наприклад, тарифи депозитарія Міжрегіональний фондний союз при обробці паперових розпоряджень орієнтовані на великі угоди з цінними паперами, а не на обслуговування клієнтів з незначними інвестиціями. Слід зазначити, що у зв'язку з активізацією колективного інвестування депозитарій МФС розробив програмне забезпечення, що дозволяє пропонувати таким клієнтам значно нижчі тарифи за рахунок застосування електронного документообігу.

Депозитарії є найважливішим елементом інфраструктури фондового ринку. Вони здійснюють кліринг і перереєстрацію прав власності на електронні й знерухомлені, тобто переведені в електронну форму цінні папери. На сьогодні в Україні діють три депозитарії – депозитарій Національного банку, що обслуговує державні цінні папери, комерційний депозитарій “Міжрегіональний фондний союз”, що обслуговує корпоративні й муніципальні цінні папери, а також Національний депозитарій України. За законодавством винятковими функціями НДУ є стандартизація, кодифікація й установлення відносин з іноземними депозитаріями. Але національний депозитарій довгий час займався лише присвоєнням кодів цінним паперам, оскільки його діяльність була обмежена умовами меморандуму про взаєморозуміння між урядом України, Міжнародним банком реконструкції та розвитку та урядом США про створення клірингового депозитарія. В 2006 році уряд припинив дію цього меморандуму, і НДУ одержав ліцензію на ведення депозитарної діяльності.



На ринку корпоративних цінних паперів ліцензія клірингового депозитарію є тільки в МФС. Однак операції в режимі “поставка проти платежу” вітчизняні організатори торгівлі не здійснюють. Лише наприкінці квітня 2007 року МФС підписав з біржею ПФТС договір про обслуговування ринку заявок, що припускає стовідсоткове резервування грошей і цінних паперів перед початком торгів. Завдяки механізмам клірингу брокер, що продав цінні папери, зможе використати виручені кошти в тій же торговельній сесії для нових угод, не чекаючи надходжень на свій розрахунковий рахунок у банку. Куплені папери буде дозволено продавати до їхнього надходження на рахунок у зберігача. Зараз система працює в тестовому режимі. Але коли вона заробить на повну потужність, то щодня зможе обслуговувати тисячі угод за принципом “поставка проти платежу”. Поки МФС обслуговує угоди на всіх фондових площадках у режимі вільної поставки. Прийнята нова редакція Закону України “Про цінні папери й фондовий ринок” дозволяє займатися розрахунково-кліринговою діяльністю й самими біржами, але в ньому не зазначено про механізм отримання біржею відповідної ліцензії ДКЦПФР. Тому перспективи клірингової діяльності фондових площадок залишаються під сумнівом.

Через відсутність централізованого клірингу й системи “поставка проти платежу” на ринку домінують рейтингові котирування, які не показують реальної вартості цінних паперів. Фахівці відзначають, що навіть найбільший організатор торгів – біржа ПФТС – є фрагментарним ринком, оскільки не гарантує розрахунків за зареєстрованими угодами. Тобто на біржі немає повного циклу торговельного й постторговельного обслуговування угод із цінними паперами. У результаті розрахунки за багатьма угодами проходять за межами країни (акції йдуть за кордон у вигляді депозитарних розписок). За законодавством підприємства вправі розміщувати акції за кордоном тільки через Національний депозитарій. Але ця норма не дотримується, оскільки через обмеження функцій донедавна НДУ не займався встановленням кореспондентських відносин з іноземними депозитаріями. Тому вихід емітентів на закордонні площадки можливий тільки через випуск депозитарних розписок і за

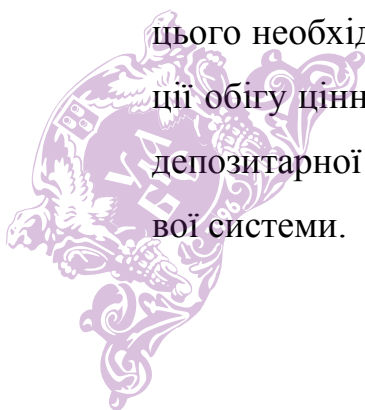


допомогою спеціалізованих юридичних фірм (наприклад, Baker&McKenzie) і зберігачів (“ING Банк Україна”), але іноземних інвесторів не влаштовує, що за розписками проблематично одержувати дивіденди. Продаж акцій на закордонній площадці із залученням центрального депозитарія цей недолік усуває. Відповідно створення центрального депозитарію полегшить вихід вітчизняних компаній на IPO. Залишається єдине питання, на базі якої саме установи створити централізований депозитарій.

Слід відзначити, що у світовій практиці склалися дві моделі консолідації інфраструктури:

- вертикальна – консолідуюча “платформа” – це біржа, яка є власником депозитарія, така система діє в таких країнах, як Італія, Німеччина, Чехія, Словаччина;
- горизонтальна – консолідуючою “платформою” є депозитарна установа EuroClear. EuroClear – це одна з найбільших у світі розрахункових систем для акцій та облігацій. Слід зазначити, що з боку депозитарія “Міжрегіональний фондовий союз” були проведені переговори з EuroClear про можливість встановлення кореспондентських відносин з метою здійснення клірингу та розрахунків за іноземними трансакціями. Наявність відповідних кореспондентських відносин дозволив би вихід на зовнішні ринки українським інвесторам, зокрема недержавним пенсійним фондам, з метою сприяння іноземним інвестиціям та придбання цінних паперів іноземних емітентів.

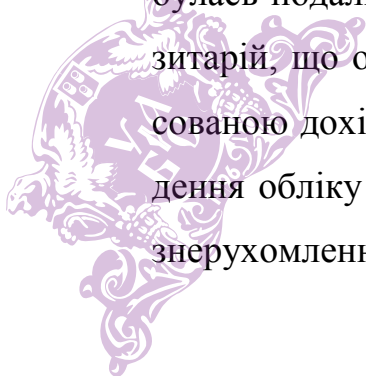
Розглянемо можливість формування моделі консолідації інфраструктури ринку цінних паперів в Україні за вертикальною системою. В цьому випадку консолідуючі функції повинен взяти на себе організатор торгівлі. Для цього необхідно створення, перш за все Єдиної біржової системи, концентрації обігу цінних паперів на організованому ринку, консолідації Національної депозитарної системи та встановлення контролю за нею з боку Єдиної біржової системи.



Враховуючи стан організаторів торгівлі в Україні, єдиною консолідуючою системою в даному випадку повинна бути фондова біржа ПФТС, оскільки за період з 2004 по 2006 рік частка укладених угод з купівлі-продажу цінних паперів поступово зростала і становила відповідно – 74,66, 88,22 та 96,35 % (за даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку), але для цього їй необхідно створити повний цикл обслуговування операцій купівлі-продажу, включаючи постторговельну підтримку. Значно складніше виконати наступну умову, а саме – концентрувати обіг цінних паперів на організованому ринку, оскільки на сьогодні в рамках організаторів торгівлі відбувається лише 10 % операцій з цінними паперами. Крім того, досить складно отримати контроль над Національною депозитарною системою. Це можливо лише за умови, що фондова біржа ПФТС отримає контроль над депозитарієм “Міжрегіональний фондовий союз”, або ж у випадку, якщо фондова біржа створить свій розрахунково-кліринговий центр, що дозволено законодавством, але для цього потрібно буде значний час та значні фінансові ресурси для придбання необхідного технічного забезпечення.

На наш погляд, на сьогодні в Україні більше підстав провадити консолідацію інфраструктури фінансового ринку на основі горизонтальної моделі, яка передбачає, що консолідуючою “платформою” є депозитарна установа. Передумовою її створення є консолідація Національної депозитарної системи (стандартизація депозитарної діяльності та технологічне приєднання всіх установ, які здійснюють депозитарну діяльність, до системи).

Депозитарій “Міжрегіональний фондовий союз” був створений учасниками ринку в 1997 році. Ця ініціатива ринку була підтримана міжнародними донорськими організаціями, і в результаті за технічної допомоги USAID відбулась подальша розбудова депозитарію МФС. Це на сьогодні єдиний депозитарій, що обслуговує випуски акцій та корпоративних інструментів з фіксованою дохідністю в Україні. Основними послугами, які надає МФС, є: ведення обліку прав власності на цінні папери для зберігачів; звірка; кліринг; знерухомлення цінних паперів та повідомлення клієнтів про стан їх рахунків.



Крім цього, МФС є номінальним утримувачем знерухомлених цінних паперів і єдиним центральним реєстратором цінних паперів у дематеріалізованій формі. Він також перераховує дивіденди від емітента зберігачам, які далі заарховують дивіденди на рахунки власників.

МФС засновано як відкрите акціонерне товариство згідно з законодавством України. Ця структура власності відповідає міжнародній практиці, коли банки відіграють ключову роль як зберігачі та діють від імені своїх клієнтів як брокери-дилери. Серед засновників – Національний банк України, Державний ощадний банк України, Перший український міжнародний банк, ПриватБанк, Промінвестбанк та інші. У депозитарії МФС об'єднано активи та зусилля провідних установ національного фінансового ринку з метою впровадження новітніх і водночас зручних механізмів обслуговування обігу цінних паперів.

Станом на 1 січня 2007 року свої внески до статутного фонду депозитарію МФС зробили 57 банків, 29 торговців, організатори торгівлі – Технічний центр ПФТС, біржі УМВБ та КМФБ та інші. Відповідно структура засновників депозитарію подана на рис. 3.9.

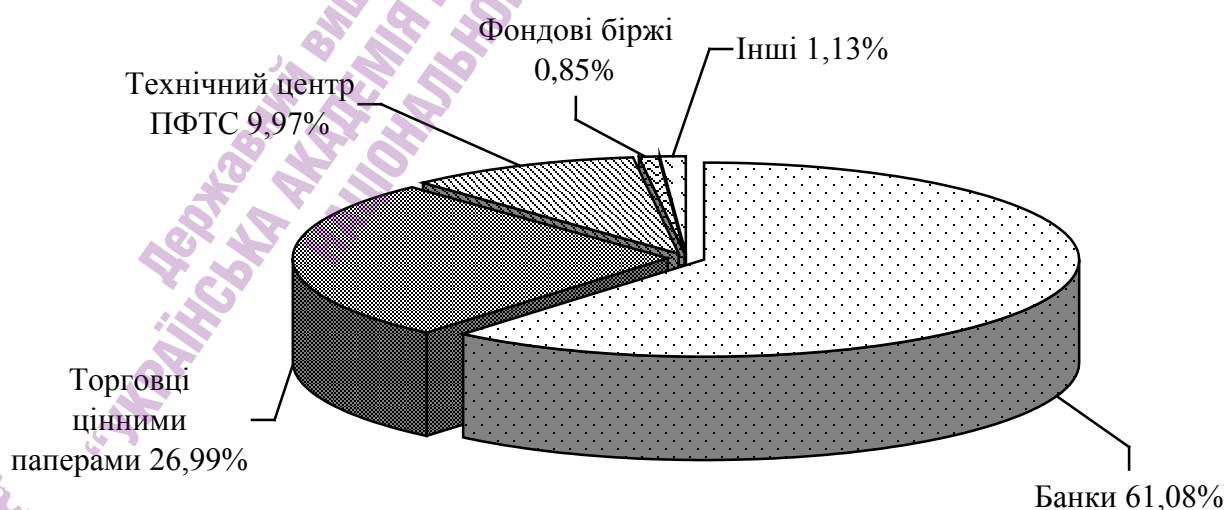


Рис. 3.9. Структура засновників депозитарію «Міжрегіональний фондовий союз», 2006 р.



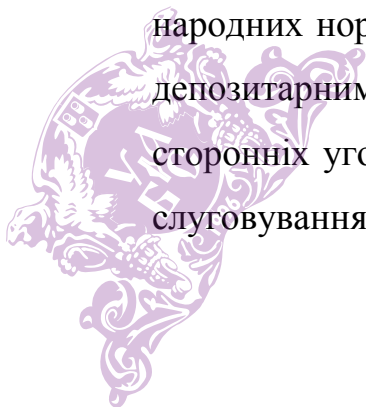
Національний депозитарій України створений відповідно до Закону України “Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні” [208] для забезпечення функціонування єдиної системи депозитарного обліку 18 грудня 1998 року.

Статутний фонд НДУ становить 30 млн. грн. 86 % акцій належить державі: 71,67 % акцій управляє Міністерство фінансів України; 14,33 % – Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Крім того, 14 % акцій належать більш ніж 20 професійним учасникам фондового ринку України.

19 вересня 2006 року Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку України видала Національному депозитарію України (НДУ) ліцензію на здійснення депозитарної діяльності депозитарію цінних паперів строком на десять років. На підставі отриманої ліцензії НДУ розпочинає операційну діяльність, а саме – зберігання і обслуговування обігу цінних паперів на рахунках у цінних паперах та операцій емітента щодо випущених ним цінних паперів.

Відповідно до Закону України “Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні” НДУ є центральним інститутом Національної депозитарної системи, на який покладено забезпечення її формування й розвитку, функціонування єдиної системи депозитарного обліку й обслуговування обігу цінних паперів, інтеграцію Національної депозитарної системи в міжнародну систему депозитарних установ, що забезпечують функціонування світових ринків капіталів.

До виключної компетенції НДУ віднесено: стандартизацію депозитарного обліку та документообігу щодо операцій з цінними паперами; нумерацію (кодіфікацію) цінних паперів, випущених в Україні, відповідно до міжнародних норм; встановлення відносин і налагодження постійної взаємодії з депозитарними установами інших держав, укладання двосторонніх та багатосторонніх угод про пряме членство або кореспондентські відносини для обслуговування міжнародних операцій з цінними паперами учасників Націона-

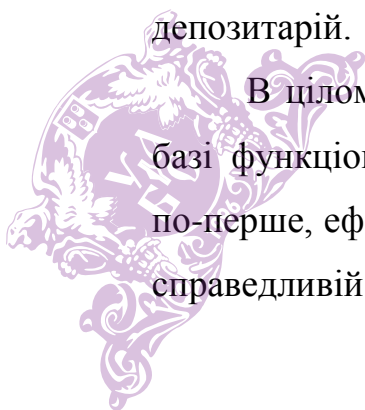


льної депозитарної системи, контроль за їх кореспондентськими відносинами з депозитарними установами інших держав.

Необхідно відзначити, що на сучасному етапі функціонування Національний депозитарій не має ліцензії на провадження клірингової діяльності, що не дозволяє йому функціонувати як повноцінному централізованому депозитарію. Водночас керівництво депозитарія в 2007 р. оголосило про подання відповідних документів та, крім того, про запровадження в своїй діяльності технічних можливостей щодо провадження операцій за принципом “поставки проти платежу” (DVP) – обов’язкове грошове врегулювання договорів, укладених на біржі. Саме цей момент може створити конкурентоспроможні умови щодо перетворення Національного депозитарію на централізовану установу.

Виходячи з ситуації, яка склалася на ринку цінних паперів України, можна стверджувати, що консолідація інфраструктури ринку на основі розбудови цілісної Національної депозитарної системи є найприйнятнішою. Це, в свою чергу, також відповідатиме як рекомендаціям Базельського комітету, так і Рекомендаціям ISSA 2000 (Міжнародної асоціації з питань обслуговування цінних паперів) [345]. Враховуючи стан депозитарної системи на сучасному етапі, на наш погляд, необхідно залишити депозитарне обслуговування державних цінних паперів за депозитарієм Національного банку України, оскільки це не дозволить знизити довіру до цінних паперів, емітованих державою, а також не підвищить вартість їх обслуговування. Для обслуговування обігу корпоративних цінних паперів та субнаціональних цінних паперів доцільно створити єдиний депозитарій, який би поєднав в собі повноваження, що має на сьогодні Міжрегіональний фондовий союз та Національний депозитарій.

В цілому створення ефективної інфраструктури фінансового ринку на базі функціонування єдиної консолідованої моделі дозволить забезпечити, по-перше, ефективну й недорогу обробку трансакцій із установленням цін на справедливій основі відповідно до загального принципу “платить користу-



вач”, по-друге, функціонування системи, що забезпечує низький рівень ризику, з надійною системою контролю й належним фінансуванням, по-третє, проведення політики прозорості, повне розкриття інформації учасниками, по-четверте, інфраструктуру, що задовольняє потреби її учасників як індивідуальних, так і інституціональних, і розташованих як усередині країни, так і за її межами.

Висновки до розділу 3

1. З огляду на те, що фінансовий ринок за інституційною ознакою являє собою специфічний спосіб організації та взаємодії елементів системи фінансового ринку, актуальним є створення відповідних фінансових інститутів, здатних забезпечити ефективний розвиток фінансового ринку країни і виконання ним основної функції – трансформації заощаджень в інвестиції. На сьогодні в Україні створення фінансових інститутів – учасників фінансового ринку відбувається досить нерівномірно, що призводить до відсутності можливості їх ефективного функціонування і відсутності довіри з боку власників заощаджень.

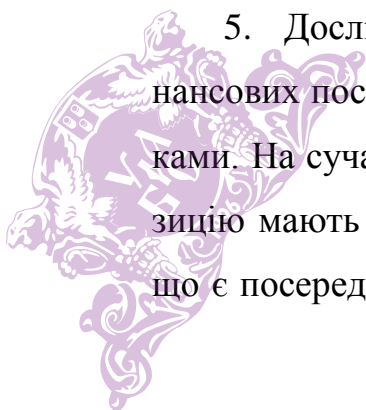
2. В умовах розвинутого фінансового ринку фінансові посередники виконують ряд важливих функцій у розвитку економіки країни, а саме: забезпечення рівноваги на фінансовому ринку, зниження транзакційних витрат на основі ефекту масштабу, диверсифікація ризиків окремих вкладників, нейтралізація проблеми асиметричної інформації на фінансовому ринку, підвищення ліквідності фінансових інструментів.

3. Всіх фінансових посередників можна класифікувати за рядом класифікаційних ознак. За характером проведення операцій, фінансових посередників класифікують на депозиторські установи – класичні комерційні банки,

ощадні установи, кредитні спілки; ощадні установи контрактного типу, що включають страхові компанії із страхування життя, страхові компанії, що забезпечують інші види страхування та недержавні пенсійні фонди; інвестиційні посередники – інвестиційні банки, різноманітні інвестиційні фонди та компанії з управління активами. За рівнем спеціалізації фінансових посередників виділяють спеціалізованих фінансових посередників та інтегрованих фінансових посередників. Крім того, класифікацію посередників, що функціонують на фінансовому ринку необхідно здійснювати за приналежністю їх до структурних елементів механізму фінансового ринку, а саме виділено перший рівень фінансових посередників – інституціональні інвестори та другий рівень – професійні учасники ринку – інфраструктурні фінансові посередники. Зазначений підхід ґрунтується на визначенні принципів відмінностей у функціях, що притаманні фінансовим посередникам різних рівнів.

4. Рівень розвитку фінансових посередників багато в чому визначає формування як фінансової архітектури країни в цілому, так і моделі розвитку фінансового ринку країни – ринково орієнтованої, банкоцентричної чи конвергентної. Індикатори розвитку фінансового посередництва в Україні, доцільно групувати за такими напрямками як фінансова архітектура, розмір та ефективність фінансової системи та активність фінансових посередників які на відміну від існуючих розповсюджених методик оцінки фінансового посередництва базуються не лише на показниках, що відображають діяльність банків як фінансових посередників, а містять і показники діяльності небанківських фінансових установ, та враховують особливості розвитку фінансового ринку в країні, що полягає в суттєвому переважанні неорганізованого ринку капіталу.

5. Дослідженням встановлено суттєву нерівномірність в розвитку фінансових посередників на відміну від країн з розвиненими фінансовими ринками. На сучасному етапі розвитку фінансового ринку країни домінуючу позицію мають банківські установи. Серед небанківських фінансових установ, що є посередниками на фінансовому ринку, провідна роль належить страхо-

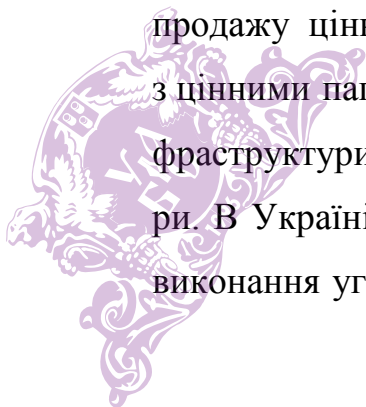


вим компаніям. Водночас рівень розвитку фінансового посередництва в цілому свідчить про те, що фінансовий ринок України знаходиться на початкових стадіях свого розвитку, оскільки в економічно розвинених країнах розмір активів фінансових посередників в 2 – 3 рази перевищує обсяг ВВП, в Україні зазначений показник знаходиться на рівні 70% від обсягу ВВП.

6. В ході теоретичного аналізу відзначено, що фінансовий ринок має системний характер і являє собою, з одного боку, сукупність економічних відносин, що виникають між його учасниками з приводу обігу фінансових ресурсів та інструментів, а з іншого боку, є специфічним способом організації та взаємодії елементів системи фінансового ринку – емітентів, інвесторів, фінансових посередників та посередників, що функціонують у межах інфраструктури. Як інфраструктуру доцільно, на наш погляд, розглядати існування організаційно взаємопов'язаних систем, які обслуговують потоки ресурсів, інформації та послуг фінансового характеру, що спрямовані на створення оптимальних умов пошуку продавців та покупців фінансових ресурсів.

7. В процесі дослідження здійснено систематизацію складових елементів інфраструктури фінансового ринку, зокрема в якості функціональних складових виділено операційну, інформаційну та регулюючу інфраструктуру. В свою чергу операційна складова включає технічний, торгівельний, посередницький депозитарно-реєстраційний вид інфраструктури; інформаційна інфраструктура об'єднує об'єктивний та суб'єктивний вид; регулююча – правовий, контролюючий та науково-етичний вид інфраструктури.

8. На сучасному етапі розвитку інфраструктура фінансового ринку характеризується відсутністю системної єдності між її складовими елементами, у зв'язку з чим суттєво зростають ризики здійснення операцій купівлі-продажу цінних паперів. Це обумовлено тим, що собівартість трансакцій з цінними паперами й ризики, пов'язані з їхнім виконанням, залежать від інфраструктури ринку, куди входять біржі, депозитарії, зберігачі та реєстратори. В Україні на сьогодні склалась така ситуація, що біржі не забезпечують виконання угод по цінних паперах, облікові інститути сприяють рейдерству,



а між депозитаріями вже кілька років триває конфлікт, у зв'язку з цим відповідні установи не виконують покладені на них функції. У той же час у Європі відбувається централізація й укрупнення торговельних площадок і депозитаріїв. В процесі дослідження доведено, що в Україні на сьогодні наріла необхідність приведення інфраструктури фінансового ринку до загальноєвропейських тенденцій.

9. На основі аналізу світових тенденцій визначено, що на сучасному етапі формуються дві моделі консолідації інфраструктури: вертикальна – консолідуючою “платформою” є біржа, яка виступає власником депозитарію, та горизонтальна – консолідуючою “платформою” є депозитарна установа. Доведено, що на сьогодні в Україні більше підстав провадити консолідацію інфраструктури фінансового ринку на основі горизонтальної моделі, яка передбачає, що консолідуючою “платформою” є депозитарна установа. Передумовою її створення є консолідація Національної депозитарної системи на основі стандартизації депозитарної діяльності та технологічного приєднання всіх установ, які здійснюють депозитарну діяльність, до системи.

Основні результати розділу опубліковані в наукових працях: [147, 176, 266, 269, 270, 277, 281, 282, 283, 284, 286, 290, 292, 294]



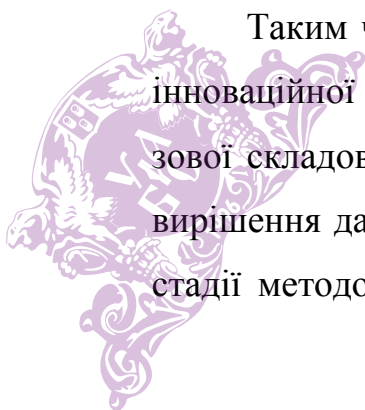
РОЗДІЛ 4

МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ РОЗВИТКУ СТРАТЕГІЧНИХ НАПРЯМІВ ФУНКЦІОНУВАННЯ ФІНАНСОВОГО РИНКУ

4.1. Обґрунтування сутності, значення та необхідності розробки стратегії розвитку фінансового ринку України

Українська економіка протягом останніх років демонструє поступальний розвиток, що проявляється перш за все в темпах зростання валового внутрішнього продукту країни та в стабілізації національної грошової одиниці. Безумовно, що в цей час формувались внутрішні джерела та механізми зростання економіки, що пов'язані з відносною макроекономічною стабільністю та розширенням внутрішнього попиту. Водночас, враховуючи те, що зростання валового внутрішнього продукту в країні відбувалось в умовах поступового завантаження виробничих потужностей до їх оптимального рівня, можна зробити висновок, що певною мірою зазначене зростання відбувалось екстенсивним шляхом. Без сумніву, на сучасному етапі розвитку національної економіки бажаний був би перехід від екстенсивної моделі економічного розвитку до інтенсивної. Такий перехід означає значне зростання впливу інвестиційних та інноваційних факторів на економічну динаміку. При цьому суттєво буде зростати роль фінансового ринку як механізму, здатного забезпечити інтенсивний тип розвитку економіки шляхом трансформації заощаджень в інвестиції, перш за все довгострокового характеру.

Таким чином, на даному етапі досить актуальним є питання розробки інноваційної стратегії економічного розвитку країни і, в тому числі як її базової складової – стратегії розвитку фінансового ринку країни. На сьогодні вирішення даного питання, на нашу думку, знаходиться лише на початковій стадії методологічного і науково-методичного опрацювання. Необхідно та-



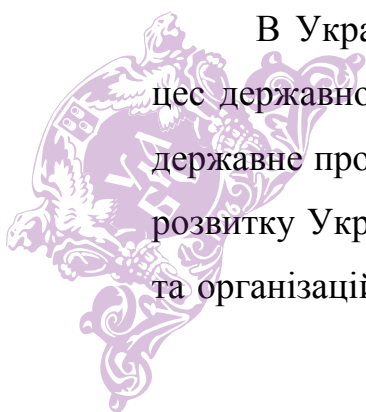
кож підкреслити, що науковий аналіз і прогнозування стану сучасної економіки вимагають цілісного підходу, який би враховував об'єктивну єдність та взаємозв'язок всіх елементів та аспектів відтворювального процесу [298].

Забезпечення економічного зростання вимагає узгодженого рішення завдань формування технологічної, інституціональної й організаційної структур, здатних з'єднати всі необхідні елементи в загальний відтворювальний контур зростання нового технологічного укладу й створити умови для модернізації й підвищення ефективності всієї економіки. Повинно бути забезпечене також сприятливе макроекономічне середовище й сформовані адекватні мотиви поведінки суб'єктів господарювання та організаційні форми на мікрорівні.

Макроекономічна політика повинна забезпечувати сприятливі умови для рішення перерахованих завдань, гарантуючи стабільність, задовільний інвестиційний і інноваційний клімат, а також підтримувати конкурентоспроможність національної економіки, адекватну валютну й фінансову політику. На мікрорівні важливо забезпечити чіткість і визначеність прав власності, що гарантують дотримання високого рівня відповідальності за керування підприємствами, та стимулюють належну мотивацію підприємницької діяльності на підвищення ефективності виробництва, впровадження прогресивних нововведень, освоєння сучасних методів керування [108].

Слід зазначити, що для успішної реалізації макроекономічної політики повинна бути сформована і прийнята на державному рівні стратегія розвитку як країни в цілому так і окремих секторів економіки. При цьому термін «стратегія», як правило, використовується як синонім програми, проекту, концепції доктрини. [5].

В Україні основним законодавчим документом, що регламентує процес державного прогнозування економічних програм є Закон України «Про державне прогнозування та розроблення програм економічного і соціального розвитку України» [195]. Зазначений документ визначає правові, економічні та організаційні засади формування цілісної системи прогнозних і програм-

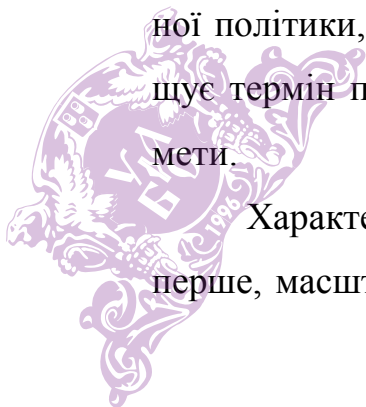


них документів економічного і соціального розвитку України, окремих галузей економіки та окремих адміністративно-територіальних одиниць як складової частини загальної системи державного регулювання економічного і соціального розвитку держави. Необхідно підкреслити, що в даному законодавчому акті взагалі не згадується про необхідність розробки саме стратегії розвитку, що, на наш погляд, пов'язано з тим, що стратегія повинна відображати довгостроковий варіант розвитку, а в законодавстві термін розробки державних прогнозів та планів обмежений короткостроковим та середньостроковим періодом як на загальнодержавному рівні так і на рівні окремих галузей економіки або окремих адміністративно-територіальних одиниць.

Враховуючи той факт, що останнім часом відзначається певна стабілізація макроекономічної ситуації в Україні, на нашу думку, є необхідність у проведенні прогнозування в більш довгостроковому періоду, а отже це в свою чергу вимагає розробки стратегії розвитку. В зв'язку з цим доцільно розглянути характерні особливості притаманні саме стратегії. Необхідно підкреслити, що серед країн, що виділились із складу колишнього СРСР, більшість на сучасному етапі вже мають розроблені стратегічні програми розвитку як макроекономіки в цілому, так і фінансового ринку зокрема. Так в Російській Федерації було розроблену «Стратегію розвитку фінансового ринку Російської Федерації на період 2006-2008 роки», в Казахстані розроблена «Концепція розвитку фінансового сектору республіки Казахстан на 2007 – 2011 рр.».

Якщо розглядається стратегія розвитку на загальнодержавному рівні, то, очевидно, це повинен бути офіційний документ, затверджений відповідними органами державної влади, що встановлює мету та принципи економічної політики, якісні та кількісні параметри економіки на період, що перевищує термін п'яти років, та включає етапи та методи досягнення визначеної мети.

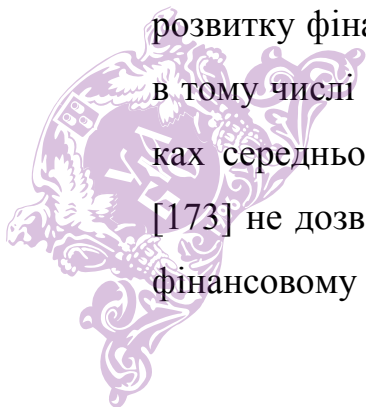
Характерними ознаками стратегічних орієнтирів повинні бути, по-перше, масштабні об'єкти як предмет стратегії, тобто – економічний розви-



ток країни в цілому, розвиток її окремих секторів та галузей економіки, а також регіонів. В даному контексті необхідно підкреслити, що в згаданому раніше Законі України «Про державне прогнозування та розроблення програм економічного і соціального розвитку України» відсутній такий об'єкт, як сектор економіки, а основна увага приділяється саме галузям і має спрямованість виробничого характеру, тобто по суті йдеться про спрямування даного законодавчого документу на реальний сектор економіки. [195]. В контексті нашого дослідження необхідно підкреслити, що не охопленим залишився саме фінансовий сектор країни, який на сьогодні потребує розробки стратегії свого подальшого розвитку на законодавчому рівні з метою впорядкування як його механізму функціонування так і окреслення ключових моментів формування засад тієї моделі в напрямку формування якої повинно рухатись і законодавче забезпечення і розвиток інститутів фінансового ринку та його інфраструктури.

По-друге, характерною ознакою стратегії повинно бути її прийняття на рівні вищих органів державної влади – Президента, Верховної Ради, Кабінету міністрів. Таким чином стратегія повинна відображати якісну інформацію, носієм якої є певна сукупність законодавчих та нормативно-правових документів.

Одним із важливих вітчизняних документів, що частково можна розглядати як стратегічну програму є «Концепція державної цільової програми модернізації ринків капіталу в Україні», прийнята Кабінетом міністрів в листопаді 2007 року [114]. На наш погляд, даний документ має важливе значення з огляду на існуючі проблеми в формуванні та розвитку ринку капіталу України, але він повинен стати складовим елементом стратегічної програми розвитку фінансового ринку країни в цілому. Прийняття окремих концепцій, в тому числі основних засад грошово-кредитної політики на 2008 рік, в рамках середньострокової стратегії, окресленої Національним банком України [173] не дозволяє мати комплексного уявлення про виникаючі проблеми на фінансовому ринку та можливості їх ефективного вирішення, спричиняє поя-

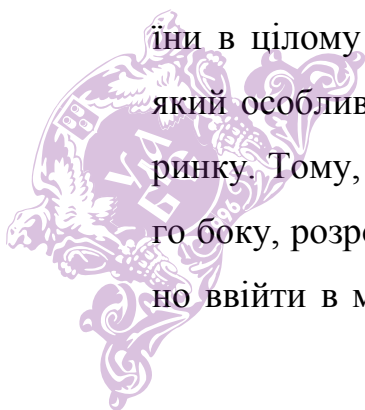


ву цілого ряду нормативних документів, що носять дублюючий характер, або ж взагалі призводить до ситуації, коли діяльність фінансових посередників одночасно знаходиться під контролем декількох державних органів. Слід зазначити, що така ситуація пов'язана і з тим, що до теперішнього часу ринкові трансформаційні процеси, які відбувались в Україні базувались, перш за все, на практичному досвіді і при певному дефіциті науково-теоретичних досліджень та обґрунтувань.

Враховуючи все вищезазначене на сьогодні виникає суттєва необхідність в розробці стратегії розвитку як економіки країни в цілому, так і окремих її секторів. Особливо важливого значення набуває розробка стратегії розвитку фінансового ринку України, оскільки саме вона повинна стати:

- специфічною формою економічної політики і основою забезпечення ефективного інвестиційного процесу в країні;
- специфічною формою економічної політики за допомогою якої можна видозмінити модель фінансового ринку країни;
- стратегією тих секторів економіки, де діє складний спектр інтересів – фінансовий ринок є саме типовим прикладом перетину інтересів значної кількості учасників, починаючи від емітентів, які діють і в реальному, і у фінансовому, і у державному секторі, до фінансових посередників таких як інституціональні інвестори та посередники інфраструктури фінансового ринку, та завершуючи потенційними інвесторами, якими можуть виступати як населення, так і суб'єкти господарювання та держава;
- формою економічної політики, яка здатна забезпечити перехід від одного етапу розвитку фінансового ринку до іншого більш якісного.

Слід підкреслити, що на розробку стратегії економічного розвитку країни в цілому і її окремих секторів суттєвий вплив має процес глобалізації, який особливо інтенсивно відбувається в рамках міжнародного фінансового ринку. Тому, формуючи стратегію економічного розвитку необхідно, з одного боку, розробити заходи, що дозволили б національній економіці гармонійно увійти в міжнародний економічний простір, і з іншого боку – захистити



певним чином недостатньо розвинені сектори економіки від швидкого поглинання міжнародними корпораціями.

Найважливішими засобами формування та реалізації стратегії економічного розвитку, а також державного регулювання економіки є прогнозування, макроекономічне планування та державне програмування. Система прогнозних і програмних документів економічного і соціального розвитку України складається з:

- прогнозів економічного і соціального розвитку України на середньо- та короткостроковий періоди;
- Державної програми економічного і соціального розвитку України на короткостроковий період;
- прогнозів економічного і соціального розвитку автономної республіки Крим, областей, районів і міст на середньостроковий період;
- програм економічного і соціального розвитку АР Крим, областей, районів і міст на короткостроковий період;
- прогнозів розвитку окремих галузей економіки на середньостроковий період;
- програм розвитку окремих галузей економіки [195]

Прогноз – це науково обґрунтоване судження про можливий стан об'єкта в майбутньому, а також про альтернативні шляхи і строки досягнення такого стану. Процес розроблення прогнозів – це прогнозування. Одним з найважливіших напрямів прогнозування суспільного розвитку є економічне прогнозування.

Прогнозування є сполучною ланкою між теорією і практикою, у методології прогнозування розрізняють два аспекти: теоретичний та управлінський. Теоретичний аспект полягає в тому, що за допомогою прогнозування здійснюється аналіз реальних фактів і причинно-наслідкових зв'язків, оцінка й опис можливих і бажаних перспектив розвитку об'єкта. Управлінський аспект полягає в тому, що прогнозування формує рекомендації щодо державного регулювання економіки в цілому та окремих її секторів та галузей на від-

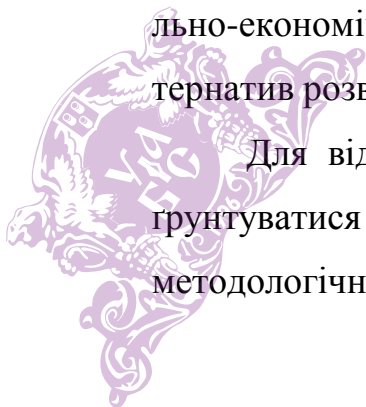
повідну перспективу. Соціально-економічне прогнозування є складовою ширшого поняття – передбачення, як випереджувального відображення дійсності.

Дієвість прогнозу економічного розвитку країни в цілому та окремих її сегментів проявляється в тому, що він дозволяє виявити проблемні ситуації, які можуть виникнути в майбутньому, якщо завчасно не прийняти деяких превентивних заходів. Аналіз результатів таких прогнозів забезпечує привнесення майбутніх проблем економічного розвитку в контекст розробки і реалізації поточної політики. Дієвість прогнозу також проявляється в оцінці ймовірних результатів реалізації існуючих варіантів економічної політики, що можуть використовуватись в якості критеріальних в процесі обґрунтування її конкретного змісту. Таким чином забезпечується привнесення в контекст розробки і реалізації поточної економічної політики відповідного їй вигляду віддаленого майбутнього [132].

Прогнози мають імовірнісний та альтернативний характер. При цьому визначення альтернатив розвитку є одним з результатів прогнозування. Процес розроблення плану (програми) теж мусить мати варіантний характер, але, на відміну від прогнозу, план (програма) – це вже остаточно вибраний варіант розвитку, який підлягає практичній реалізації.

Розбіжності між прогнозуванням і плануванням обумовлюють різницю в їхніх функціях. Якщо планування спрямоване на прийняття та втілення управлінських рішень, то метою прогнозування є створення наукових передумов для їх прийняття. З огляду на це, основними функціями прогнозування є: науковий аналіз процесів і тенденцій (здійснюється за трьома стадіями: ретроспектива, діагностика, проекція); дослідження об'єктивних зв'язків соціально-економічних явищ; оцінювання об'єкта прогнозування; виявлення альтернатив розвитку.

Для відтворення зазначених функцій економічне прогнозування має ґрунтуватися на певних принципах. Принципи прогнозування забезпечують методологічну єдність різноманітних методів і моделей розроблення прогно-



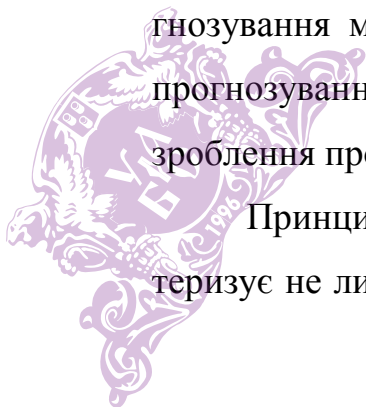
зів. Виокремлення принципів прогнозування не означає, що вони існують незалежно один від одного і можливе вибіркоче їх використання. Відображаючи різні підходи щодо розроблення прогнозів, ці принципи створюють одне ціле. Виділяють такі основні принципи соціально-економічного прогнозування: цілеспрямованості, системності, наукової обґрунтованості, адекватності, альтернативності.

Згідно з принципом цілеспрямованості змістовний опис об'єкта здійснюється під кутом зору поставлених перед дослідженням завдань. Формування цілей і завдань, як початковий етап будь-якого дослідження, вирішує проблему невизначеності. Цілеспрямованість надає прогнозуванню активного характеру, дозволяє обґрунтувати перехід від сталих тенденцій розвитку до тенденцій, які відповідають стратегічним цілям.

Принцип системності означає, що економіка розглядається як єдиний об'єкт прогнозування і водночас як сукупність відносно самостійних напрямів прогнозування. Дотримання принципу системності зумовлює доцільність використання «блочного» методу побудови прогнозу економіки як системи. Такий метод передбачає створення моделей, які б відповідали змісту кожного окремого блоку і водночас давали б змогу відобразити цілісну картину можливого розвитку економіки. Для цього об'єкт має бути описаний, по-перше, як підсистема більш широкої системи, по-друге, як цілісне явище, по-третє, як певна складна структура, яка, в свою чергу, теж складається з елементів (підсистем другого, третього, четвертого і т. д. рівнів).

Сутність принципу наукової обґрунтованості прогнозів полягає в наступному. По-перше, прогнозування потребує всебічного врахування дії об'єктивних економічних законів і законів розвитку суспільства. По-друге, прогнозування має базуватися на сучасних прогностичних методах. По-третє, прогнозування має враховувати позитивний світовий і вітчизняний досвід розроблення прогнозів.

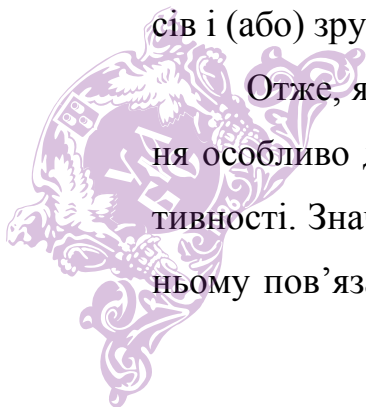
Принцип адекватності прогнозів об'єктивним закономірностям характеризує не лише процес виявлення, а й оцінку стійких тенденцій та взаємоз-



в'язків у розвитку економіки і створення теоретичного аналога реальних економічних процесів із повною й точною їх імітацією. Адекватність означає максимальне наближення теоретичної моделі до сталих, суттєвих закономірностей і тенденцій розвитку. При цьому під теоретичною моделлю прогнозу слід розуміти модель, що практично реалізується і є формою наукового відображення дійсності. Адекватність передбачає врахування ймовірнісного, стохастичного характеру розвитку процесів. Це означає необхідність оцінки сталих і можливих відхилень розвитку об'єкта від панівних тенденцій, визначення області розсіювання. Запобігання втраті адекватності досягається через підвищення рівня агрегованості показників (процесів), пошук довгострокових тенденцій.

Принцип альтернативності прогнозування впливає з можливості розвитку економіки та соціально-економічних процесів у різних напрямках (траєкторіях), за різних взаємозв'язків і структурних співвідношень. Головна проблема практичного втілення цього принципу полягає в тому, щоб відокремити ті варіанти розвитку, які можуть бути здійснені, від тих, які неможливо реалізувати. Найбільшу ймовірність реалізації має екстраполяційна альтернатива, оскільки вона виходить зі збереження сталих умов і тенденцій. Однак це не означає, що екстраполяційний варіант завжди є кращим. Побудова екстраполяційної альтернативи уможливорює встановлення «точки відліку» для інших альтернатив. Реалізація неекстраполяційних альтернатив передбачає необхідність цілеспрямованого впливу на розвиток процесів. Його інтенсивність має бути тим сильнішою, чим більше неекстраполяційна альтернатива відхиляється від екстраполяційної. Отже, чим більше цільова альтернатива відхиляється від екстраполяційної, тим більшими мають бути витрати ресурсів і (або) зрушення в ефективності використання їх для досягнення цілі.

Отже, якщо стратегія – це форма економічної політики то прогнозування особливо довгострокового характеру є інструментом підвищення її ефективності. Значимість прогнозування залежить від того, наскільки змістовно в ньому пов'язані ретроспективний аналіз та його проекція на майбутнє. Сам

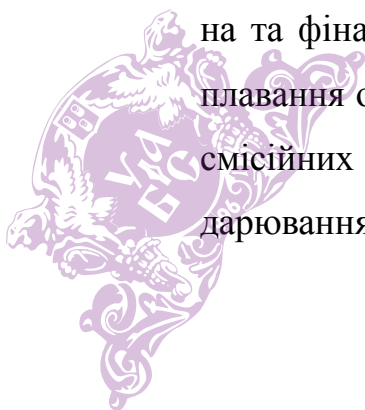


по собі прогноз важливий як з точки зору формування стратегічних напрямків розвитку, так і з точки зору подальшого коригування стратегічних завдань з огляду на зміни в поточній економічній ситуації, що є особливо актуальним для вітчизняних умов.

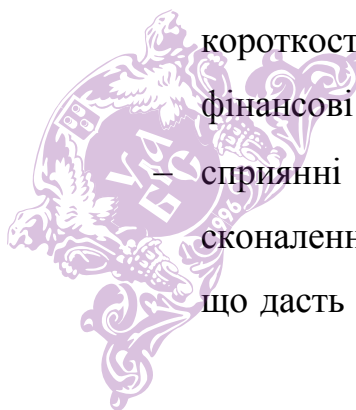
В ході проведеного дослідження було виявлено, що в Україні навіть на законодавчому рівні не окреслена необхідність розробки стратегічних програмних документів, адже як зазначалось раніше система прогнозних і програмних документів економічного і соціального розвитку України складається в основному з документів, що мають короткостроковий та середньостроковий характер.

Стосовно нормативних документів, що регулюють процес розвитку фінансового ринку слід підкреслити, що вони носять фрагментарний характер та мають максимум середньостроковий горизонт дії. Зокрема, Кабінетом Міністрів України було розроблену Концепцію Державної цільової економічної програми модернізації ринків капіталу в Україні [114], що стосується виключно проблем розвитку ринку капіталу. Крім того, окремо Національний банк України формує основні засади грошово-кредитної політики [173]. Так в основних засадах грошово-кредитної політики на 2008 рік, що схвалені рішенням Ради Національного банку України від 28 листопада 2007 р зазначено, що грошово-кредитну політику Національний банк України здійснюватиме, виходячи із середньострокової стратегії, основні положення якої полягають в:

- орієнтації на необхідність поступового переходу до монетарного режиму, що ґрунтується на цінovій стабільності, на основі створення низки макроекономічних, фінансових та інституційних умов, серед яких макроекономічна та фінансова збалансованість, поступовий перехід до режиму вільного плавання обмінного курсу, достатній розвиток ринку цінних паперів, трансмісійних механізмів, комунікації центрального банку із суб'єктами господарювання і населенням;



- визнанні необхідності певного перехідного періоду до використання інфляційного орієнтира як головної мети грошово-кредитної політики, протягом якого Національний банк спрямовуватиме свої зусилля на підтримку як зовнішньої стабільності національної валюти через регулювання обмінного курсу, так і внутрішньої цінової стабільності. Пріоритет у грошово-кредитній політиці поступово наблизатиметься до забезпечення цінової стабільності, якій підпорядковуватиметься політика валютного курсоутворення, що стане більш гнучкою;
- утриманні показника приросту споживчих цін у середньостроковій перспективі в однознаковому вимірі та його поступовому зниженні;
- удосконаленні системи валютного регулювання в напрямі здійснення поступової лібералізації з урахуванням конкретних макроекономічних і фінансових умов. Для згладжування шоків і сезонних коливань провадитимуться інтервенції на міжбанківському валютному ринку, створюватимуться умови для розвитку інструментів хеджування валютних ризиків;
- спрямуванні політики валютного курсоутворення на забезпечення прогнозованої динаміки обмінного курсу залежно від стану платіжного балансу та недопущення його значних коливань, використанні валютних резервів для забезпечення гнучкості монетарної політики та підвищення її ефективності у забезпеченні стабільності національної грошової одиниці;
- посиленні ролі процентної політики в системі монетарного регулювання економічних процесів через поліпшення регулювання короткострокових ринкових відсоткових ставок (шляхом удосконалення підходів до встановлення коридору ставок Національного банку України за активними та пасивними операціями), а також вжиття заходів щодо посилення зв'язку між короткостроковими, довгостроковими відсотковими ставками та цінами на фінансові активи;
- сприянні Уряду в питаннях подальшого розвитку та інституційного удосконалення фондового ринку і системи небанківських фінансових установ, що дасть змогу задіяти на належному рівні притаманні розвинутих еконо-



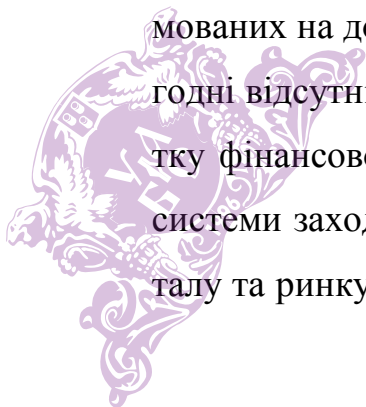
мікам механізми переливання капіталів між сегментами фінансового ринку і таким чином забезпечувати вагомішу реакцію реального сектору економіки на монетарні рішення;

- удосконаленні процедур прийняття монетарних рішень та системи комунікацій з громадськістю.

Необхідно підкреслити, що оскільки зазначений нормативний документ розрахований на короткостроковий період, то він містить конкретні показники, яких необхідно дотримуватись з метою забезпечення стабільності національної грошової одиниці шляхом впливу на її курсову складову. Що ж стосується дій Національного банку України на довгостроковий період, то вони не набувають чіткої форми у вигляді розробки документів стратегічного розвитку.

Якщо ж повернутись до документу, що визначає напрямки розвитку ринку капіталу в країні, то необхідно зазначити, що даний документ не є безпосередньо програмою розвитку ринку капіталу, а це лише «концепція програми». Якщо ж звернутись до сутності самого терміну «концепція», то він означає систему або розуміння (від лат. concertio), тобто це певний спосіб розуміння, трактування якого-небудь предмета, явища, чи процесу, основна точка зору на предмет, або ж керівна ідея для систематичного їх висвітлення. На нашу думку, зазначений документ являє собою саме керівну ідею для систематичного висвітлення розуміння процесу розвитку ринку капіталу в країні.

Отже, проведене нами дослідження дозволяє стверджувати, що на сучасному етапі функціонування фінансового ринку країни фактично розробленими є окремі програмні документи, що включають перелік заходів спрямованих на досягнення як правило короткострокових цілей. В Україні на сьогодні відсутній програмний документ у вигляді стратегії або концепції розвитку фінансового ринку в цілому, який би передбачав розробку комплексної системи заходів, спрямованих на регулювання грошового ринку, ринку капіталу та ринку похідних цінних паперів. Стосовно останнього необхідно підк-



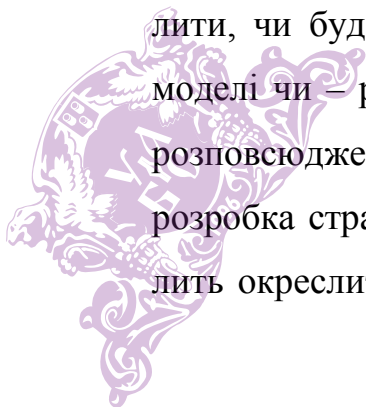
реслити практично повну відсутність законодавчої та нормативно правової бази не говорячи про програмні документи.

Якщо мова йде про грошовий ринок, то програмні документи формуються Національним банком України на середньо та короткостроковий період. Зазначені документи відрізняються достатньо точними завданнями та конкретизованими кінцевими програмними показниками.

Проведений нами аналіз концепції державної цільової економічної програми модернізації ринків капіталу в Україні, дозволяє стверджувати, що поперше, саме визначення ринку капіталу не зовсім збігається із трактуванням даного сегменту фінансового ринку з теоретико-фінансової точки зору, та подруге, відсутністю чіткості окреслених завдань, що розраховані на п'ять років.

Ринки капіталу в даному документі розглядаються як група взаємозв'язаних ринків, на яких формуються попит, пропонування та ціни на фінансові інструменти, зокрема ті, базовим активом яких є енергетичні та товарно-сировинні ресурси, а також відбувається перерозподіл вільних коштів інвесторів на користь тих суб'єктів, що мають в них потребу. Ринки капіталу включають в себе ринок цінних паперів (фондовий ринок) та інших фінансових інструментів (крім інструментів грошового ринку), тобто трактуючи таким чином ринки капіталу з них фактично зникають похідні цінні папери, що формуються в тому числі і на грошовому ринку.

Водночас в концепції не визначено напрямку в якому повинні розвиватись ринки капіталу. Необхідно в даному випадку зазначити, що для того, щоб визначитись із фінансовою архітектурою ринку якраз і потрібно розглянути всі сегменти фінансового ринку і лише в комплексі є можливість окреслити, чи буде розвиватись фінансовий ринок в напрямку банкоцентричної моделі чи – ринково орієнтованої. Зазначені моделі є на сьогодні найбільш розповсюдженими в економічно розвинених країнах. На наш погляд саме розробка стратегічної програми розвитку фінансового ринку України дозволить окреслити ключові параметри його розвитку, з врахуванням сучасного



стану та тенденцій розвитку ринку капіталу, грошового ринку та ринку похідних цінних паперів.

Враховуючи все вище зазначене, можна зробити висновок, що на сучасному етапі розвитку фінансового ринку назріла суттєва необхідність розробки стратегії його розвитку на довгостроковий період для приведення його складових елементів у відповідність до потреб перш за все реального сектору економіки країни, який на сьогодні вимагає значних ресурсів довгострокового характеру, отримати які можливо лише через механізм функціонування фінансового ринку.

4.2. Розвиток базових моделей розвитку фінансового ринку

Дослідження процесів формування фінансового ринку є основою для ефективного управління ним, тобто свідомого використання можливостей сформованого механізму та інструментів, адекватних сучасним економічним умовам. Існуючі у світовій практиці принципи організації механізму функціонування фінансових ринків за наявності специфіки історичного економічного розвитку країни мають цілий ряд спільних рис.

Історично у світовій фінансовій архітектурі виділяють два основні типи фінансових систем і відповідно моделей функціонування фінансових ринків, а саме – банкоцентрична модель (континентальна), що характерна для країн континентальної Європи (найчастіше її розглядають на прикладі функціонування фінансового ринку Німеччини) та Японії, та англо-американська, орієнтована на фондовий ринок – характерна для Сполучених Штатів Америки, Англії.

Саме поняття “модель” являє собою опис об’єкта (предмета, процесу або явища) на будь-якій формалізованій мові, сформований з метою вивчен-

ня його властивостей. Фактично модель є своєрідним інструментом пізнання, за допомогою якого відбувається дослідження об'єкта. В даному дослідженні автором розглядаються концептуальні моделі розвитку фінансового ринку.

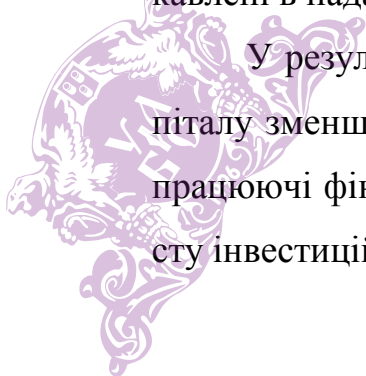
Сама по собі модель може бути подана у вигляді схеми, графіка, зображення, опису об'єкта, процесу або явища. “Висхідна модель може існувати в різних формах, мати або не мати математичного опису, передбачати або не передбачати той чи інший момент наочності. Але головна визначальна її ознака полягає в тому, що вона являє собою деякий чітко фіксований зв'язок елементів, передбачає певну структуру, яка відображає внутрішні, суттєві відносини реальності” [152].

В науковій економічній термінології, говорячи про моделі економіки, зокрема про моделі фінансового ринку, мають на увазі, теоретичні конструкції, що відображають суттєві характеристики складних об'єктів – соціально-економічних систем, що склалися в результаті дії довгострокових, суттєвих за впливом чинників.

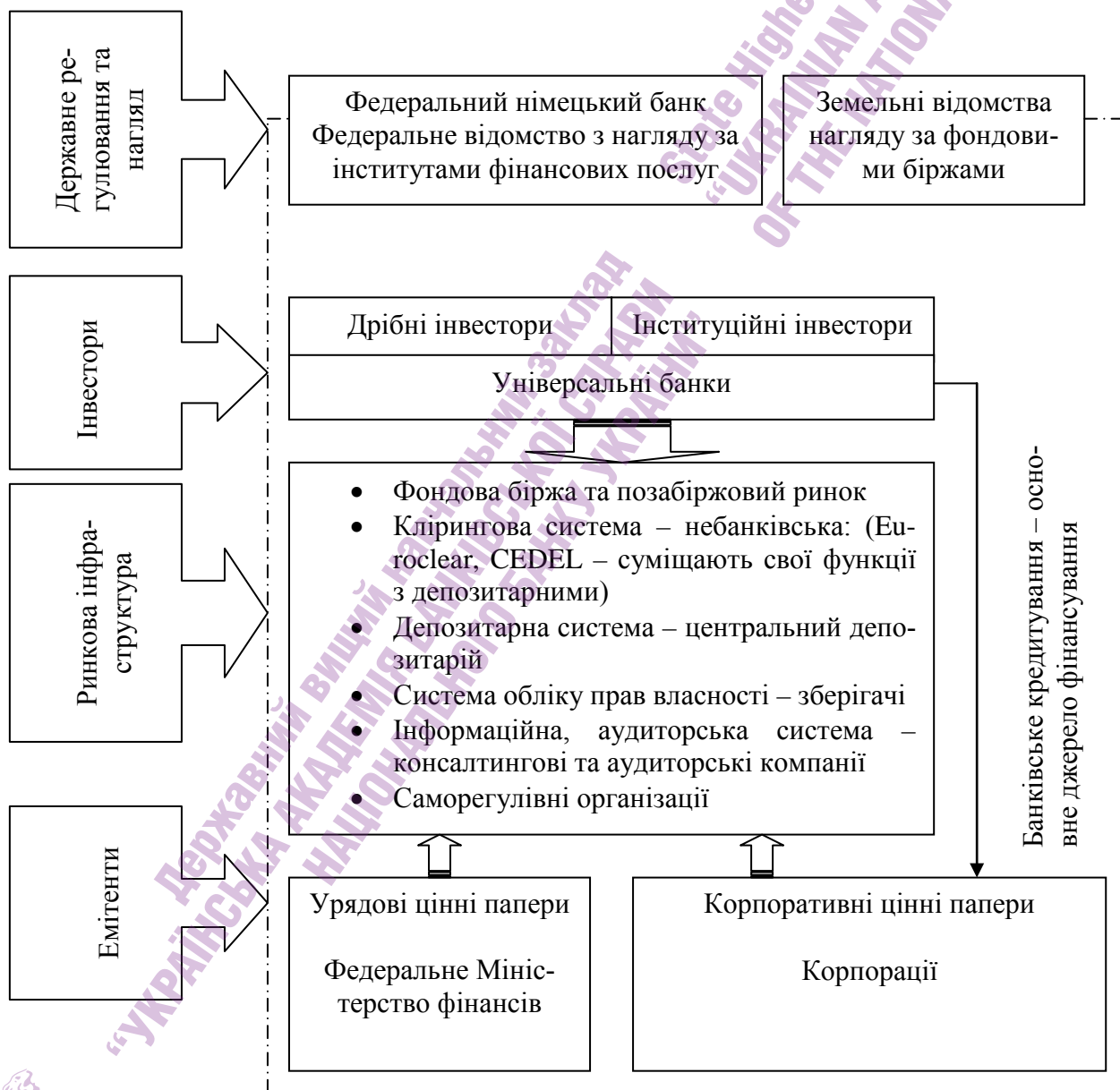
Для зростання національної економіки, на нашу думку, розвинутий ринок капіталу настільки ж важливий, як і розвинутий банківський сектор. В той час як важливість розвитку та вплив банківської системи на економічне зростання країни є більш очевидним, вплив ринку капіталу є більш завуальованим, особливо в національній фінансовій системі.

Можна припустити, що деякою мірою банківська система може замінити та виконувати функції ринку капіталу, але не повністю. Фінансові ринки відіграють важливу роль в економіці капіталізму, сприяючи взаємодії між інвесторами та споживачами капіталу. Чим краще вони виконуватимуть свої функції, тим більше ймовірність того, що власники заощаджень будуть зацікавлені в наданні своїх коштів.

У результаті цього вартість цих грошових ресурсів для споживачів капіталу зменшуватиметься. Сприяючи формуванню такої ситуації, ефективно працюючі фінансові ринки допомагають у досягненні більших темпів приросту інвестицій, що призводить до прискорення економічного зростання.



Банкоцентрична модель фінансового ринку передбачає, що банківські установи зберігають основну частину заощаджень, що створюється в економіці у формі депозитів юридичних і фізичних осіб. У цій моделі юридичні та фізичні особи напряду інвестування не здійснюють, а фактично передоручають банківським установам прийняття рішень про інвестування коштів (рис. 4.1).



Сфера державного регулювання ринку

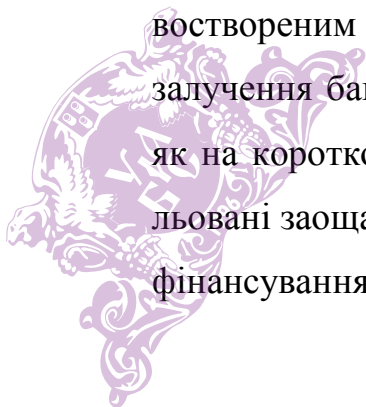
Рис. 4.1. Європейська модель організації фінансового ринку на прикладі Німеччини



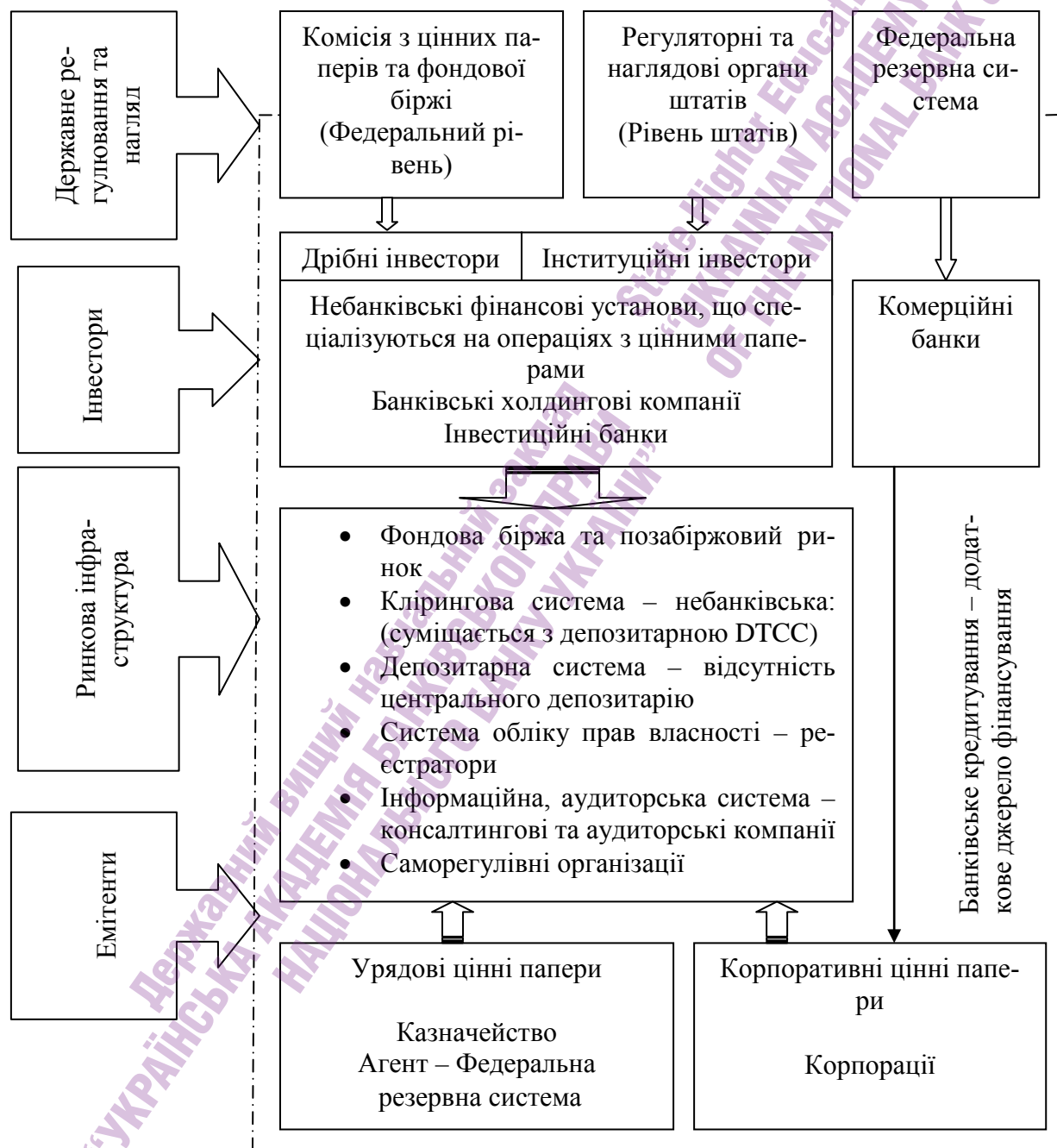
Банки не тільки здійснюють кредитні операції, але і є основними покупцями акцій та облігацій підприємств. Вони володіють акціями та контролюють торгівлю ними, а також домінують на ринках капіталу. Структура фінансових продуктів на таких ринках більш консервативна.

Отже, можна зробити висновок, що для банкоцентричного фінансового ринку характерною є ситуація, коли роль фінансового посередника виконує переважно банківська система, і як наслідок, трансформування тимчасово вільних фінансових ресурсів економічних агентів відбувається шляхом їх перетворення на кредитні ресурси для економіки країни. На сучасному етапі розвитку фінансового ринку в Україні ми маємо модель фінансового ринку, що наближена до банкоцентричної, оскільки, як було доведено в розділі 3, фактично основним джерелом для розширеного відтворення в реальному секторі економіки, крім власних коштів суб'єктів господарювання, є кредити банків. Хоча з точки зору розвитку ринку капіталу банки поводять себе активно лише фрагментарно.

Інша модель функціонування фінансового ринку базується на використанні переваг ринку капіталу з “широкою участю” (broad based, capital market) (рис. 4.2). Для даної моделі характерна ситуація, коли ринок акцій віддалений від банків. Доступ до фінансування визначається не через кредитні відносини, а більшою мірою ринковими цінами на фінансові активи. В даному випадку власники заощаджень як юридичні, так і фізичні особи, здійснюють інвестування за допомогою фінансових посередників. Така модель ринку створює умови конкуренції для бажаючих отримати капітал перш за все довгостроковий, та максимально задіяти заощадження як інвестиції. Розміщення капіталу на умовах конкуренції дозволяє отримувати капітал як новоствореним компаніям, так і усталеним. Ринок з широкою участю вимагає залучення багатьох інвесторів як з високим, так і з середнім рівнем доходу, як на короткостроковій, так і на довгостроковій основі. Разом з тим акумульовані заощадження невеликих інвесторів можуть дати кошти, необхідні для фінансування масштабних підприємств. Відповідно для такого ринку є необ-



хідність високого рівня законодавчого захисту інтересів невеликих інвесторів та наявності значної кількості висококваліфікованих фахівців у сфері проведення операцій з цінними паперами.



Сфера державного регулювання ринку

Рис. 4.2. Американська модель організації фінансового ринку

У будь-якому випадку основна роль фінансового ринку в економіці країни є незмінною – забезпечення трансформації тимчасово вільних фінан-

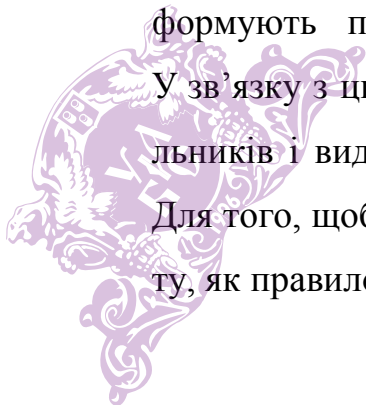
сових ресурсів у капітал. Наявність різних моделей функціонування фінансового ринку обумовлюється перш за все тим, кому належить домінуюча роль в інвестуванні реального сектора економіки – банківській системі шляхом кредитування чи ринку капіталу через емісію та обіг цінних паперів. Тобто в основі принципових відмінностей між моделями знаходяться їх домінуючі характеристики.

На наш погляд, необхідно більш детально ознайомитись з характерними рисами кожної моделі фінансового ринку, для того, щоб мати змогу сформулювати стратегічну модель розвитку національного фінансового ринку.

Фінансовий ринок України знаходиться на стадії вирішальних зусиль для переходу із статусу механізму обслуговування процесів перерозподілу капіталу в повноцінний сегмент економіки, який є індикатором розвитку та багатства країни, механізмом залучення та збереження коштів населення, засобом нагромадження та перерозподілу активів від неефективних до ефективних галузей та суб'єктів господарювання. Механізм функціонування фінансового ринку країни базується на ефективній діяльності фінансових інститутів. Саме вони здійснюють акумулювання та трансформацію заощаджень або тимчасово вільних коштів одних економічних агентів у інвестиції інших і сприяють сталому економічному розвитку.

Основними фінансовими посередниками є банки (як кредитні установи), небанківські фінансові установи та професійні учасники фінансового ринку, які пропонують інвесторам альтернативні варіанти розміщення їх заощаджень.

Банки залежать від стану повернення кредитів, оскільки їм необхідно повернути пул коштів, призначених для видачі кредитів, при цьому відсотки формують прибуток і лише частково компенсують кредитний ризик. У зв'язку з цим банки уважно оцінюють кредитоспроможність своїх позичальників і видають позики тим, хто має високий рівень платоспроможності. Для того, щоб захистити інтереси своїх вкладників, банки при наданні кредиту, як правило, вимагають заставу. Крім того, отримати кредит позичальнику,



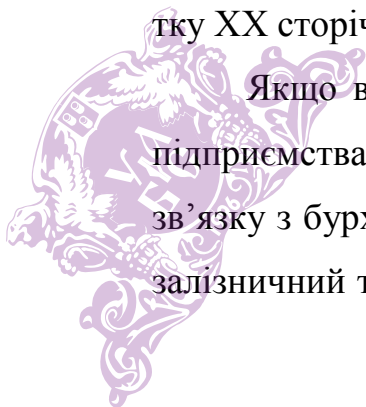
що не має кредитної історії, досить складно, і можливо, як правило, в більш жорстких умовах та за наявності гаранта.

У процесі розвитку механізму перерозподілу тимчасово вільних фінансових ресурсів виникли альтернативи банківським установам – фінансові інститути, які не формують депозитної бази. Форми небанківських фінансових інститутів у світовій практиці досить різноманітні: брокерські та дилерські компанії, інвестиційні банки, венчурні фірми, недержавні пенсійні фонди, страхові та інвестиційні компанії, лізингові та факторингові компанії, компанії, що надають послуги андеррайтингу та інші. В цілому небанківські фінансові установи використовують інші умови залучення та розміщення тимчасово вільних фінансових ресурсів в економіці. Саме фінансові інститути зацікавлені в появі інноваційних фінансових продуктів, які б дозволяли контролювати ступінь ризику та час використання наявних грошових коштів.

Слід зазначити, що якщо європейський ринок цінних паперів формувалася протягом декількох століть, то сучасний американський ринок свої базові фундаментальні характеристики отримав у 30-х роках ХХ сторіччя і завдячує кейнсіанським економічним ідеям про державну ініціативу у відродженні фондового ринку як основи інвестиційного процесу в країні. За оцінками аналітиків на початку ХХ сторіччя європейський фінансовий ринок мав більш високий рівень розвитку, ніж ринок США.

Європейський континентальний ринок, зокрема в Німеччині, представлений значною кількістю банківських установ, що мали можливість акумулювати значні обсяги заощаджень. Водночас банківська система Сполучених Штатів Америки була значно слабкішою і не могла задовольнити зростаючі потреби американських корпорацій, які за десять років у кінці ХІХ – на початку ХХ сторіччя збільшились у десятки разів.

Якщо в континентальній Європі основну частину кредитних ресурсів підприємства отримували від банків, то значні потреби в капіталі в США у зв'язку з бурхливим розвитком таких галузей, як електроенергетика, зв'язок, залізничний транспорт, сприяли розвитку ринку корпоративних боргових зо-

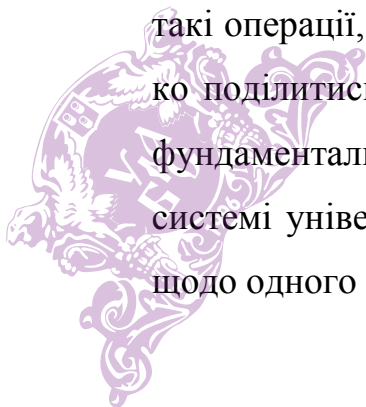


бов'язань та акціонерного капіталу. Саме в цей час у промисловості розвинутих країн пройшла хвиля злиття та створення крупних корпорацій. Це був період технічних новацій, бурхливого розвитку нових галузей промисловості.

Велика економічна депресія, що вибухнула в США в 30-ті роки ХХ ст. значно вплинула на розвиток фінансового ринку. Цей час називають “похміллям після грандіозного кредитного гуляння”. Банкрутство значної кількості компаній, правопорушення та зловживання з кредитами викликали справедливе незадоволення кредиторів та інвесторів, які вимагали упорядкувати зовнішню звітність компаній та посилити контроль за махінаціями в бізнесі. Саме в цей період досить швидкими темпами удосконалюється система зовнішньої фінансової звітності, інформація стає більш надійною та відкритою. Обов'язкове публікування звітності великих компаній надало можливість аналізувати та порівнювати фінансове становище різних компаній.

Сучасна форма фінансового ринку та і в цілому фінансової системи США була сформована після Великої депресії. Саме в цей період були розроблені та закріплені законодавчо норми, що визначали спрямованість розвитку фінансового ринку як орієнтованого на ринок капіталу. Саме в цей період було схвалено Закон про цінні папери (Securities Act, 1933 р.), який регламентує питання випуску цінних паперів в обіг та визначає вимоги до розкриття інформації для інвесторів.

В 1933 році був також прийнятий Закон Гласса-Стігала (Glass-Steagall Act), який функціонував до 1999 року, і фактично дозволив тримати банки “на відстані витягнутої руки” від ринку капіталу. Положеннями цього Закону було визначено, що банки не мали права поєднувати традиційні банківські операції з операціями на ринку цінних паперів, для того, щоб здійснювати такі операції, банки повинні були провести реорганізаційні процедури та чітко поділитись на комерційні та інвестиційні. Це дозволило усунути один із фундаментальних конфліктів інтересів, які і на сучасному етапі виникають у системі універсальних банків, які одночасно є і інвесторами, і кредиторами щодо одного і того ж позичальника – реципієнта інвестицій.



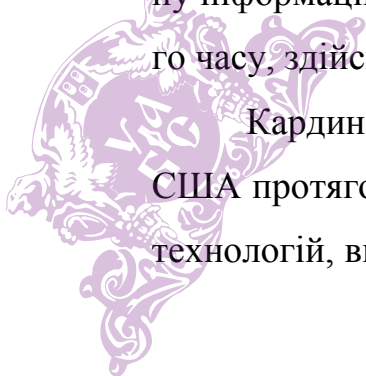
В цей же період було прийнято Закон про фондові біржі (Securities Exchange Act, 1934 р.), яким було закріплено регулюючі функції федерального уряду над вторинним ринком цінних паперів. Професійні учасники ринку цінних паперів – інвестиційні інститути та фондові біржі повинні були проходити реєстраційні процедури в Комісії з цінних паперів та бірж. Закон вводив обмеження на купівлю цінних паперів у кредит, на торгівлю власними цінними паперами інсайдерами, на продаж цінних паперів без покриття.

У 1938 році був прийнятий Закон Мелоні (Maloney Act), який дозволив контролювати і позабіржовий ринок шляхом створення саморегулюваних асоціацій дилерів позабіржового ринку, що повинні були контролювати правила гри на цьому ринку, але при цьому були підзвітні Комісії з цінних паперів та бірж. У результаті виникла організація Національна асоціація дилерів фондового ринку NASD (National Association Of Securities Dealers).

Процедуру випуску корпоративних облігацій регламентує Закон про довірчий договір (Trust Indenture Act, 1939 р.). Крім того, було прийнято цілий ряд інших законодавчих документів, що суттєво поширювали та закріплювали регулювання фінансового ринку США. Таким чином, всі зазначені документи забезпечили контроль над різними сегментами фінансового ринку: первинним та вторинним, ринком дольових та боргових цінних паперів, а також суттєво посилили вимоги до фінансової інформації, що надавалась інвесторам, та відповідальність за її правдивість.

Суттєві зміни були внесені в законодавчі документи в 60-70-ті роки ХХ ст. після біржової кризи, які надавали ще більше повноважень Комісії з цінних паперів та бірж. У 1978 році була введена в дію Intel-market Trading System, за допомогою якої всі біржі, а також NASDAQ, були об'єднані в єдину інформаційну мережу. Дана подія дозволила працювати в режимі реального часу, здійснювати операції котирування з цінних паперів на всіх ринках.

Кардинальні зміни, що відбулись у функціонуванні фінансового ринку США протягом ХХ сторіччя, в першу чергу завдяки розвитку інформаційних технологій, вимагали певних змін і в регулюючому законодавстві. За період з

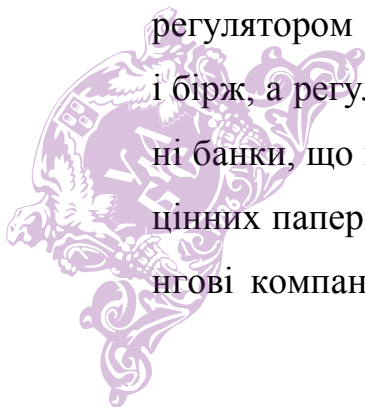


1933 по 1999 рік були створені сприятливі умови для розвитку інвестиційних банків, які були захищені законом Гласса-Стігалла від поглинань з боку комерційних банків, але при цьому мали право на участь у капіталі комерційних банків.

Класичні комерційні банки мали досить невисокий рівень рентабельності та не мали змоги здійснювати суттєві виплати своїм акціонерам, але водночас вони мали активи, що перевищували активи спеціалізованих інвестиційних банків у декілька разів. Власники та менеджери класичних комерційних банків були зацікавлені у внесенні поправок до зазначеного Закону з позиції доступу до активів інвестиційних банків. У 1999 році Закон Гласса-Стігалла було замінено Законом Гремма-Ліча-Блайлі (Gramm-Leach-Bliley Act). На перший погляд введення цього законодавчого документа фактично давало можливість змінити модель фінансового ринку США з фондової на банківську. Реально ситуація, на наш погляд, залишилась незмінною з незначними поправками.

З 2000 року американським банківським холдинговим компаніям дозволено здійснювати злиття тільки з компаніями фінансового сектора. В перелік компаній фінансового сектора входять інвестиційні банки, компанії з управління активами, страхові компанії та інші небанківські компанії, діяльність яких на фінансовому ринку має професійний характер. Але напряду банківські холдингові компанії не допускались до ринку цінних паперів корпорацій нефінансового сектора.

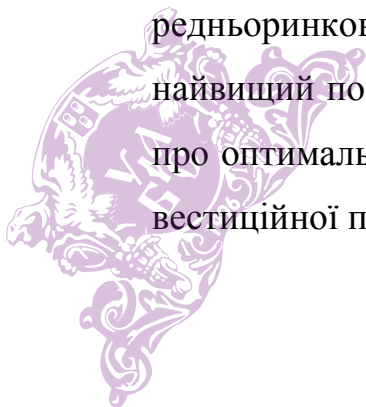
Слід зазначити, що в США термін “банк” і “банківська холдингова компанія” відрізняються між собою. Банківській холдинговій компанії можуть належати декілька банків, що функціонують у різних штатах. Основним регулятором банківської холдингової компанії є Комісія з цінних паперів і бірж, а регулятором банку – Федеральна резервна система. Тобто комерційні банки, що мають банківську ліцензію, так і не задіяні в операціях на ринку цінних паперів, це право отримали фактично їх власники – банківські холдингові компанії. По суті банківські холдингові компанії повинні перетвори-



тись на фінансові холдинги інвестиційного, банківського та страхового напрямку. Тобто незважаючи на зміни, що відбуваються в розвитку фінансового ринку США, модель його так і залишається орієнтованою на ринок капіталу. Підтвердженням ефективності зазначеної моделі є той факт, що на міжнародному фінансовому ринку на сучасному етапі розвитку провідна і визначальна роль належить саме США.

В класичній моделі фінансового ринку, орієнтованій на ринок капіталу, учасники ринкової інфраструктури мають, як правило, певну спеціалізацію в проведенні операцій. Так, наприклад, компанія “The Charles Schwab Corp.” є одним із найбільших брокерів США, але при цьому не займається операціями андеррайтингу та послугами, що супроводжують операції ринку M&A. Компанія “Mellon Financial Corp.” активно працює як компанія з управління активами та як депозитарій. Серед найдорожчих інвестиційних компаній США присутні як універсальні інвестиційні холдинги, такі як: Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Lehman Brothers, так і інфраструктурні учасники – The Charles Schwab Corp., Mellon Financial Corp. [259].

Як видно з даних, наведених у додатку Л найбільший рівень капіталізації має компанія Goldman Sachs Group – 91,129 млрд. дол., причому зазначена компанія за 5 років змогла посісти перше місце, випередивши компанії Morgan Stanley, Merrill Lynch & Co., які близько 50 років займали лідируючі позиції в даному списку. Слід зазначити, що зазначені лідери демонструють досить високі темпи розвитку і за показниками приросту активів і за показниками приросту чистого прибутку. Водночас у компанії Goldman Sachs Group значення бета-коефіцієнта є достатньо низьким порівняно з іншими і становить 1,14, тобто рівень ризику акцій компанії майже наближений до середньоринкового значення, що досить важливо, оскільки в даній компанії найвищий показник приросту чистого прибутку – 70,03 %, це може свідчити про оптимальний рівень диверсифікації ризику, і створює високий рівень інвестиційної привабливості.

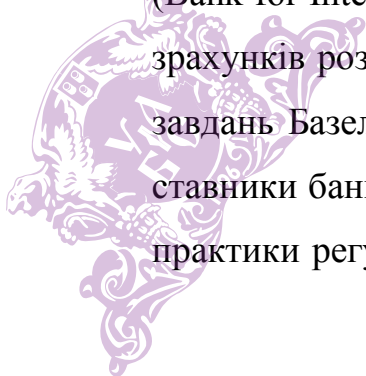


Слід зазначити, що вказані лідери ринку капіталу США останнім часом почали проявляти зацікавленість у розширенні своєї діяльності на території країн, фінансовий ринок яких знаходиться на стадії становлення та демонструє досить високі темпи розвитку, зокрема привабливим був визначений ринок країн СНД. Вже на сучасному етапі компанія Goldman Sachs зареєструвала в Росії дочірній інвестиційний банк ТОВ “Голдман Сакс”, компанія “Morgan Stanley” придбала ТОВ “Міський іпотечний банк”. Дочірня компанія “Merrill Lynch & Co.” отримала в березні 2007 року ліцензію на здійснення брокерських та дилерських операцій, вже при цьому надаючи консультаційні послуги на ринку цінних паперів.

Потужні американські фінансові холдинги поступово відходять від банківської спеціалізації, і на сьогодні, як правило, в рамках фінансового холдингу працюють всі види фінансового бізнесу – інвестиційного, страхового та банківського. Таким чином, на фінансовому ринку поступово з’являються потужні суб’єкти – фінансові конгломерати. В Україні вони лише починають робити перші кроки, як правило, створюються на базі банківських установ.

Стосовно банкоцентричної моделі функціонування фінансового ринку, можна стверджувати, що в останні роки в регулюванні банківської діяльності відбуваються також досить суттєві зміни на міжнародному рівні. Доведено, що рівень міжнародної довіри до країни залежить від стабільної банківської діяльності в цій країні.

Потреба в забезпеченні стійкості банківських систем у найбільших країнах світу і світової банківської системи призвела до створення в 1974 р. центральними банками і наглядовими органами провідних індустріальних країн комітету з банківського нагляду при Банку міжнародних розрахунків (Bank for International Settlements, BIS). Територіально Банк міжнародних розрахунків розташований у місті Базель, Швейцарія. Одним із найголовніших завдань Базельського комітету, до складу якого на даний час входять представники банківських регулюючих органів 12 держав, є гармонізація світової практики регулювання банківського бізнесу, яка має на меті нівелювати від-



мінності між національними практиками, усуваючи таким чином основну причину регулятивного арбітражу.

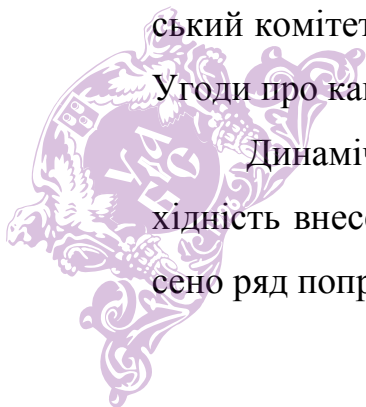
Першим вагомим кроком на шляху до міжнародної гармонізації банківського регулювання стало прийняття керівниками десяти центральних банків економічно розвинутих країн світу у 1988 році Базельської угоди про міжнародне наближення розрахунку капіталу та стандартів капіталу (1988 р. Basel Capital Accord), більш відомої як Базель I. З часом ця угода була схвалена більш ніж в 100 країнах світу, що свідчить про доцільність та необхідність застосування загальноєвропейських інституціональних меж для регулювання банківської діяльності, що дійсно сприяло підвищенню стабільності фінансово-банківських систем.[269].

Прийняття Угоди про капітал стало переломним етапом для розвитку банківського нагляду у світі. З її появою органи банківського регулювання отримали перший стандарт міжнародного рівня, на який можна було б рівнятися. Угода про капітал із самого початку була спрямована на так звані “міжнародно активні банки” і була обов’язковою лише для країн – членів Базельського комітету. Відносна простота й доступність її методик і підходів призвела до того, що до 2004 року Базель I тією чи іншою мірою було запроваджено у майже 130 країнах світу, зокрема в Україні, причому щодо всіх банків – об’єктів нагляду незалежно від їх “міжнародної активності” [89].

До кінця 90-х років ХХ ст. Базельська угода, що базувалася на розширеному тлумаченні природи різних категорій ризиків, переважно перестала відповідати значним змінам, що відбулися у структурі банківського капіталу та характері міжнародних економічних відносин.

Необхідність усунення виявлених недоліків Базеля I спонукала Базельський комітет з банківського нагляду розпочати роботу над новою редакцією Угоди про капітал.

Динамічність розвитку міжнародних валютних систем викликала необхідність внесення поправок до вищезазначеної угоди. У 1996 році було внесено ряд поправок до Базеля I, які стосувалися вимог до визначення ринкових



ризиків і передбачали можливість використання банками власних моделей оцінки ризиків (Value-at-Risk models) у межах встановлених параметрів.

Постійний моніторинг розвитку національних банківських систем дав змогу виявити невідповідність окремих положень Базельської угоди сучасним реаліям. У зв'язку з цим Базельським комітетом було запропоновано власні пропозиції щодо удосконалення Першої Базельської угоди з метою максимального наближення до практичних потреб діяльності банків.

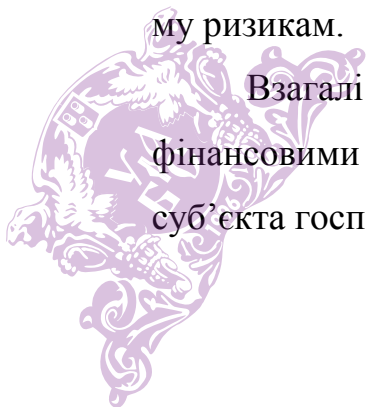
Проект нової редакції Базельської угоди було опубліковано в червні 1999 року. Даний документ активно вивчався та обговорювався майже півтора року, про що свідчать понад 200 коментарів і зауважень, які були отримані Базельським комітетом. З урахуванням цих зауважень у січні 2001 року було запропоновано доопрацьований варіант документа, а в кінці 2001 року (після додаткових консультацій) було опубліковано перший варіант нової Базельської угоди “Новий механізм визначення достатності власного капіталу” (Базель II).

Базель II прийнято у червні 2004 р. У листопаді 2005 р. Базельський комітет оприлюднив виправлену та доповнену версію угоди “Міжнародна конвергенція вимірювання капіталу і стандартів капіталу: нові підходи” [153].

Принципове значення має те, що три компоненти-опори є взаємодоповнюючими, жодну з них не можна розглядати чи використовувати окремо від інших. Адже ще із часів найдавніших цивілізацій відомо, що найстійкіша конструкція – це та, що має три опори(додаток М).

Перший компонент – мінімальні вимоги до капіталу – розглядає капітал з трьох точок зору: відповідності ринковому, операційному та кредитному ризикам.

Взагалі ризик – це ймовірність настання події, пов'язаної з можливими фінансовими втратами чи іншими негативними наслідками для діяльності суб'єкта господарювання.



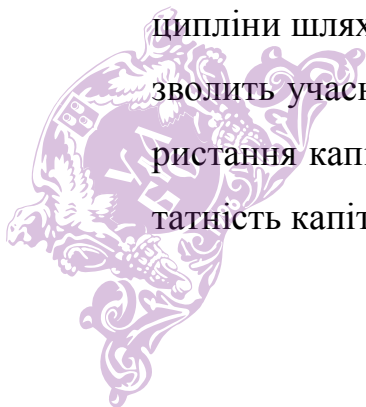
Ринковий ризик характеризує можливість формування збитків, пов'язаних із формуванням несприятливої кон'юнктури фінансових ринків, виникає під впливом макроекономічних факторів: індекси ринків, криві відсоткових ставок. Ринковий ризик, пов'язаний із втратами по біржових операціях, у порівнянні з Базелем I залишився незмінним.

Операційний ризик – ризик, який виникає під впливом людського, технічного чи технологічного факторів. Як правило, операційний ризик обумовлений ризиком неплатежів або затримки платежів, а також порушенням умов угод і несвоєчасним виконанням зобов'язань. Як складову операційного ризику слід виділити регулятивний ризик, під яким мають на увазі зміни в законодавчій базі, що регулює діяльність суб'єктів господарювання. Оцінка операційного ризику – абсолютно нова вимога, яка свідчить, що капітал банку повинен покривати ризик, пов'язаний з помилками персоналу та правопорушеннями.

Кредитний ризик – це можливість невиконання суб'єктами кредитних відносин взятих на себе зобов'язань відповідно до визначених в угоді умов.

Другим компонентом “Контроль з боку нагляду” трикомпонентної опори Базель II є група вимог, метою яких є не тільки гарантування наявності в банків достатнього капіталу для покриття всіх своїх ризиків, але і стимулювання їх до розробки та впровадження удосконалених методів моніторингу та керування ризиками. При цьому вимога до нарощування капіталу може запроваджуватися навіть у тому випадку, коли базовий норматив достатності дотриманий.

Третій компонент “Ринкова дисципліна” трикомпонентної опори Базеля II доповнює перші два компоненти стосовно стимулювання ринкової дисципліни шляхом розробки комплексу вимог про розкриття інформації, що дозволить учасникам ринку більш повно оцінити основні дані про сферу використання капіталу, рівень його ризикованості, процеси оцінки ризику та достатність капіталу банківської установи.



На даний час точно оцінити ефект від впровадження нових базельських принципів дуже складно, оскільки:

- 1) змінені правила вимог до капіталу є дещо складними і ще не до кінця розробленими;
- 2) якщо критерій достатності капіталу стане нижчим, наглядові органи все одно зберігають за собою право збільшити його;
- 3) у банку, який знизить показник достатності, можуть виникнути проблеми на фінансових ринках, якщо відповідно до Базеля II зменшаться нормативи, учасники ринку можуть не погодитися з рішенням наглядових органів.

Базельська угода є визначальною в роботі більшості фінансових і банківських структур світу з 2007 року. Нормативи угоди визначають стандарти диференціації резервного капіталу залежно від діапазону та обсягів кредитного ризику позичальника. Новий механізм оцінки ризиків істотно впливає на зменшення термінів організації процесу кредитування, що сприяє зниженню витрат і значному здешевленню кредитів та інвестицій.

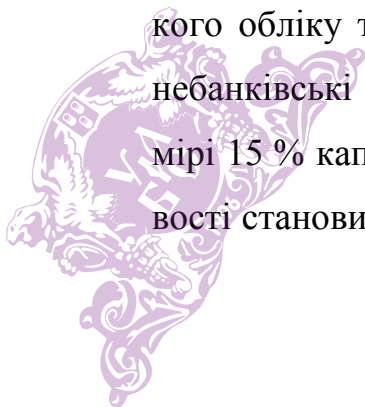
Експерти вважають, що переваги в діяльності отримують банки, готові до фундаментальних змін, за рахунок:

- кращого вибору активів, їх структуризації та ціноутворення при кредитуванні та інших операціях;
- прискорення, поліпшення і здешевлення процесів розміщення активів;
- максимізації балансової вартості банку за допомогою ефективного управління кредитним портфелем, активами і капіталом;
- інтеграції процесів і підвищення ефективності за рахунок використання техніки управління операційними ризиками.

Для більшості банків ключовим моментом є можливість поліпшення ринкової і конкурентної позиції за рахунок ефективного управління проектами і підходів на основі ризик-менеджменту. На сучасному етапі українські банки ведуть підготовчу роботу, зокрема і з впровадження системи управління ризиками. При цьому розробляються власні системи оцінки ризиків і внутрішні рейтингові системи для більш точного визначення категорій ризику.

Базель II не замінює попередні редакції Угоди про капітал, а лише доповнює їх. Він не містить ні порядку розрахунку регулятивного капіталу, ні вказівок щодо мінімально необхідного значення адекватності капіталу – ці вимоги залишаються незмінними з попередніх версій документа. У Базелі II визначено новий концептуальний підхід до нагляду взагалі та до поняття адекватності капіталу зокрема. Цей підхід отримав у світі назву “нагляд на основі оцінки ризиків”.

Крім зазначеного вище, Базель II прямо стосується і моделей фінансового ринку. В цьому регуляторному документі зроблена спроба поєднати характерні риси і банкоцентричної, і орієнтованої на ринок капіталу моделей. Так у “Міжнародній конвергенції вимірювання капіталу і стандартів капіталу: нові підходи” більше відомій як Базель II в частині першій “Галузь застосування” зазначено, що дана угода надає широкий спектр можливих способів визначення вимог до капіталу стосовно кредитних та операційних ризиків, що дозволяє банкам та органам нагляду підібрати підходи, що найбільш відповідають характеру їх операцій та інфраструктурі фінансових ринків. По суті Базель II надає пряме розпорядження можливості ведення банківської діяльності в рамках холдингу. Банківськими групами називають групи, основним видом діяльності яких є банківські операції. У деяких країнах банківська група може бути зареєстрована як банк. Теоретично банки можуть отримувати контроль над нефінансовими компаніями, але при цьому вони повинні скоригувати розмір власного капіталу на суму інвестицій банку в акції компанії. “Суттєві міноритарні та мажоритарні інвестиції в небанківські комерційні організації, що перевищують певний рівень, будуть вилучені із капіталу банку. Рівень суттєвості визначається національною практикою бухгалтерського обліку та/або регулювання. Для індивідуальних суттєвих інвестицій у небанківські комерційні організації встановлюється рівень суттєвості в розмірі 15 % капіталу банку; для сукупних інвестицій даного типу рівень суттєвості становитиме 60 % від капіталу банку (можуть використовуватись більш



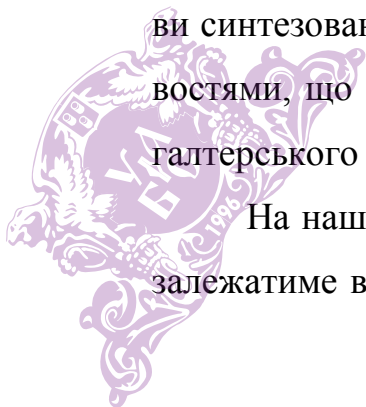
жорсткі ліміти). Підлягає вирахуванню частина інвестицій, що перевищує рівень суттєвості.

Інвестиції у формі суттєвої міноритарної, мажоритарної або контрольної участі в небанківських комерційних організаціях, що не перевищують рівень суттєвості, підлягають оцінці з використанням коефіцієнта ризику не менше 100 %”.

Зазначимо, що Базель II визначає також підходи щодо регулювання вимог до фінансових компаній, які можуть займатися такими видами діяльності, як фінансовий лізинг, випуск кредитних карток, управління інвестиційними портфелями, інвестиційним консультуванням, довірчим та сейфовим зберіганням та ін., тобто допоміжними щодо банківської діяльності операціями. Окремо також визначаються вимоги до корпорацій та страхових компаній.

Таким чином, документ, який на перший погляд стосується виключно регулювання банківської діяльності має суттєвий вплив і на небанківські фінансові установи. Пристосовуючись до нових вимог, банки повинні будуть формувати дочірні компанії, що спеціалізуються на роботі в інвестиційному напрямку. Фактично ж формується тенденція щодо поступового перетворення класичного банку в холдингову компанію. Такий механізм наближає банкоцентричну євроконтинентальну модель фінансового ринку до американської, орієнтованої на ринок капіталу, оскільки безпосередньо банки поступово віддалятимуться від інвестиційної діяльності. Враховуючи все викладене вище, можна зробити висновки, що прийняття в 1999 році Закону Гремма-Ліча-Блайлі та запровадження стандартів “Міжнародної конвергенції вимірювання капіталу і стандартів капіталу” може поступово привести до появи синтезованої моделі фінансового ринку з певними національними особливостями, що визначатимуться відхиленнями в національних стандартах бухгалтерського обліку, вимогах до розкриття інформації та ін.

На нашу думку, стратегія розвитку обох моделей в найближчий період залежатиме від двох основних факторів: по-перше, від рівня розвитку забез-



печувальної інфраструктури фінансового ринку – мережевих та телекомунікаційних систем, електронної торговельно-інформаційної мережі, по-друге, від змін у законодавчій базі, що регулює глобальний фінансовий ринок. Саме такі законодавчі акти були розглянуті вище. Це також означає, що у стратегічному періоді одночасно існуватимуть і ефективно працюватимуть як глобальні фінансові конгломерати, такі як, наприклад Citibank Group, Merrill Lynch, Deutsche Bank, так і вузькоспеціалізовані фінансові інститути, які мають глобальну мережу переважно у сфері інвестиційної діяльності та управління активами – Lehman, Goldman Sach, Schwab, а також існуюватимуть і потужні банківські установи, які здійснюватимуть значний обсяг операцій як кредитного характеру так і інвестиційного. Тобто фінансова архітектура розвиватиметься настільки динамічно, наскільки швидко фінансові інститути зможуть адаптуватись під впливом змін технологічного фактора. Бурхливий розвиток фінансових ринків, на нашу думку, повинен стимулювати, по-перше, підвищення вимог до відкритості інформації фінансовими інститутами, тобто збалансованості як інтересів інвесторів, так і інтересів самих фінансових установ та їх клієнтів, по-друге, створення умов, які б стимулювали ефективне управління ризиками, тим самим забезпечуючи формування стабільної фінансової системи.

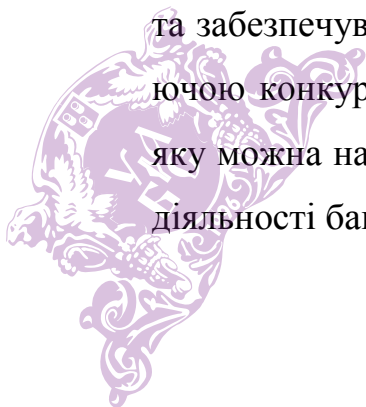
Слід зазначити, що незважаючи на те, що більшість вчених приходять до висновку, що в Україні створена саме банкоцентрична модель фінансового ринку, на наш погляд, вона має цілий ряд специфічних особливостей, які не можна однозначно трактувати на користь зазначеної моделі.



4.3. Дослідження фінансових конгломератів та обґрунтування їх участі у формуванні стратегії розвитку фінансового ринку

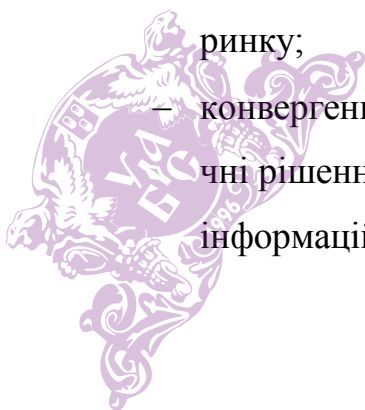
На сучасному етапі розвитку фінансового ринку в Україні умови, що склалися, не можна назвати привабливими для акумулювання та інвестування фінансових ресурсів, які мають фізичні та юридичні особи, в проекти, що стимулюють економічне зростання. Наслідком даної ситуації є нестача фінансових ресурсів на ринку і відповідно висока їх вартість, що не дозволяє значній кількості позичальників реалізувати стратегічні плани розвитку бізнесу. Отже, існує необхідність зміни характеру середовища, що визначає інвестиційний клімат. Важливими елементами, що формують відповідне середовище, забезпечують акумулювання та розміщення фінансових ресурсів, є банки та фінансові інститути. На сьогодні їх стан, результати діяльності не забезпечують потреб економіки в інвестиційних ресурсах і не сприяють активізації інвестиційних процесів [185].

Необхідною умовою досягнення відповідності рівня розвитку банків та фінансових інститутів, завданням розвитку економіки є їх удосконалення на основі формування конкурентних відносин між учасниками фінансового ринку. При цьому конкуренція повинна формуватись не лише між банками як учасниками грошового ринку і між фінансовими установами як учасниками ринку капіталу, але і між банками та фінансовими установами, оскільки зазначені учасники фінансового ринку виконують цілий ряд однакових функцій. Така конкуренція виникає у зв'язку з тим, що є необхідність як у банків, так і у фінансових установ, залучати фінансові ресурси за мінімальною ціною та забезпечувати при цьому максимальний дохід. Водночас наряду із зростаючою конкуренцією за інвестиційні ресурси з'являється ще одна тенденція, яку можна на думку автора визначити як конвергенцію (взаємопроникнення) діяльності банків та фінансових установ.



На основі проведеного дослідження нами визначено, що конвергенція може проявлятися в таких формах:

- конвергенція механізмів регулювання сфер діяльності – в багатьох випадках відбувається дублювання різних нормативно-правових документів органами державного регулювання фінансового ринку, зокрема Національного банку України, Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку та Державної комісії з регулювання ринку фінансових послуг;
- конвергенція суто банківської діяльності із інвестиційною діяльністю, притаманною для ринку капіталу – з одного боку, банки здійснюють інвестиції в цінні папери на ринку капіталу, а з іншого боку, ринок капіталу забезпечує надходження коштів банкам у результаті емісії ними цінних паперів;
- конвергенція видів діяльності – банки активно працюють як торговці цінними паперами, андерайтери, провідні позиції банки займають в операціях із корпоративними облігаціями, водночас діяльність інвестиційних компаній багато в чому схожа на діяльність інвестиційних банків;
- структурно-функціональна конвергенція – проявляється в тому, що банки можуть бути засновниками фінансових інститутів, водночас, фінансові інститути можуть виступати засновниками банків;
- інформаційна конвергенція – банки формують свої інформаційні системи з урахуванням необхідності отримання даних про стан ринку цінних паперів, біржові торги, водночас професійні учасники ринку цінних паперів формують свої інформаційні системи з врахуванням необхідності отримання і обробки інформації про банки, цінні папери яких знаходяться в обігу на ринку капіталу, і крім того, банки, професійні учасники, емітенти та інвестори зацікавлені в отриманні інформації про всіх учасників фінансового ринку;
- конвергенція інформаційних технологій – одні і ті ж технічні та технологічні рішення щодо створення систем електронних баз даних і в цілому своїх інформаційних систем.



Виходячи із всього вищезазначеного, можна зробити висновок, що банківська система та фінансові інститути, з одного боку, є конкурентами, але з іншого боку, шляхом конвергенції наближаються та отримують спільні риси у своїй діяльності. В зв'язку з цим на сучасному етапі розвитку фінансового ринку формуються, на наш погляд, дві основні тенденції, по-перше, розвиток банківської системи сприяє розвитку ринку капіталу, створюючи при цьому певні обмеження для власної інвестиційної діяльності, по-друге, розвиток ринку капіталу сприяє розширенню можливостей банку із залучення інвестицій, але водночас обмежує можливості їх кредитної діяльності, сприяючи зниженню ставки відсотків по кредитах, збільшити терміни кредитування і розробляти та впроваджувати нові фінансові інструменти та продукти.

Фінансові посередники є сполучною ланкою між фінансовою системою та реальним сектором економіки. Вони відіграють важливу роль у покращенні інвестиційного клімату та економічної безпеки країни в розвитку як національної, так і міжнародної економіки. Водночас високий рівень конкуренції призводить до того, що змінюється структура фінансових посередників від банків та фінансових інститутів до інтегрованих потужних фінансових посередників – фінансових конгломератів. Окремо ролі банків та фінансових інститутів у розвитку фінансового ринку приділяється на сьогодні досить значна увага, що ж стосується інтегрованих фінансових посередників, то дослідження їх ролі та значення особливо на національному фінансовому ринку знаходяться лише на початковій стадії.

Створення інтегрованих фінансових посередників на міжнародному рівні, на наш погляд, обумовлюється перш за все стратегією виживання в умовах жорсткої конкуренції в боротьбі за клієнтів шляхом універсалізації своєї діяльності.

Структурні зміни, що відбулись в національних і міжнародних фінансах, привели до глобалізації фінансів, ключовими елементами якої стали:

– зростання технічних можливостей для здійснення операцій;



- інтеграція національних фінансових ринків, інвесторів і позичальників у глобальний ринок;
- стирання відмінностей між фінансовими інститутами та ринками, де вони здійснюють свої операції;
- виникнення міжнародного фінансового конгломерату, що став пропонувати набір фінансових продуктів і послуг на безлічі ринків, у різних країнах.

Таким чином, тенденція до універсалізації підсилилася, тому що прийнятним видом стали не універсальні банки (наприклад, німецького типу), а скоріше холдинги, групи компаній із правами власності, що переплітаються, тобто фінансові конгломерати, які почали пропонувати всі види послуг від класичних фінансових до операцій з нерухомістю та ін.

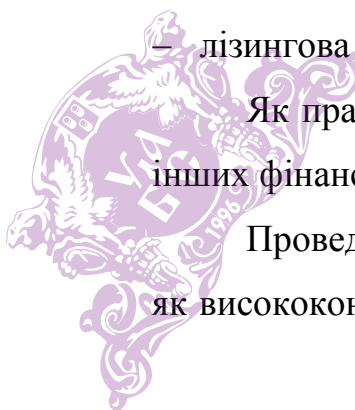
У світовій фінансовій практиці досить часто використовується поняття “фінансовий супермаркет” та “фінансовий конгломерат”, на нашу думку, ці поняття є ідентичними, оскільки це – інтегровані фінансові посередники, які мають можливість пропонувати клієнтам набір різноманітних фінансових продуктів та комплекс фінансових послуг як виключно банківського характеру, так і небанківських фінансових продуктів та послуг.

Взагалі у міжнародній практиці термін “фінансовий конгломерат” уживається щодо групи компаній, що перебувають у загальній власності, основним полем діяльності яких є фінансова сфера (операції із цінними паперами, банківський бізнес, страхування та інші). Конгломерат повинен містити в собі, щонайменше, два з наступних типів фінансових інститутів:

- банк;
- страхова компанія;
- інвестиційна компанія;
- лізингова компанія.

Як правило, в групі компаній буде присутнім банк і один або декілька інших фінансових інститутів.

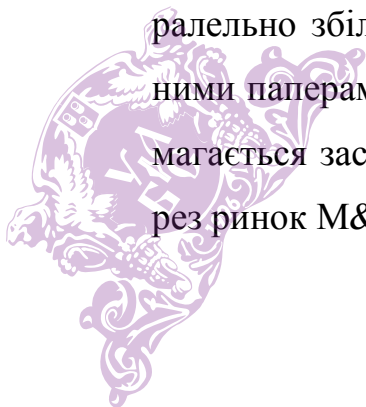
Проведене дослідження дозволяє визначити фінансовий конгломерат як висококонвергентний інтегрований фінансовий посередник, що здатен за-



безпечити пропозицію інтегрованих фінансових продуктів з метою комплексного обслуговування своїх клієнтів – фізичних та юридичних осіб.

Створенню фінансових конгломератів, на наш погляд, сприяли певні мотиви. По-перше, зниження, а іноді й ліквідація, деяких регулюючих бар'єрів ознаменувало те, що банки могли порівняно легко входити в новий бізнес, це дозволило їм диверсифікувати свої джерела доходів шляхом проведення операцій як на грошовому ринку, так і на ринку капіталу. На рівні міжнародного фінансового ринку створення фінансових конгломератів стало можливим після прийняття певних змін до законодавчих документів, зокрема, прийняття в США Закону Грема-Ліча-Блайлі замість Закону Гласса-Стігалла, що розширив доступ до інвестиційних ресурсів для банківських установ у межах ринково орієнтованої моделі фінансового ринку з одного боку, з іншого боку, прийняття Базеля II створило більш сприятливі умови для розвитку фінансових інститутів в умовах банкоцентричної моделі. Але як в першому, так і в другому випадку, всі можливості, які передбачені даними нормативними документами, перш за все можуть бути використані саме потужними фінансовими конгломератами, міжнародно активними банками.

По-друге, розосередження банків і подальший розвиток та вдосконалення ринків капіталу в світовому просторі дозволило корпораціям мобілізувати кошти прямо за допомогою емісії облігацій і акцій. У результаті традиційне джерело банківського доходу – кредитування малих і великих підприємств ресурсами, що генеруються на низькодохідних депозитах, – суттєво знизилось через конкуренцію з боку ринку капіталу і його професійних учасників. Така ситуація змусила банки знаходити інші джерела доходів. Зокрема банки почали активно просуватись на інші сегменти фінансового ринку, паралельно збільшуючись у розмірах. Так, банки активізували операції з цінними паперами, почали входити у страховий бізнес. Хоча частина банків намагається заснувати й розвивати свою страхову справу, більшість із них через ринок M&A придбали страхові компанії.

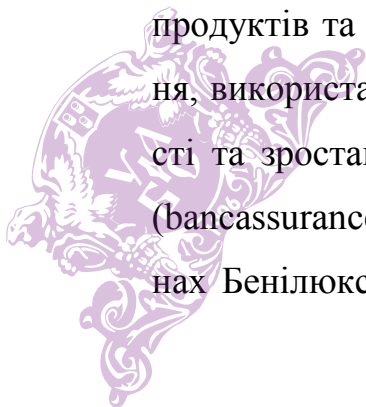


У США, де традиційно сильні обмеження на страхові операції для банків, цей процес стосувався лише накопичувального страхування життя. Банки ввійшли в бізнес по управлінню активами як заснувавши свої власні підрозділи з керування активами, так і купуючи спеціалізовані фірми у цій сфері. Крім того, конкуренція в банківському секторі підштовхнула їх до консолідації активів, що супроводжувалася хвилею злиттів і поглинань на ринках, в основному, Північної Америки, Японії та Європи.

Таким чином, зняття певних обмежень щодо переливу капіталу в різні сегменти фінансового ринку, а також суттєве загострення конкурентної боротьби підштовхнуло фінансових посередників до консолідації активів, до створення потужних, працюючих у глобальному масштабі фінансових груп, представлених практично на всіх сегментах фінансового ринку. Суттєва концентрація капіталу дозволила безперешкодно проводити експансію на будь-які ринки. Надлишок вільних фінансових ресурсів може без суттєвих обмежень переміщуватись у межах фінансової групи, забезпечуючи тим самим найбільш ефективний перерозподіл коштів, не “заморожуючи” жодної грошової одиниці. В умовах зростаючих фінансових ринків, що розвиваються, фінансові конгломерати мають всі можливості зайняти лідируючі позиції, практично повністю витіснивши конкурентів.

Історично створення фінансових конгломератів починалось з об'єднання банків та страхових компаній. Сам термін bancassurance з'явився наприкінці 70-х – початку 80-х років ХХ століття у Франції і означав форму продажу страхових продуктів через банківську мережу [49].

Сутність цього поняття практично не змінилась і до сьогодні і означає об'єднання банків та страхових компаній з метою координації продажів своїх продуктів та їх інтеграції, налагодження спільних каналів їх розповсюдження, використання єдиної клієнтської бази з метою розширення своєї діяльності та зростання прибутку. На сучасному етапі розвитку банкострахування (bancassurance) як вид фінансового конгломерату найбільш розвинуте у країнах Бенілюксу, Південної Європи та Америки. Водночас, спроба створення



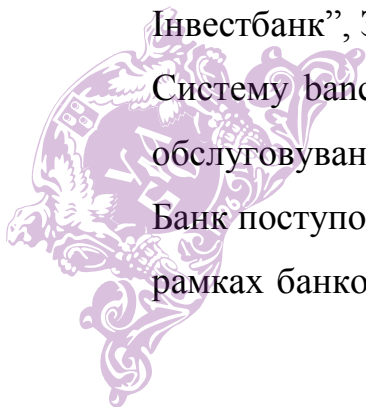
таких альянсів в найбільш консервативній Північній Європі не дали позитивного результату [192].

Слід відзначити, що у процесі розвитку співпраці банку та страхової компанії можна, на нашу думку, виділити декілька етапів (додаток Н):

1. Договірні відносини стосовно обслуговування один одного.
2. Співпраця в рамках розповсюдження своїх продуктів – страхових продуктів, за погодженням з банком через його мережу або кредитів клієнтам страхової компанії через її мережу, або ж банк і страхова компанія домовляються про взаємне розповсюдження своїх продуктів (перехресні продажі).
3. Альянс – наступний етап кооперації між страховою компанією та банком, результатом чого є створення нової страхової компанії.
4. Злиття та поглинання – найбільш розповсюджена стратегія реалізації банкострахування на світовому фінансовому ринку.
5. Фінансовий конгломерат (конгломерат), що передбачає високий рівень інтеграції бізнес-процесів щодо задоволення потреб своїх клієнтів.

Необхідно підкреслити, що запропонована схема не передбачає обов'язково наявності всіх визначених етапів. Крім того, співпраця в напрямку банкострахування може також передбачати паралельні угоди між декількома банками та страховими компаніями, при цьому в кожному конкретному варіанті можуть визначатись свої завдання та цілі. В даному випадку найвищий рівень інтеграції між банком та страховою компанією може бути досягнутий у рамках створення фінансового конгломерату.

Прикладами розвитку інтеграційних процесів bancassurance в Україні є фінансова група ТАС, яка включає АКБ “ТАС-Комерцбанк”, ЗАТ “ТАС-Інвестбанк”, ЗАТ “Страхова група “ТАС” та ЗАТ “Страхова компанія “ТАС”. Систему bancassurance розвиває і ОТП Банк на основі договорів взаємного обслуговування та угоди про розповсюдження продуктів. Крім того, ОТП Банк поступово починає розширювати діяльність і переходить від співпраці в рамках банкострахування до безпосередньо інвестиційної діяльності, оскільки



ки в 2007 р. було створено компанію з управління активами ТОВ КУА “ОТП Капітал”.

Процес інтеграції банків та страхових компаній починається із взаємного обслуговування, яке проявляється, наприклад, у вигляді страхування застави в процесі кредитування банком клієнта, у вигляді співпраці банку та страхової компанії через розміщення резервів страхової компанії в банку, водночас страхова компанія здійснює страхування банківських ризиків. Кожен варіант співпраці оформляється окремими угодами (рис. 4.3).

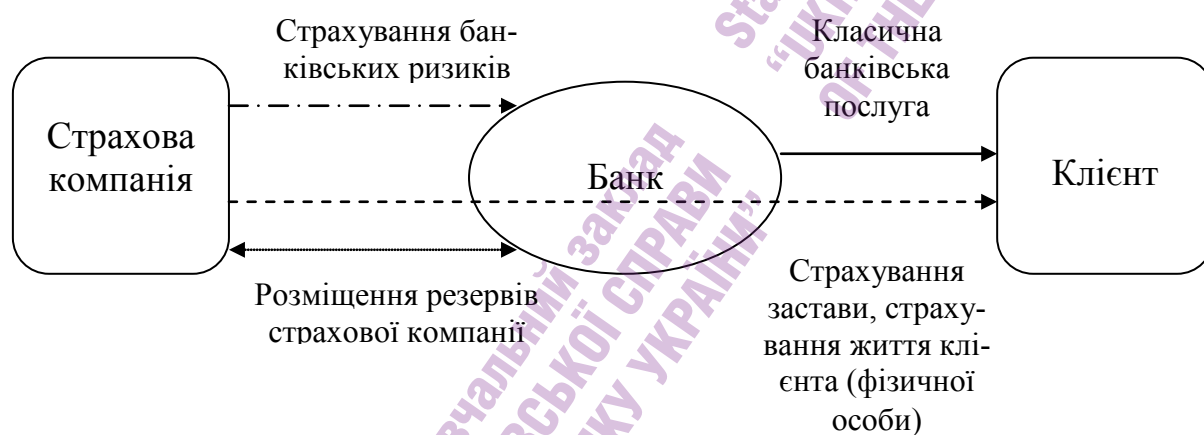


Рис. 4.3. Інтеграція банку та страхової компанії на першому рівні – взаємного обслуговування

Після проходження першого етапу інтеграції, за умови взаємної згоди між банком та страховою компанією, укладаються угоди про розповсюдження продуктів, у результаті того, що на попередньому етапі відбулось налагодження базових механізмів взаємодії, які перетворюються у форму агентських відносин (рис. 4.4).

Банки розповсюджують продукти страхування окремо або разом з банківськими продуктами за комісійну винагороду. При цьому контрагенти не надають доступ до бази даних своєї клієнтської бази або надають у дуже обмеженому обсязі.

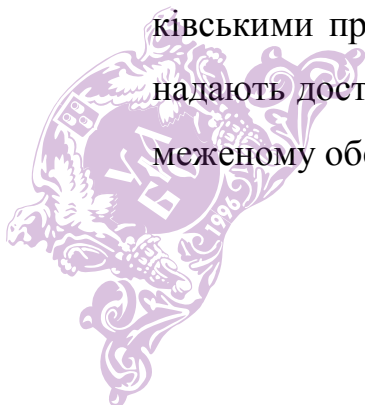




Рис. 4.4. Інтеграція банку та страхової компанії на другому рівні – угоди про розповсюдження продуктів

На наступному етапі відносини контрагентів входять в фазу кооперації, метою якої є утворення договірної альянсу для співпраці у всіх напрямках. На цьому етапі стає можливим створення інтегрованого продукту банку та страхової компанії та взаємне його просування (рис. 4.5).

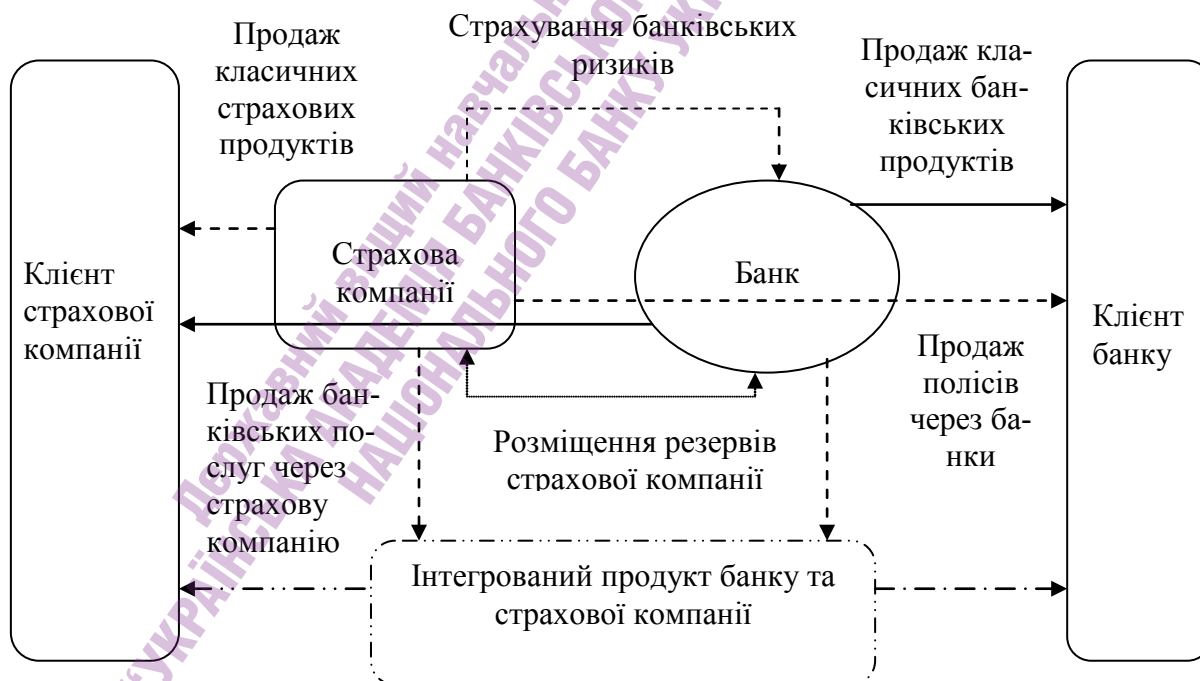


Рис. 4.5. Інтеграція банку та страхової компанії на третьому рівні – кооперації

Такий рівень взаємної співпраці передбачає високий рівень інтеграції при розвитку фінансових продуктів та каналів розповсюдження. Відповідно на та-

кому рівні може бути передбачено спільне використання бази даних з метою ефективного просування інтегрованих продуктів контрагентів.

Найвищим рівнем інтеграції на сучасному етапі розвитку фінансового ринку є створення фінансового конгломерату на основі контролю за діяльністю обох контрагентів та їх конвергенції (рис. 4.6).

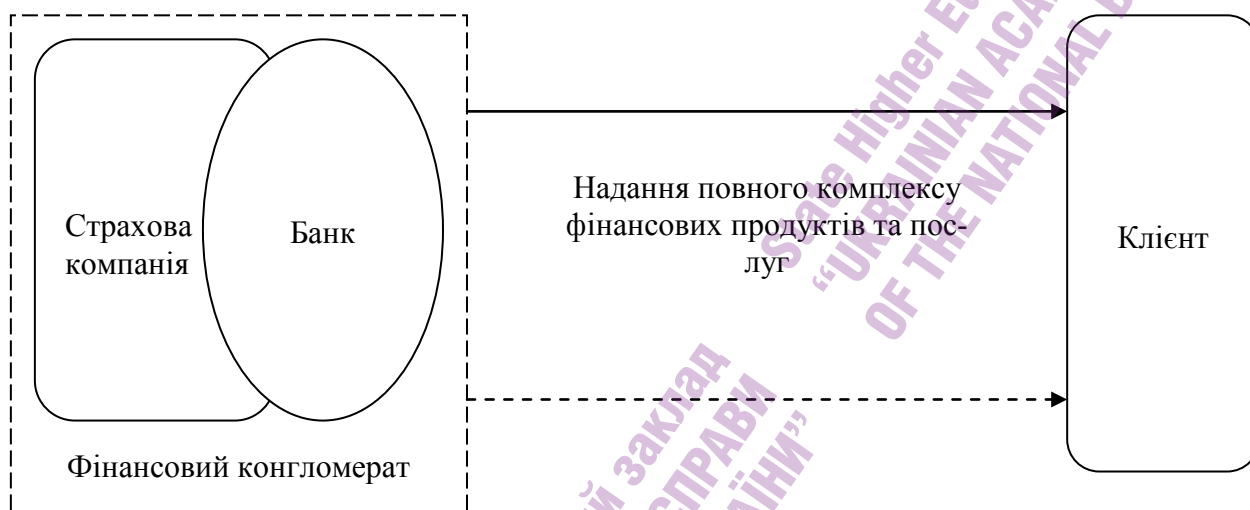


Рис. 4.6. Інтеграція банку та страхової компанії на четвертому рівні – фінансового конгломерату

Подальша співпраця може перетворитись у злиття банку та страхової компанії або ж поглинання одним із контрагентів іншого і появою нового типу фінансового попередника – фінансового конгломерату.

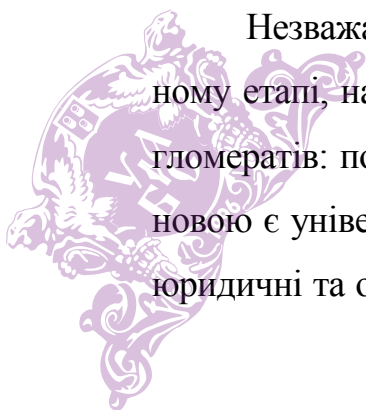
На сьогодні фінансовий конгломерат можна розглядати, на наш погляд, по-перше, як модель клієнтоорієнтованого бізнесу, який являє собою єдиний інтегрований канал доступу клієнтів до фінансових продуктів та послуг, по-друге, як територіальне або маркетингове об'єднання фінансових інститутів, що пропонують широкий асортимент послуг – банківських, страхових, лізингових, інвестиційних та інших.

Бурхливий розвиток фінансових конгломератів за кордоном призвів до того, що в 1993 року Базельський комітет, Технічний комітет міжнародної організації комісії по цінних паперах та Міжнародна асоціація органів страхового

нагляду почали спільно досліджувати проблемні питання нагляду фінансових груп (наприклад, питання оцінки адекватності власного капіталу). В межах проведеної роботи зазначені організації визначили термін “фінансовий конгломерат” як групу організацій під спільним контролем, в яких виключна або переважна діяльність полягає у наданні суттєвих послуг щонайменше в двох секторах фінансового ринку (грошовому ринку, ринку капіталу) та пов’язана з наданням страхових послуг.

Слід зазначити, що вітчизняним законодавством не визначено поняття фінансовий супермаркет або ж фінансовий конгломерат, що відповідно означає і відсутність консолідованого нагляду за його діяльністю. Законодавчо передбачено лише поняття “фінансова холдингова група”. Так згідно із Законом України “Про банки та банківську діяльність” фінансова холдингова група має складатися переважно або виключно з установ, що надають фінансові послуги, причому серед них має бути щонайменше один банк, і материнська компанія має бути фінансовою установою. Материнській компанії має належати більше 50 % акціонерного (пайового) капіталу кожного з учасників фінансової холдингової групи. Таким чином, можна зробити висновок, що у випадку коли для здійснення своєї діяльності компанії об’єднуються у фінансовий конгломерат за принципом американської моделі, то фактично, вони не зобов’язані формувати консолідовану звітність і, відповідно, нагляд за їх діяльністю проводиться досить хаотично окремим державним регулятором стосовно окремих компаній. Хоча при цьому фінансовий конгломерат може контролювати досить значні обсяги тих чи інших сегментів фінансового ринку країни. Отже, на сьогодні це питання потребує досить серйозного дослідження та уваги з боку законодавчих та регулюючих органів.

Незважаючи на досить короткий термін свого функціонування, на сучасному етапі, на наш погляд, можна виділити три базові моделі фінансових конгломератів: по-перше, німецька модель, яка передбачає повну інтеграцію, її основою є універсальний банк. Це єдина корпоративна структура, в якій відсутні юридичні та операційні розподіли. По-друге, британська модель, в її основі ма-



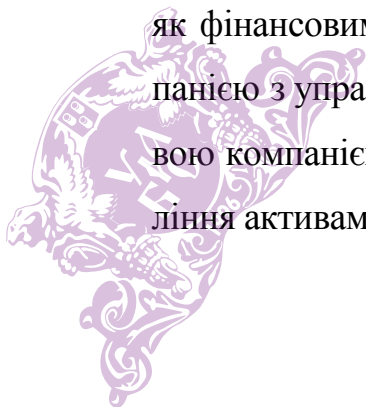
теринський банк, а небанківські підрозділи – юридично самостійні компанії. По-третє, американська модель – головна холдингова компанія (всі види діяльності як самостійні підрозділи). На відміну від попередньої моделі і банк, і небанківські структурні підрозділи знаходяться у власності однієї особи. При цьому є значна і юридична самостійність, що певною мірою зменшує ефект економії на масштабі.

Тенденція, що формується на міжнародному фінансовому ринку із формування інтегрованих фінансових посередників, які отримали назву фінансових конгломератів, поступово починає проявлятися і в межах національного фінансового ринку. В зв'язку з цим виникає необхідність дослідження особливостей їх формування та розвитку на сучасному етапі функціонування фінансового ринку України.

В ході проведених досліджень нами було визначено, що в Україні на сьогодні вже функціонують достатньо потужні фінансові групи, які за всіма ознаками можна розглядати як фінансові конгломерати. Причому ми маємо як варіант американської моделі, так і варіант британської моделі.

Прикладом варіанта американської моделі, тобто коли до складу фінансової групи входять незалежні фінансові інститути як банки, так і небанківські фінансові установи, які є самостійними юридичними одиницями, але належать одному власнику, є фінансова група “VAB Group” (додаток II).

Зазначена група була створена в жовтні 2006 року. До складу даної групи входить 9 компаній, які охоплюють практично всі сегменти і всі види діяльності, що можливі на фінансовому ринку, тобто вона представлена на грошовому ринку банком VAB Банк та компанією VAB Експрес, що надає послуги споживчого кредитування приватним клієнтам, на ринку капіталу вона представлена як фінансовими інститутами, що є інвесторами (страховими компаніями, компанією з управління активами та адміністрування пенсійних фондів та лізинговою компанією), так і інститутами ринкової інфраструктури (компанія з управління активами та інвестиційна компанія).

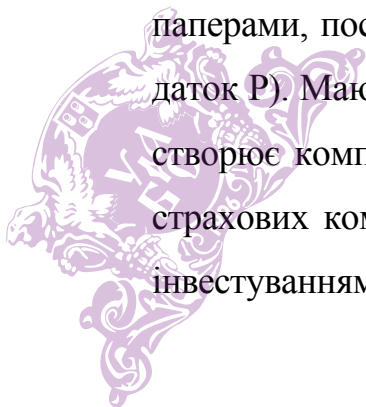


В даній групі всі компанії є юридично самостійними ланками фінансового конгломерату, які мають можливість обмінюватись всією необхідною інформацією. Всі компанії починали функціонувати як самостійні відокремлені одиниці, і лише в 2006 році власники вирішили об'єднати їх в одну групу, але при цьому вони не втратили свою самостійність.

Таким чином було створено потужний фінансовий конгломерат на вітчизняному фінансовому ринку. Водночас слід зазначити, що даний конгломерат створено за участю іноземних інвестицій (TVIN Financial Services Group NV – Нідерланди, Амстердам).

Крім того, в Україні прикладом американської моделі фінансового конгломерату є корпорація “Українська фінансова група”, яка включає в себе банк “Українська фінансова група”, інвестиційну компанію “Українська фінансова група” та “Українську страхову компанію UTICO”.

У процесі дослідження наявності фінансових конгломератів на вітчизняному фінансовому ринку було встановлено, що ми маємо також приклад і британської моделі, тобто, коли в основі створення фінансового конгломерату знаходиться материнський банк та підконтрольні йому фінансові установи. Таким фінансовим конгломератом є фактично ВАТ “АКІБ “УкрСиббанк”, а точніше представлена через повний контроль над зазначеним банком – 51 % фінансова група “BNP Paribas Group” (Франція). На основі інформації, поданої на офіційному сайті ВАТ “АКІБ “УкрСиббанк”, нами було побудовано відповідну структуру фінансового конгломерату [366; 367, 368]. Слід зазначити, що ВАТ “АКІБ “УкрСиббанк” позиціонує себе саме як фінансовий конгломерат, оскільки, крім класичних банківських операцій, пропонує цілий ряд послуг інвестиційного характеру – організацію випуску та розміщення цінних паперів, торгівлю цінними паперами, послуги зберігача цінних паперів та аналітичне обслуговування (додаток Р). Маючи значний досвід діяльності на ринку капіталу, банк у 2003 році створює компанію з управління активами, яка здійснює управління активами страхових компаній, недержавних пенсійних фондів та займається венчурним інвестуванням і забезпечує управління портфелем цінних паперів в рамках інве-



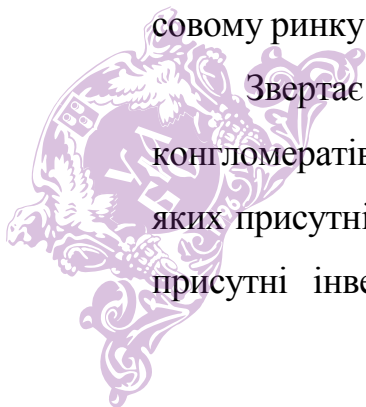
стиційних фондів. При цьому надійність операцій та високий рівень ліквідності забезпечується наявністю значних інформаційних ресурсів, якими володіє ВАТ “АКІБ “УкрСиббанк”, а також тим, що цінні папери, в які вкладаються кошти юридичних та фізичних осіб, виставляються в котирування банком. Таким чином, зазначений фінансовий конгломерат має єдину інформаційну систему, що дозволяє досить ефективно здійснювати інвестиційну діяльність та класичну банківську діяльність.

Крім того, оскільки зазначений банк є засновником ТОВ “Українська лізингова компанія”, його частка становить 99,996 %, то відповідно можна підтвердити висновок, що зазначений банк дійсно можна розглядати як фінансовий конгломерат. Дана лізингова компанія є однією з провідних компаній України на ринку лізингових послуг.

У даному випадку в структурі конгломерату об’єднано одразу два рівні інтеграції, а саме – все, що стосується діяльності групи “BNP Paribas Group”, можна визначити як найвищий рівень інтеграції – фінансовий конгломерат, з відповідними ознаками – інтегрованість інформаційних систем, значні можливості щодо використання баз даних клієнтів та універсальність фінансових послуг, крім того, в межах зазначеного конгломерату представлений рівень інтеграції у вигляді угоди партнерства із страховими компаніями: із страхування життя – страхове акціонерне товариство “Граве Україна”, із послуг страхування майна – страхова компанія “Український страховий альянс”. Таким чином, можна стверджувати, що на рівні фінансового конгломерату можуть одночасно використовуватись різні рівні інтеграції фінансових інститутів.

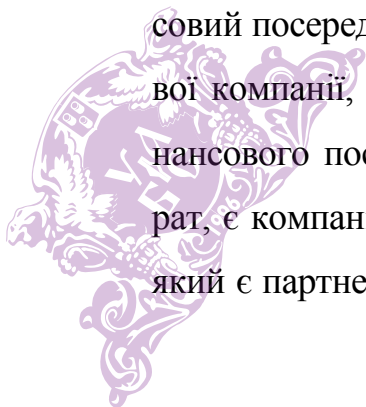
Враховуючи все вищевикладене, ВАТ “АКІБ “УкрСиббанк”, будучи одним із найбільших банків України, є достатньо потужним інститутом на фінансовому ринку як на ринку грошей, так і на ринку капіталу.

Звертає на себе увагу той факт, що розглянуті нами приклади фінансових конгломератів практично у всіх випадках створені на базі фінансових установ, в яких присутніми є іноземні інвестори. Це стосується фінансової групи ТАС, де присутні інвестиції Swedbank у вигляді 100 % пакета акцій АКБ “ТАС-



Комерцбанк” та його дочірнього банку АКБ “ТАС -Інвестбанк”. Це стосується фінансової групи “VAB Group”, в якій присутні інвестиції “TVIN Financial Services Group NV” (Нідерланди), причому не тільки стосовно самого банку VAB Банк, але і інших фінансових інститутів. Це також стосується і “BNP Paribas Group” (Франція), діяльність якої відбувається через АКБ “УкрСиббанк” та інші компанії цієї групи. Практично у всіх випадках ми маємо виключний контроль іноземних інвесторів, оскільки в наведених компаніях їх участь становить не менше 50 %. Таким чином, можна зробити висновок, про те, що іноземні інвестори, незважаючи на певні проблеми, що існують у розвитку фінансового ринку України, розглядають його як досить привабливий об’єкт, враховуючи ті темпи розвитку, які мають на сьогодні і грошовий ринок, і ринок капіталу. Водночас необхідно підкреслити, що якщо проблема участі іноземних інвестицій у сфері банківської діяльності на сьогодні досить поглиблено вивчається як представниками Національного банку України, так і представниками банків другого рівня, а також і широкими науковими колами, то проблемі отримання контролю іноземними інвесторами над небанківськими фінансовими установами і, таким чином, над компаніями, що акумулюють тимчасово вільні фінансові ресурси як фізичних, так і юридичних осіб, у рамках ринку капіталу, на наш погляд, сьогодні майже не приділяється уваги. З врахуванням досить інтенсивного розвитку зазначеного сегмента та особливої його ролі в інвестуванні реального сектора економіки країни вважаємо, що необхідно дану проблему вивчати більш поглиблено.

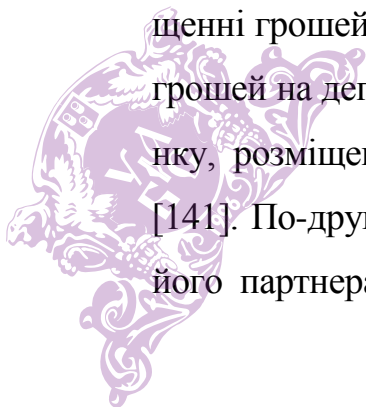
Слід зазначити, що крім двох моделей фінансових конгломератів, розглянутих вище, можна розглянути також модель, яка формується виключно на основі укладення угод про розповсюдження продуктів, тобто формується фінансовий посередник, який не має в основі створення банку, або потужної фінансової компанії, а працює винятково як консультант. Прикладом такого типу фінансового посередництва, який розглядається також як фінансовий конгломерат, є компанія “Мега Поліс” – це посередник на фінансовому ринку України, який є партнером провідних банків, страхових та юридичних компаній, автоса-



лонів. В даному випадку компанією пропонуються продукти як банківських так і небанківських фінансових установ, клієнтам, а саме – пропонуються послуги мікрокредитування, споживчого кредитування, іпотечного кредитування, отримання кредиту на придбання автомобілів. Причому одночасно проводиться юридичний супровід, пропонуються операції, пов'язані з підбором оптимального варіанта житла, оптимального варіанта автомобіля тощо. Як правило, такі варіанти фінансових конгломератів працюють на основі отримання комісійних винагород від своїх контрагентів.

Досвід Польщі та інших країн Європи з перехідною економікою відображує “вибуховий характер” процесів формування нових видів бізнесу та відкриття нових можливостей вже існуючих. При цьому компанії, які першими виходять на ринок, що формується, демонструють значні показники зростання, але за відсутності необхідного стратегічного потенціалу так само швидко втрачають свої позиції на ринку. Це явище визначає “хвороби зростання”, які набагато легше сприймаються у стійких фінансових структурах бізнесу. Інакше кажучи, існуюча кон'юнктура ринку України, диктуючи нові умови розвитку економіки, визначає необхідність інтеграції потенціалу компанії у єдиний фінансовий комплекс.

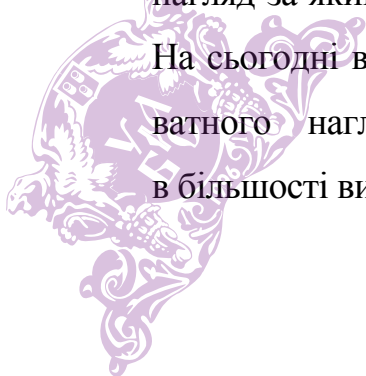
Розвиток різних моделей фінансового конгломерату, що були розглянуті вище, на нашу думку, сприяє підвищенню конкурентоспроможності фінансових посередників за рахунок цілого ряду чинників. По-перше, більш широкий продуктивний ряд, адаптований до вимог клієнтів. Так за результатами дослідження Асоціації американських банків, щодо утримання клієнтів у банку, залежно від асортименту пропонованих їм послуг, було встановлено, що при відкритті поточного рахунку ймовірність утримання клієнтів становить 50 %, при розміщенні грошей на депозиті – 66 %, при відкритті поточного рахунку, розміщенні грошей на депозиті та отриманні кредиту – 94 %, при відкритті поточного рахунку, розміщенні грошей на депозиті та отриманні страхових послуг – 99 % [141]. По-друге, оптимізація бізнес-процесів та адміністрування між банком та його партнерами, страховими компаніями, лізинговими компаніями, інвести-



ційними компаніями, та іншими фінансовими інститутами. По-третє, можливість створення інтегрованого продукту з врахуванням вимог клієнта. По-четверте, зниження рівня витрат за рахунок зниження собівартості трансакцій між партнерами, що призводить до здешевлення тарифної політики і формує більш високий рівень конкурентоспроможності фінансового конгломерату на фінансовому ринку. По-п'яте, створення інтегрованих інформаційних систем, що знижує ризик функціонування фінансових посередників, і таким чином сприяє підвищенню їх конкурентоспроможності. По-шосте, підвищенню конкурентоспроможності сприяє також прояв синергетичного ефекту в результаті об'єднання різних фінансових компаній. Все вищезазначене стосується перш за все фінансових конгломератів, що розвиваються на основі американської та британської моделей.

Однак, працюючи подібним чином, одна або кілька компаній, що входять у конгломерат, можуть виходити на досить ризиковані ринки й тим самим піддати ризику всю групу. Наряду з перерахованими вище перевагами компанії, що входять у групу, стають залежними одна від одної більшою або меншою мірою, зважаючи на ту модель, яка ними була обрана (американська або британська), що в результаті може привести до збільшення ризику діяльності конгломерату в цілому.

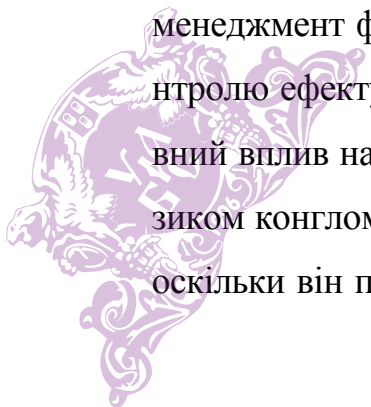
Таким чином, універсальний тип організації, на наш погляд, має і свої недоліки, на які на сьогодні звертають дуже мало уваги, оскільки фактично відсутній єдиний підхід до нагляду за діяльністю всіх фінансових установ – банків, нагляд за якими здійснює Національний банк України, інвестиційних компаній, нагляд за якими здійснює Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку, недержавних пенсійних фондів, страхових компаній, лізингових компаній, нагляд за якими здійснює Державна комісія з регулювання фінансових послуг. На сьогодні в розвинутих країнах світу постала проблема правильного й адекватного нагляду за діяльністю фінансових конгломератів, обумовлена в більшості випадків відсутністю єдиного наглядового органу.



Компанії, що входять у конгломерат, мають взаємні фінансові зобов'язання, а отже, наражаються на ризик, не властивий для їх конкретного сектора бізнесу. Так, наприклад, комерційний банк, що бере участь у капіталі страхової компанії, підданий ризикам, які має ця страхова компанія. Якщо ж банк має взаємні зобов'язання з інвестиційним підрозділом конгломерату, що працює на ринку капіталу, то стає залежний від всіх його ризикованих операцій. Досвід показує, що проблеми, які виникають в одній частині конгломерату, можуть вплинути на групу інших компаній, що входять у конгломерат. Ризик може зростати особливо гостро у випадку з компаніями по торгівлі цінними паперами, банками або компаніями, що спеціалізуються на венчурному інвестуванні. Проблеми, з якими стикається одна з компаній у випадку, якщо інші частини групи мають фінансові труднощі, загострюються, коли останні мають перед цією компанією фінансові зобов'язання. Виникає ситуація, що кошти, які належать компанії, не повертаються своєчасно, і відповідно, для зниження фінансового ризику компанії необхідно мати додаткові фінансові ресурси, щоб забезпечити стабілізацію діяльності всього конгломерату.

Багато конгломератів можуть містити в собі підприємства, які не є об'єктами регулювання з боку державних органів нагляду. Деякі з цих, “нерегульованих” підприємств можуть бути задіяні в нефінансовому секторі, інші, навпаки, здійснюють операції або ж близько стикаються з компаніями, що активно працюють у ньому. Подібні “нерегульовані” підприємства ніяк не відслідковуються органами нагляду, а отже, з упевненістю не можна визначити ступінь їхнього впливу на групу. Це збільшує ризик для всієї групи в цілому.

У зв'язку з цим виникає необхідність не просто управляти ризиком, а здійснювати управління на рівні всього конгломерату. Відповідно ризик-менеджмент фінансового конгломерату – це процес дослідження, оцінки та контролю ефекту впливу внутрішніх та зовнішніх факторів, що матимуть негативний вплив на вартість супермаркету. В даному випадку процес управління ризиком конгломерату повинен будуватись виключно за принципом “згори вниз”, оскільки він повинен повністю охоплювати всю діяльність супермаркету та, як



наслідок, формувати ризик-портфель такої компанії. Сам процес управління, на нашу думку, повинен включати в себе такі етапи (рис. 4.7).

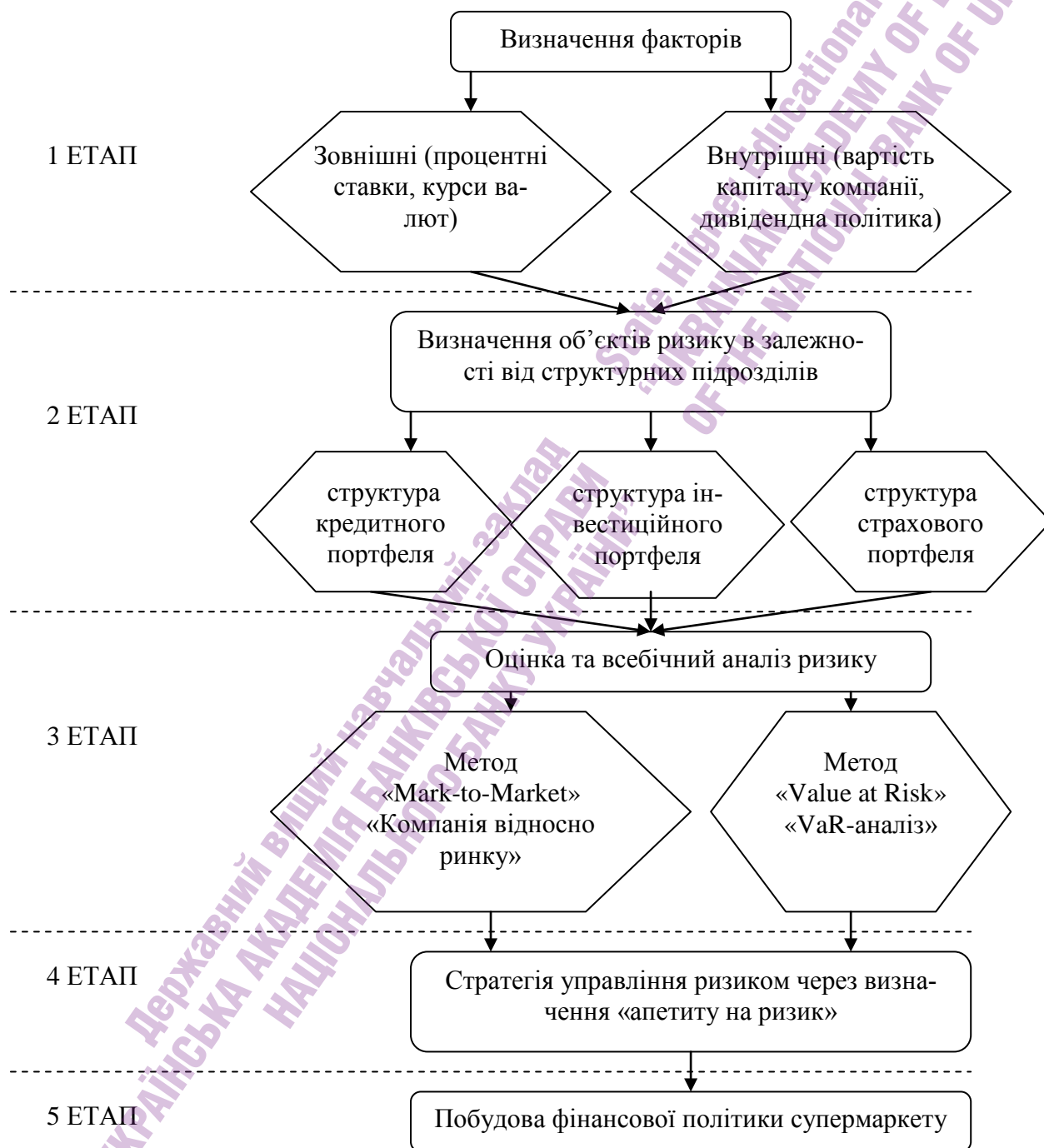


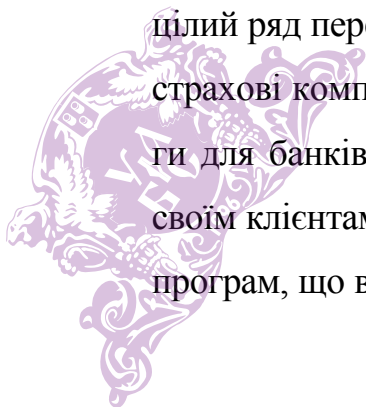
Рис. 4.7. Етапи процесу управління ризиком фінансового супермаркету

Необхідність впровадження інтегрованої системи управління ризиками обумовлена, по-перше, зростаючою волатильністю фінансових ринків, по-друге, періодичні кризи, що виникають як в межах національних фінансових

систем, так і на міжнародному фінансовому ринку, по-третє, певний тиск з боку регулюючих органів. Запровадження інтегрованої системи управління ризиком дозволяє стати більш привабливим для клієнтів, надає можливість вийти на міжнародний фінансовий ринок як для проведення операцій, так і для залучення коштів на розширення власного бізнесу. Відповідно така система повинна являти собою чітко визначену архітектуру, через яку фінансові супермаркети здатні будуть контролювати ризики на всіх рівнях і структурних підрозділах із єдиного центру – спеціалізованого структурного підрозділу, що відповідає за управління ризиком на рівні всієї компанії. В рамках зазначеної системи повинна бути чітко визначена та затверджена методика та методологія управління ризиками а також створена інформаційно-технологічна та організаційна інфраструктура управління ризиком.

На думку автора, наслідки впровадження інтегрованої системи управління ризиком дозволяють, по-перше, виявити ризики, які можуть найбільш сильно вплинути на фінансові результати діяльності супермаркету, по-друге, розробити ефективну систему заходів, спрямовану на управління даними ризиками, по-третє, забезпечити проведення комплексної роботи на регулярній основі, по-четверте, чітко визначити відповідальність за управління ризиками за різними структурними підрозділами та рівнями управління компанії, по-п'яте, покращити в цілому ефективність функціонування компанії за рахунок зниження рівня втрат, обумовлених наявністю ризиків, та шляхом оптимізації витрат на відповідне управління, по-шосте, підвищити рівень довіри до менеджменту компанії з боку власників, інвесторів, кредиторів, по-сьоме, забезпечити зростання капіталізації компанії, підвищення кредитних та інвестиційних рейтингів.

Незважаючи на ризики, присутні в системі фінансового конгломерату, є цілий ряд переваг, які отримують, з одного боку, банки, з іншого – інвестиційні, страхові компанії, недержавні пенсійні фонди. Нами визначено основні переваги для банків: по-перше, розширення асортименту послуг, які надають банки своїм клієнтам, що надає додаткові конкурентні переваги для реалізації власних програм, що в свою чергу створює умови для залучення більшого кола клієнтів.



По-друге, більша оперативність та швидкість прийняття рішень інвестиційного характеру, прийняття рішень щодо страхових продуктів призводить до створення більш гнучких програм обслуговування клієнтів, що знову ж таки сприяє формуванню конкурентних переваг фінансового конгломерату. По-третє, конкурентні переваги як окремої компанії, так і фінансового конгломерату призводить до зростання стійкості компанії в цілому до кризових фінансових ситуацій. По-четверте, підвищення ефективності використання роздрібною мережі та інших ресурсів банку, що призводить до зниження кредитного ризику. По-п'яте, класичні банківські операції дають можливість отримати значно нижчий рівень рентабельності порівняно з операціями на ринку капіталу, тобто для банків це є додатковою можливістю збільшити рівень рентабельності своєї діяльності.

Основні переваги для небанківських фінансових установ, окреслені автором, полягають в наступному: використання розвинутої філіальної мережі банку по всій території країни дозволяє з меншими витратами в короткі терміни вийти на регіональні ринки і таким чином збільшити обсяги своїх операцій; виникнення “ефекту довіри”, це пов’язано перш за все з тим, що банківська система більш відома для клієнтів, особливо для фізичних осіб, оскільки банківська система існувала ще з часів планової економіки Радянського Союзу, фінансових компаній, що працюють на ринку капіталу, та самого ринку капіталу на той час не існувало. Таким чином, більше довіри фізичні особи мають саме до банків, і цей ефект можна використовувати в межах фінансового конгломерату. Крім того, в даному контексті можна знайти ще одну важливу перевагу, а саме – використання відомого бренда банку, оскільки банківські установи на сьогодні значно сильніше використовують засоби реклами порівняно з іншими фінансовими установами. Як правило, банки в першу чергу орієнтовані на роботу з середніми та великими підприємствами в обслуговуванні їх операцій на ринку капіталу, з іншого боку, саме недержавні пенсійні фонди та інвестиційні компанії орієнту

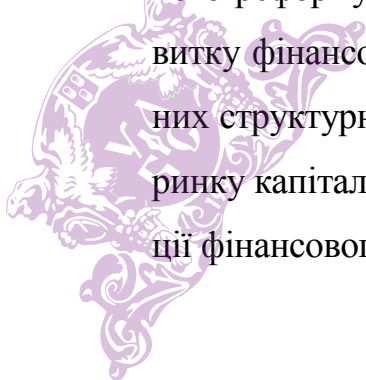


ються перш за все на роботу із заощадженнями фізичних осіб. Таким чином, об'єднання зусиль у даному напрямку суттєво може розширити клієнтську базу, з одного боку, для банків, з іншого – для небанківських фінансових установ. Крім того, результатом співпраці інвестиційних компаній та інших небанківських фінансових установ у рамках фінансового конгломерату може привести до створення нових фінансових продуктів та нових фінансових програм, що сприятиме зростанню рентабельності компаній у межах об'єднання. Формування єдиної інформаційної системи, використання єдиних технологій приводить до створення можливостей доступу до клієнтської бази для фінансових інститутів у межах конгломерату, що може суттєво знизити як витратну складову, так і ризик діяльності в цілому всього фінансового конгломерату.

Отже, на сучасному етапі розвитку фінансового ринку в Україні фінансові посередники поступово розширюють свою діяльність. Основними серед них є банки, але останнім часом суттєво поживляється робота і небанківських фінансових установ. Крім того, спостерігається тенденція щодо конвергенції фінансових посередників та поява інтегрованого фінансового посередника – фінансового конгломерату. Це, в свою чергу, є додатковим стимулом щодо створення нової моделі фінансового ринку – конвергентної.

4.4. Узагальнення пропозицій щодо стратегії розвитку фінансового ринку України

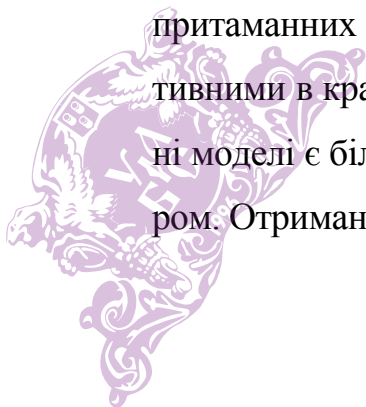
З огляду на сучасний стан розвитку фінансового ринку країни назріла суттєва необхідність перегляду принципових підходів щодо шляхів і методів його реформування. Для цього необхідно сформувати комплексну модель розвитку фінансового ринку, яка б враховувала і особливості функціонування різних структурних елементів фінансового ринку, насамперед грошового ринку та ринку капіталу, які розглядаються як визначальні при виконанні головної функції фінансового ринку – перетворення заощаджень в інвестиції і особливості ро-



звитку інститутів ринкової інфраструктури та особливості державного регулювання.

У вітчизняному науковому та політичному середовищі існують різні, інколи зовсім полярні думки щодо стану фінансового ринку України. Зрозуміло, що представники державних органів влади, в цілому визнаючи існування певних проблем, намагаються акцентувати максимальну увагу на позитивних моментах. У свою чергу безпосередні учасники ринку наводять величезну кількість аргументів, що свідчать про слабкий розвиток вітчизняного фінансового ринку. На наш погляд, необхідно максимально об'єктивно оцінити реальну ситуацію, використати основні досягнення і підтримувати їх з одного боку, окреслити ряд найбільш суттєвих проблем та запропонувати шляхи їх вирішення з іншого боку. Все це можливо дослідити в комплексі, сформувавши стратегічну модель розвитку фінансового ринку країни та остаточно визначившись, в якому напрямку в подальшому розвиватиметься як безпосередньо діяльність на ринку, так і його законодавче забезпечення.

Слід зазначити, що з огляду на ефективне виконання основної функції фінансового ринку – трансформації тимчасово вільних фінансових ресурсів в інвестиції, необхідних для суб'єктів господарювання, зрештою, не стільки важливо за допомогою якого механізму – банківського чи ринкового, відбувається процес трансформації. З точки зору макроекономіки питання більшою мірою повинно на думку автора, розглядатись з позиції наскільки фінансова архітектура економіки – банкоцентрична чи ринково орієнтована – впливає на економічну роботу в реальному секторі економіки. Так, на думку Соломона Тадессе, відносна ефективність фінансової архітектури економіки, заснованої на банках чи на ринках капіталу, залежить від зовнішнього середовища та рівня проблем, притаманних економічним агентам. Ринково орієнтовані моделі є більш ефективними в країнах з розвинутим фінансовим сектором, водночас банкоцентричні моделі є більш ефективними в країнах із слаборозвинутим фінансовим сектором. Отримані результати дозволили зробити висновок, що тенденції в розвитку



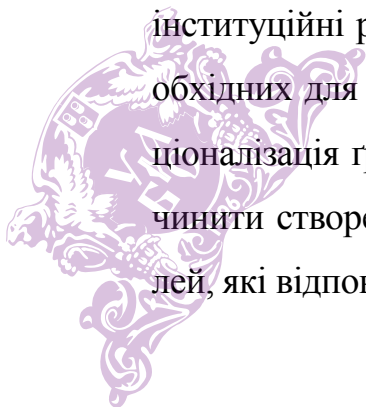
фінансової політики та рекомендації країнам з перехідною економікою використовувати ринково орієнтовану модель є неефективними [357].

На нашу думку, економіка країни повинна бути зацікавлена в наявності як ефективного грошового ринку, так і ефективного ринку капіталу, оскільки банківські установи самі зацікавлені, по-перше, в ефективному розміщенні емісій власних цінних паперів, по-друге, в можливості диверсифікувати свою діяльність, здійснюючи операції з цінними паперами, по-третє, знижувати свої ризики через операції сек'юритизації та роботу з деривативами.

Для того, щоб представити стратегічну модель розвитку фінансового ринку країни, перш за все необхідно дослідити основні чинники, що впливають на розвиток як грошового ринку, так і ринку капіталу країни. На думку автора, комплексна стратегічно орієнтована модель розвитку фінансового ринку країни повинна бути представлена як архітектура ринку банкоцентричного або ринково орієнтованого характеру, на основі якої визначається ефективний тип фінансування економічного розвитку в довгостроковому періоді.

Всі чинники, що впливають на формування моделі розвитку фінансового ринку країни, на наш погляд, необхідно поділити на дві групи, а саме – чинники, що формуються під впливом стану інституціонального середовища країни, та чинники, що формуються під впливом специфіки економічних відносин країни.

Інституціоналізація є складним багатоплановим процесом. Ключовим для аналізу економіки в перехідному періоді є виокремлення формальної та реальної інституціоналізації. Реальна інституціоналізація базується на процесах ендогенного розвитку (тобто внутрішнього саморуху) системи. В її ході зароджуються, визрівають і утверджуються формально або закріплюються неформально інституційні ролі суб'єктів і функціональні ролі об'єктів і сегментів ринку, необхідних для його нормального функціонування. Навпаки, формальна інституціоналізація ґрунтується на прийнятті законів, нормативних актів і може спричинити створення суб'єктів, які фактично не відіграють тих інституційних ролей, які відповідають їх призначенню [6].

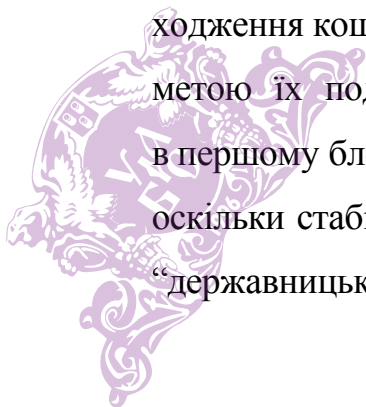


Особливістю формальної інституціоналізації в умовах ринкової трансформації є те, що вона є засобом екзогенного розвитку (тобто такого, за якого напрям змін задається ззовні щодо економічної системи) [81]. В умовах ринкової трансформації вона значно випереджає процеси реальної інституціоналізації. Внаслідок цього виникають істотні відмінності між ходом процесів формальної та реальної інституціоналізації. Разом з тим завершення інституціоналізації передбачає досягнення високого ступеня відповідності її формальних і реальних процесів. З точки зору процесу інституціоналізації фінансового ринку можна стверджувати, що він знаходиться в незавершеному стані. Це перш за все пов'язано з незавершеністю процесів ринкових перетворень в економіці країни. Ринкова трансформація має бути спрямована на перехід до моделі розвинутої ринкової економіки. Це стосується і тих функцій, які виконує фінансовий ринок в економіці. Слід зазначити, що на сьогодні в національній економіці він не виконує всіх характерних функцій. Для того, щоб визначити рівень інституційної зрілості фінансового ринку, необхідно розглянути, яким чином на його функціонування впливають чинники саме інституційного характеру.

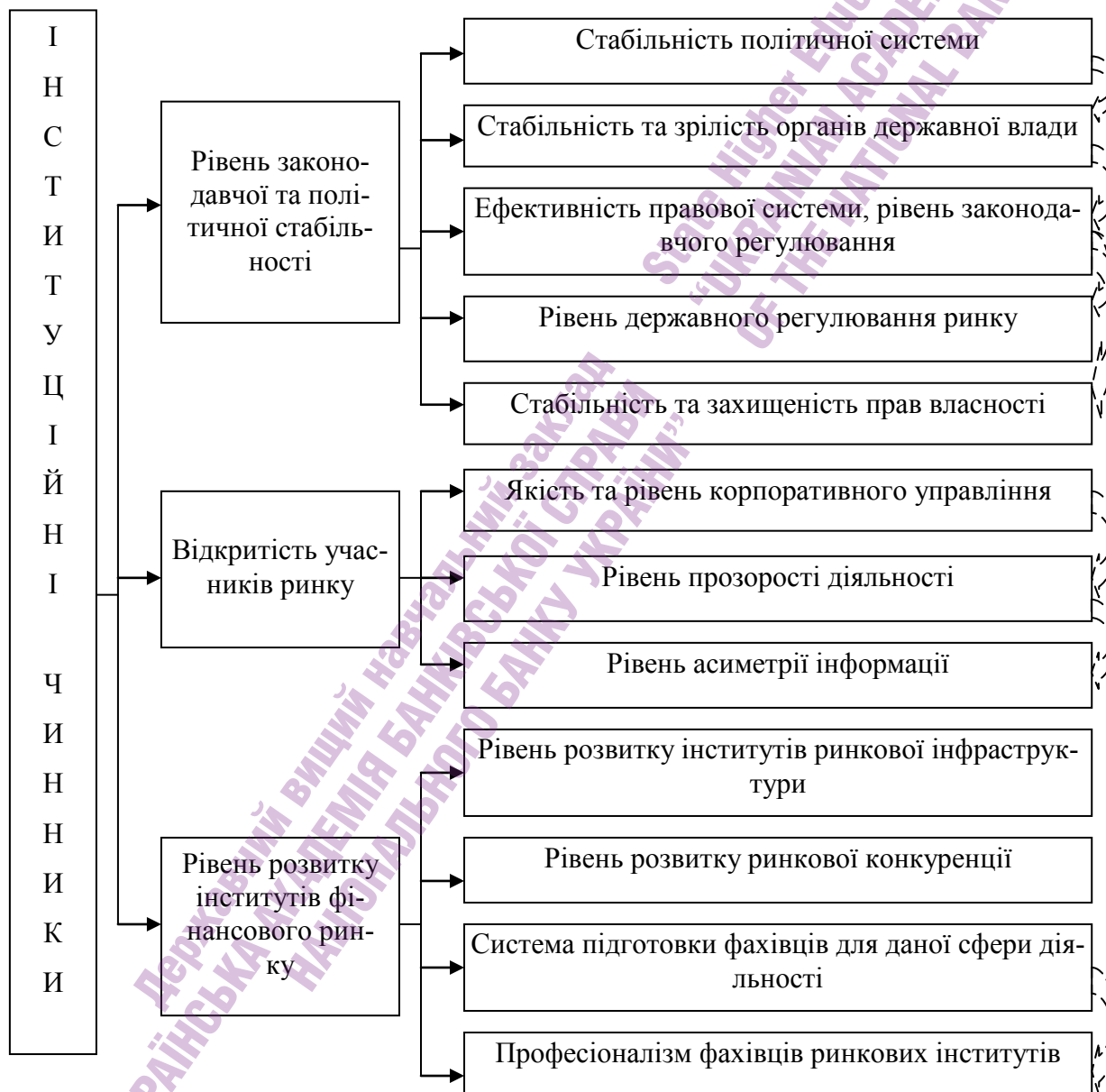
Всі інституційні чинники, на наш погляд, необхідно групувати в три блоки (рис. 4.8):

1. Чинники, обумовлені рівнем законодавчої та політичної стабільності.
2. Чинники обумовлені відкритістю суб'єктів господарювання.
3. Чинники обумовлені рівнем розвитку ринкових інститутів.

В першому блоці чинників найбільш вагомим чинником є стабільність політичної системи країни, яка б дозволила знизити ризик економічної діяльності в країні в цілому. Це створило б ситуацію більшої впевненості перш за все у власників тимчасово вільних фінансових ресурсів, і забезпечило б суттєве надходження коштів як до банківських установ, так і до інститутів ринку капіталу з метою їх подальшого фінансування. На нашу думку, всі фактори, подані в першому блоці, мають певну функціональну залежність та підпорядкованість, оскільки стабільність політичної системи сприяла б і формуванню стабільних і “державницько” зрілих органів державної влади, що гарантували б створення

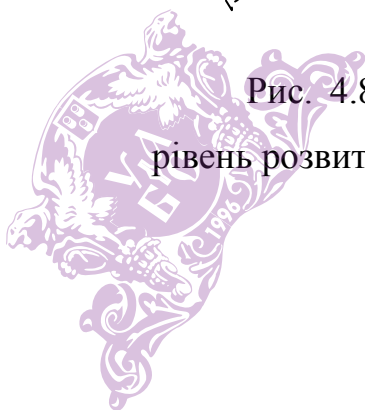


ефективних умов для розвитку фінансового ринку країни у стратегічному періоді. Відповідно стабільність та зрілість органів державної влади як законодавчої, так виконавчої і судової, дозволяє створити ефективну правову систему в державі та високий рівень законодавчого регулювання.



наявність функціонального зв'язку

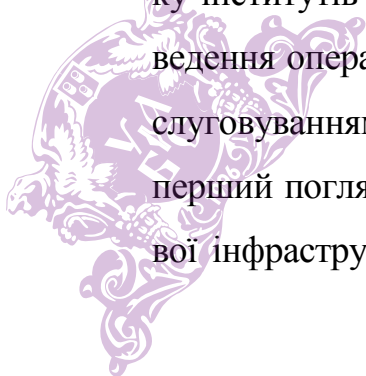
Рис. 4.8 Склад чинників інституційного характеру, що обумовлюють рівень розвитку фінансового ринку країни



У свою чергу ефективна правова система сприяла б створенню ефективної системи державного регулювання фінансового ринку. Важливим і досить суттєвим чинником розвитку фінансового ринку, який може бути забезпечений фактично лише в рамках законодавчої та судової влади, є формування стабільності та захисту прав власників. Тут особливо слід зазначити, що на сучасному етапі розвитку фінансового ринку країни, залишаються неврегульованими з правової точки зору процеси злиття та поглинання в різних секторах економіки як у реальному, так і у фінансовому, що має значний негативний вплив на ефективне функціонування фінансового ринку країни.

До другого блоку чинників – відкритість суб'єктів господарювання – нами були віднесені: якість та рівень корпоративного управління, рівень прозорості діяльності суб'єктів господарювання та рівень асиметрії інформації. На нашу думку, перелічені чинники мають також певний функціональний зв'язок. Так якість та рівень корпоративного управління визначають ефективність використання суб'єктами господарювання фінансових ресурсів, залучених як на грошовому ринку, так і на ринку капіталу, відповідно, чим більше ефективно за цільовим призначенням ці ресурси будуть використані, тим більше прозоро відображатимуться напрями руху грошових потоків, тим більше безпечно буде надавати кошти такому суб'єкту господарювання як з боку банків, так і з боку інститутів ринку капіталу. У свою чергу рівень прозорості діяльності створить оптимальне співвідношення в плані асиметричності інформації.

Третій блок – рівень розвитку інститутів фінансового ринку – включає в себе такі чинники: рівень розвитку інститутів ринкової інфраструктури, рівень розвитку ринкової конкуренції, наявність системи підготовки фахівців для сфери фінансового ринку, високий рівень професіоналізму фахівців. Рівень розвитку інститутів ринкової інфраструктури визначає можливість ефективного проведення операцій з цінними паперами, зниження рівня витрат, пов'язаних з обслуговуванням як первинного, так і вторинного розміщення цінних паперів. На перший погляд безпосереднього зв'язку між рівнем розвитку інститутів ринкової інфраструктури та рівнем розвитку ринкової конкуренції взагалі не існує,

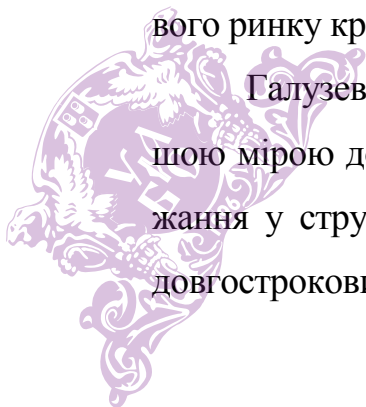


але ми вважаємо, що наявність високого рівня ринкової конкуренції сприяє підвищенню ефективності діяльності інститутів фінансового ринку, які в боротьбі за клієнта повинні будуть підвищувати якість обслуговування, в результаті чого запроваджувати нові інформаційні технології, відбирати більш кваліфікований персонал, знижувати сумарні витрати на обслуговування. Слід відзначити, що на початку 90-х років XX століття в країні була фактично відсутня система підготовки кадрів для фінансового ринку в зв'язку з практичною відсутністю самого ринку, але на сьогодні поступово підготовка необхідних кадрів налагоджується. Наявність системи підготовки кадрів сприяє підвищенню рівня професіоналізму фахівців для інститутів фінансового ринку. Таким чином, позитивний вплив всіх зазначених факторів створить ефективне інституціональне середовище для розвитку інститутів фінансового ринку і в результаті забезпечить можливість виконання основної трансформаційної функції фінансовим ринком.

Вагомими факторами формування та розвитку фінансового ринку та його моделі, крім інвестиційних факторів, є, на нашу думку, фактори економічного характеру. З точки зору формування моделі фінансового ринку економічні фактори слід згрупувати в два блоки, а саме – загальні макроекономічні фактори та фактори, що формуються в межах фінансової системи країни (рис. 4.9).

Загальні макроекономічні фактори включають в себе обсяг і динаміку ВВП, галузеву та регіональну структуру економіки, зовнішньоекономічну кон'юнктуру. Зростання в динаміці валового внутрішнього продукту країни, з одного боку, сприяє зростанню обсягу заощаджень, звичайно за умови, коли обсяг ВВП збільшується, зокрема в розрахунку на душу населення, з іншого боку, зростання обсягу ВВП вимагає і зростання обсягу інвестицій в економіку. Таким чином, зазначений фактор безпосередньо впливає на динаміку фінансового ринку країни в цілому.

Галузева структура економіки визначає необхідність формування більшою мірою довгострокових чи короткострокових фінансових ресурсів, переважання у структурі галузей промисловості вимагатиме від фінансового ринку довгострокових джерел фінансування в значному обсязі, оскільки суб'єкти гос-



подарювання промисловості мають “важкі” баланси, тобто у структурі їх активів переважають перш за все необоротні активи, що в свою чергу вимагають довгострокових джерел фінансування. З врахуванням проведеного вище аналізу, можна зробити висновок, що в перспективному періоді попит на довгострокові фінансові ресурси суттєво зростатиме, а отже, зростатиме і роль фінансового ринку в економічному розвитку країни.



Рис. 4.9. Склад чинників економічного характеру, що обумовлюють рівень розвитку фінансового ринку країни

Регіональна структура економіки значною мірою визначає і регіональну структуру фінансового ринку країни. Як відомо, на сьогодні фінансові потоки в

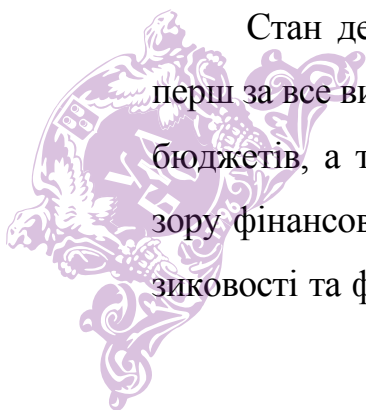
країні розподілені досить нерівномірно: основна їх маса зосереджена у м. Києві та меншою мірою – в потужних промислових центрах країни – Дніпропетровську, Донецьку, Харкові. Це визначає і концентрацію фінансових інститутів перш за все в м. Київ.

Зовнішньоекономічна кон'юнктура певною мірою визначає місце фінансового ринку України на міжнародному фінансовому ринку, впливає на рух фінансових ресурсів як за межі країни, так і знаходження іноземних інвестицій на вітчизняний ринок, зокрема прихід іноземного капіталу в банківську систему країни.

Блок чинників, що визначають безпосередньо стан фінансового ринку країни, обумовлені станом фінансової системи країни. Термін “фінансова глибина” було введено в кінці 80-х років ХХ століття експертами Світового банку з метою відображення зв'язку між насиченістю економіки грошовими ресурсами, складністю та розгалуженістю фінансової системи з одного боку та темпами економічного зростання з іншого. Ключовим показником фінансової глибини є рівень монетизації економіки країни, який характеризується коефіцієнтом монетизації (M_2 щодо ВВП).

Фахівцями Світового банку було доведено, що чим вище насиченість економіки грошовими ресурсами, тим за інших однакових умов вище темпи економічного зростання. З наростанням фінансової глибини економіки з'являється необхідність у більш потужних фінансових ринках країни. Фінансова глибина економіки є одним з базових факторів, що визначають масштаби фінансового ринку, оскільки чим вище рівень монетизації, тим більш потужними будуть ринки капіталу, тим вище насиченість економіки цінними паперами, потужнішими є банківські установи та фінансові інститути.

Стан державних фінансів у розрізі впливу на фінансовий ринок країни перш за все визначається з позиції стану як Державного бюджету, так і місцевих бюджетів, а також методами вирішення проблем покриття дефіциту. З точки зору фінансового ринку країни досить важливим фактором зниження його ризиковості та формування практично його фундаменту є емітовані державні цін-



ні папери та цінні папери органів місцевого самоврядування. У даному випадку в Україні емітують облігації внутрішньої державної позики та “субнаціональні” облігації, що емітують органи місцевого самоврядування для покриття дефіциту місцевого бюджету.

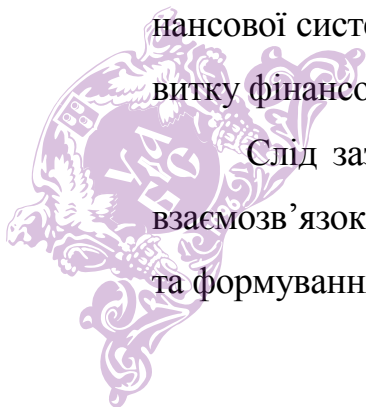
Обсяг, структура і динаміка заощаджень безпосередньо впливають на масштаби фінансового ринку країни та темпи його розвитку, оскільки зростання обсягу заощаджень повинно призводити до зростання обсягу інвестицій або через банківські установи, або через посередників на ринку капіталу.

Структура джерел фінансування суб’єктів господарювання визначає, по-перше, потребу в короткострокових та довгострокових джерелах фінансування розширеного відтворення, по-друге, необхідність диверсифікації джерел фінансування діяльності. Як альтернативу можна розглядати залучення коштів суб’єктами господарювання у вигляді довгострокових банківських кредитів чи у вигляді емітованих суб’єктом господарювання корпоративних облігацій, чи отримання активів на умовах фінансового лізингу. По-третє, зниження рівня фінансової залежності суб’єктів господарювання і, як наслідок, необхідність кардинальної зміни структури джерел фінансування шляхом суттєвого нарощення обсягів власного капіталу, що можливо зробити за допомогою емісії пайових цінних паперів – акцій.

Динаміка та тенденції фінансових потоків країни обумовлюють масштаби розвитку фінансового ринку країни, суттєвий попит на сучасному етапі перш за все на довгострокові ресурси поступово змінює і структуру фінансового ринку країни.

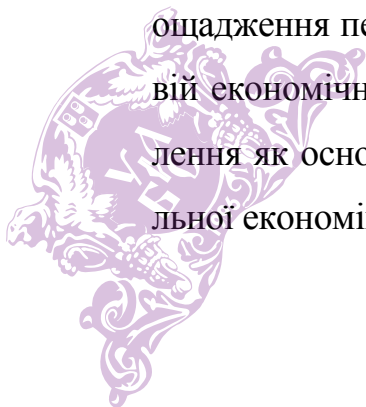
Отже, всі вищерозглянуті фактори як інституціонального, так і економічного характеру, а також і фактори, що формуються безпосередньо в межах фінансової системи країни, формують в цілому макроекономічне середовище розвитку фінансового ринку країни.

Слід зазначити, що на сьогодні в цілому ряді публікацій відзначається взаємозв’язок основних факторів, що впливають на розвиток фінансового ринку та формування відповідної моделі [30].



Як було нами розглянуто вище, на сучасному етапі розвитку міжнародного фінансового ринку з урахуванням змін в законодавчій базі, що регламентує функціонування фінансового ринку в США, скасування Закону Гласса-Стігала та прийняття Закону Грема-Ліча-Блайлі з одного боку та запровадження стандартів Базель II з іншого боку закладає основи створення нової моделі на основі конвергенції існуючих. Конвергенція (від лат. *convergo* – наближаюсь, сходжусь) означає в даному випадку збільшення подібності між різними моделями, що перебувають на одній стадії розвитку, усунення зовнішньої, позаекономічної нерівності. Тобто існує можливість формувати змішану модель фінансового ринку з наявністю одночасно потужного ринкового сектора та банківського сектора, які, з одного боку, можуть бути розглянуті як конкуренти, а з іншого боку, виконують абсолютно однакову головну функцію фінансового ринку – трансформацію тимчасово вільних фінансових ресурсів в інвестиції для суб'єктів господарювання. Головним в даному випадку є те, щоб максимально ефективно використати всі переваги банківського сектора економіки з одного боку, перш за все в плані забезпечення стабільності та надійності, та наростити доходи власників заощаджень за рахунок проведення більш дохідних, але водночас більш ризикових операцій на ринку капіталу. Слід зазначити, що провідними гравцями в новій моделі, на думку автора, будуть потужні інтегровані фінансові посередники – банківські та фінансові холдингові компанії, які в своїй структурі матимуть одночасно банки ринкових фінансових посередників, у зарубіжній практиці на сьогодні вони отримали назву фінансових конгломератів. У зв'язку з цим на рис. 4.10 автором подано три основні моделі фінансового ринку, а саме – банкоцентричну, ринково орієнтовану та змішану.

Базовим економічним чинником розвитку фінансового ринку країни є заощадження перш за все домогосподарств. На сучасному етапі розвитку в світовій економічній літературі активно обговорюється проблема заощаджень населення як основного джерела інвестиційних ресурсів не лише в межах національної економіки, а і в межах світової економіки.



Активні дослідження в даному напрямку проводять Світовий банк, Міжнародний валютний фонд. Найчастіше дослідження даної проблеми здійснюються, виходячи із групування країн за регіональною ознакою або ж за рівнем економічного розвитку. Але при цьому слід відзначити, що при проведенні аналізу поведінки заощаджень населення експертами Світового банку було визначено, що існують досить різні тенденції серед економічно розвинутих країн.

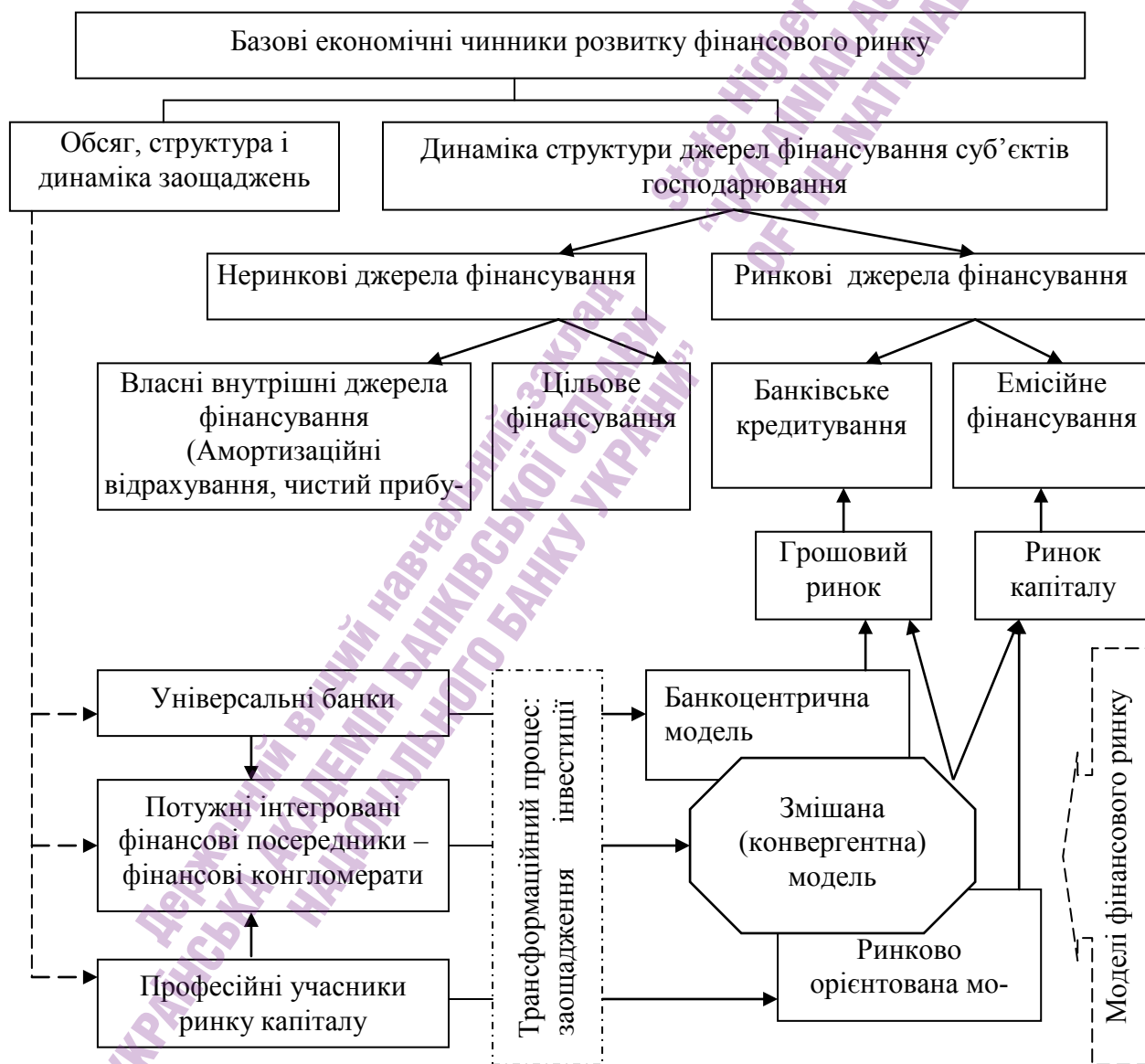


Рис. 4.10. Взаємозв'язок основних чинників та моделей фінансового ринку

Так на сучасному етапі спостерігається зниження заощаджень домогосподарств в індустріально розвинутих країнах. Але найбільш відчутне зниження

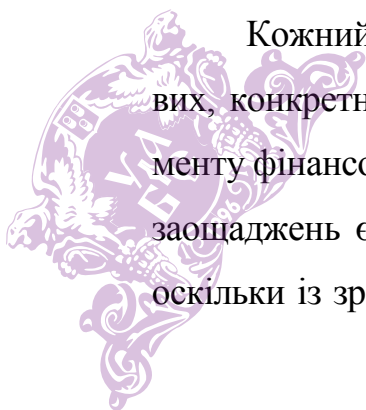
відбулось у таких країнах, як США, Австралія, Канада, та Нова Зеландія. В таких країнах, як Франція, Німеччина та Японія, відбулось незначне зниження заощаджень населення. Відповідно можна говорити про різницю в динаміці заощаджень у країнах з ринково орієнтованою моделлю та банкоцентричною моделлю фінансового ринку [7].

Слід зазначити, що в економічній теорії визнається сутнісна єдність заощаджень та інвестицій, зважаючи на ту обставину, що в обсязі відкладеного споживання домогосподарств суспільство може здійснити інвестування в реальну економіку. Це в свою чергу дозволяє стверджувати, що головною макроекономічною метою формування заощаджень є процес інвестування. Заощадження населення на шляху до інвестиційного використання проходять досить складний процес трансформацій, який здійснюється через механізм фінансового ринку.

Забезпечення фінансового ринку ресурсами як головна макроекономічна мета заощаджень домогосподарств надзвичайно важлива для розвитку економіки. За логікою технологічної послідовності трансформації заощаджень в інвестиції ці наслідки, на наш погляд, можна згрупувати таким чином:

- формування ресурсної бази функціонування всіх фінансових посередників, насамперед банків;
- створення на фінансовому ринку сприятливого конкурентного середовища, оскільки домогосподарства є найчисленнішою та наймобільнішою групою суб'єктів ринку як з позиції кредиторів, так і з позиції позичальників;
- забезпечення приросту чистих інвестицій у реальному секторі економіки в обсязі заощаджень, які спрямовуються через механізм фінансового посередництва на фінансування виробничих потреб господарюючих суб'єктів.

Кожний з цих наслідків має комплексний характер і містить ряд часткових, конкретних цільових значень, пов'язаних із задоволенням всього асортименту фінансових потреб суспільства. Важливими наслідками зростання обсягів заощаджень є створення сприятливого конкурентного ринкового середовища, оскільки із зростанням пропозиції грошових коштів знижується їх ціна, покра-

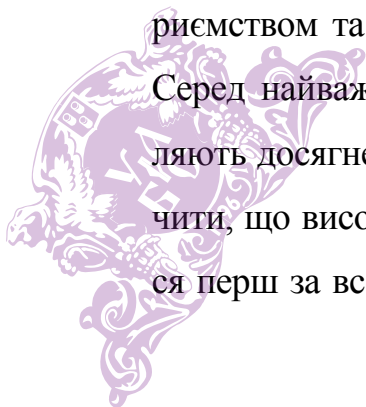


щуються умови надання послуг фінансовими посередниками юридичним і фізичним особам, посилюються стимули до нарощення обсягів кредитування та інвестування суб'єктів господарювання, посилюється конкуренція між фінансовими посередниками, що позитивно впливає на якість послуг. Слід зазначити, що забезпечення приросту чистих інвестицій у реальний сектор економіки є більш ефективним, ніж вищезазначене, оскільки в цьому випадку заощадження мають безпосередній вплив на темпи економічного зростання. Оцінюючи всі вищерозглянуті фактори, можна окреслити коло проблем, які на сьогодні потребують швидкого вирішення (додаток С).

Низький рівень корпоративного управління, особливо фінансового менеджменту суб'єктів господарювання, досить часто обумовлений відсутністю системного підходу щодо стратегії розвитку, це пов'язано перш за все з відсутністю ефективного власника, зацікавленого в отриманні високого рівня доходу саме від власності. З точки зору управління фінансовими ресурсами слід відзначити, що рівень розвитку фінансового менеджменту на підприємствах реального сектора економіки не відповідає принципам функціонування в умовах ринку. Так основним завданням фінансового менеджменту є забезпечення максимізації добробуту власників суб'єктів господарювання в поточному та перспективному періоді.

Його мета полягає в обґрунтуванні та реалізації найбільш ефективних фінансових рішень у процесі фінансового управління шляхом використання сучасних методик стратегічного та оперативного-тактичного управління.

Сучасні тенденції у фінансовому менеджменті найвищою метою діяльності визначають зростання вартості підприємства та доходів його власників. З цієї точки зору фінансового менеджера слід розглядати як посередника між підприємством та інвесторами, а суб'єкт господарювання є "клієнтом" інвесторів. Серед найважливіших критеріїв ефективного фінансового менеджменту виділяють досягнення якомога більшої ринкової доданої вартості [206]. Слід зазначити, що високій рівень корпоративного управління, як правило, спостерігається перш за все на тих підприємствах, які мають відносини з іноземними інвес-

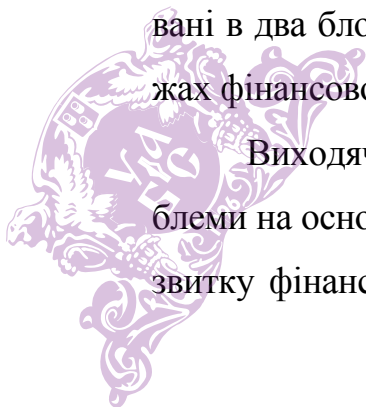


торами розвинутих країн світу або ж які досить тісно співпрацюють з іноземними партнерами.

У зв'язку з низьким рівнем корпоративного управління компанії, як правило, не функціонують як публічні. Інформаційна закритість компаній також пов'язана з нестійкою структурою власності. У свою чергу інформаційна закритість призводить до формування непрозорого фінансового ринку країни. Певною мірою це пов'язано з тим, що на ринку капіталу, на відміну від грошового ринку, на сьогодні сформувався невисокий рівень конкуренції, що відповідно супроводжується досить значним рівнем витрат, пов'язаних із виведенням компанії на ринок, як у зв'язку з первинним розміщенням цінних паперів, так і їх безпосереднім обігом. Крім того, низький рівень прозорості учасників фінансового ринку не має позитивного впливу на зростання рівня конкуренції, оскільки угоди відбуваються в умовах майже повної інформаційної закритості. Особливо негативно це впливає на надходження іноземного капіталу у вітчизняну економіку.

Вирішення всіх вищезазначених проблем інституціонального характеру дозволить створити ефективне інституціональне ринкове середовище, в якому повною мірою можуть розкриватись функції фінансового ринку. Завершення інституціоналізації фінансового ринку повинно перш за все створити основу для виконання ним своєї класичної функціональної ролі, яка полягає в забезпеченні мобільності капіталів в економіці. Вирішення проблем лише інституціонального характеру не створить ефективного ринкового середовища. Важливого значення набуває і зменшення негативного впливу чинників економічного характеру. Всі проблеми, що формуються під впливом економічних чинників, нами розглядаються, виходячи з того, що зазначені чинники були нами згруповані в два блоки – загальні макроекономічні та чинники, що формуються в межах фінансової системи (додаток Т).

Виходячи з проведених вище досліджень, можна охарактеризувати проблеми на основі тих висновків, що були зроблені раніше. Отже, з точки зору розвитку фінансового ринку під впливом економічних чинників можна зробити



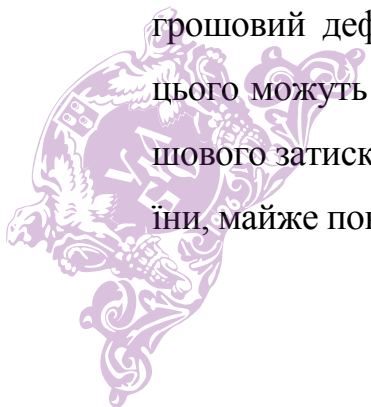
ряд висновків стосовно тих проблем, які на сьогодні вимагають докладання зусиль як законодавчого, так і фінансового характеру.

Розглянувши вплив зазначених чинників, можна зробити висновок, що на сьогодні важливого значення набуває розвиток не тільки сфери промисловості, а й інших сфер економіки. При цьому необхідно підкреслити, що у сфері промисловості найбільшу частку на сьогодні мають обробна промисловість, а в її межах машинобудування, значна частка продукції, що виготовляється, є експортною продукцією. На сьогодні майже відсутньою є продукція, що розробляється у сфері інформаційного забезпечення та високих технологій.

Існуюча структура ВВП за видами діяльності свідчить про те, що структура економіки країни є незбалансованою. Все це вимагає розробку на рівні держави стратегічної концепції розвитку економіки в напрямку відповідних структурних зрушень, появи досить потужного інноваційного напрямку діяльності, який можна підтримати перш за все за рахунок коштів Державного бюджету.

Крім того, необхідно створити, зокрема на законодавчому рівні, умови, які б сприяли розміщенню емітованих вітчизняними суб'єктами господарювання цінних паперів у межах національного ринку, але в даному напрямку є перш за все ряд проблем економічного характеру, а саме – відсутність потужних інституціональних інвесторів. Багато в чому ця проблема пов'язана з рівнем фінансової глибини економіки. Як було зазначено, коефіцієнт монетизації економіки України має досить низьке значення. В 2006 році відношення ВВП до грошового агрегату M_2 становило близько 48 %, при нормативному значенні на рівні 60-70 %.

Для економіки країни таке відхилення від норми свідчить про те, що існує грошовий дефіцит, і як наслідок – знижується ділова активність. Причиною цього можуть бути приховані кризові процеси, які обумовлені політикою “грошового затиску”. Ця ситуація обумовлена існуючою структурою економіки країни, майже повною відсутністю інноваційних процесів.



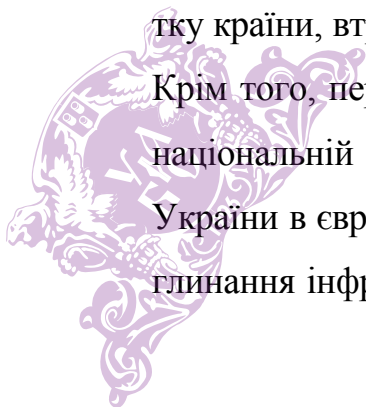
На сьогодні вирішити дану проблему лише шляхом монетарної політики неможливо, оскільки, якщо Національний банк у сучасних умовах наситить економіку грошима і доведе значення показника фінансової глибини до нормативного рівня, то тим самим він спричинить суттєве зростання інфляції. Вирішення цієї проблеми криється перш за все в немонетарній складовій інфляції.

Проблема, що пов'язана з дисбалансом заощаджень та інвестицій за термінами утворення, вимагає на сьогодні перш за нарощення капіталізації банківської системи країни з урахуванням потреб реального сектора економіки.

Такий висновок обумовлений тим, що як зазначалось раніше, основними посередниками в трансформації заощаджень в інвестиції на сьогодні в країні є саме банківські установи. І від того, наскільки банківська система зможе відреагувати сьогодні на потреби суб'єктів господарювання в отриманні перш за все кредитів довгострокового характеру, спрямованих на технічну реконструкцію, модернізацію, результатом чого може бути суттєве зростання конкурентоспроможності продукції за рахунок ефекту від енергозбереження та ресурсозбереження, буде зокрема залежати, в напрямку якої моделі розвиватиметься в стратегічному періоді фінансовий ринок країни.

Враховуючи все викладене вище, ми вважаємо, що якщо найближчим часом не будуть докладені зусилля в напрямку вирішення проблем інституціонального і економічного характеру, фінансовий ринок країни розвиватиметься в рамках інерційної моделі, наслідки якої подані в додатку У.

Отже, можна зробити висновок, що рухаючись у межах інерційної моделі, фінансовий ринок країни не зможе повноцінно виконувати базову функцію – забезпечення суб'єктів господарювання достатнім обсягом фінансових ресурсів з метою розширеного відтворення, і як наслідок зростання економічного розвитку країни, втратить свою конкурентоспроможність, яка є і так досить низькою. Крім того, перебуваючи в такому стані, фінансовий ринок є прямою загрозою національній безпеці. В такій ситуації будь-які кроки в напрямку інтеграції України в європейський економічний простір досить швидко призведуть до поглинання інфраструктури ринків капіталу краще організованими і капіталізова-

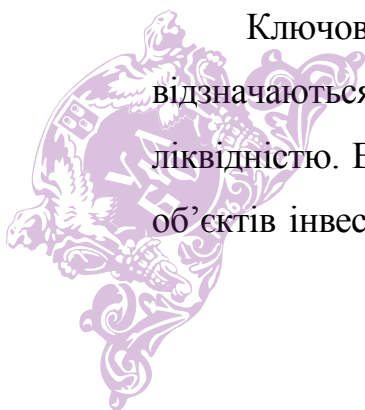


ними конкурентами, банкрутства професійних учасників ринку та необхідності отримання українськими підприємствами фінансових ресурсів на іноземних ринках за ціною, що склалася в умовах, відмінних від українських реалій. Підтвердженням цьому є те, що згідно з даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку і Світової федерації бірж за підсумками 2006 року на фондових біржах в Україні обсяг торгів акціями склав 6 млрд. грн., що в порівнянні з Лондонською фондовою біржею дорівнює 28-ми хвилинам торгів у середньостатистичний день, Варшавською біржею – 5 днів торгів (56 млрд. дол. за 2006 рік), Російськими ММВБ та РТС – половина дня торгів (582 млрд. дол. за 2006 рік), Будапештською біржею – 8 днів торгів (31 млрд. дол.).

Слід також звернути увагу і на той факт, що і стосовно банківських установ на сьогодні сформувався досить значний інтерес з боку іноземних інвесторів. Так за даними Національного банку України протягом 2006 року спостерігалось збільшення кількості банків з іноземним капіталом з 23 до 35, з них 13 банків – зі 100-процентним іноземним капіталом. Загальні активи банків з іноземним капіталом за 2006 рік збільшились на 105,7 млрд. грн. і станом на початок 2007 року становили 159,2 млрд. грн., або 45,1 %, від загальних активів усіх банків. Слід зазначити, що серед банків з іноземним капіталом присутні банки, які входять до 10 найбільших банків, зокрема ВАТ “Райфайзен Банк Аваль”, ЗАТ “АКІБ “УкрСиббанк”.

Надмірна лібералізація доступу на фінансовий ринок країни може привести до домінування іноземних банків. А це обертає переваги міжнародної конкуренції в їх недоліки: зниження капіталізації вітчизняної банківської системи, виведення внутрішніх інвестиційних ресурсів на міжнародні фінансові ринки, зниження рівня конкуренції.

Ключова складова ринків капіталу – ринки емісійних цінних паперів – відзначаються низькою капіталізацією, недостатньою прозорістю, обмеженою ліквідністю. Вітчизняні ринки – вузькі за переліком інвестиційно-привабливих об'єктів інвестування, дрібні за часткою випусків цінних паперів, які є у віль-



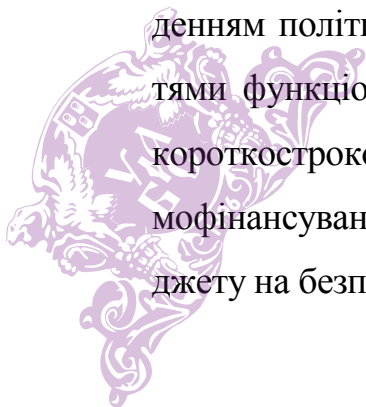
ному обігу, “засмічені” цінними паперами з низькими інвестиційними якостями.

Регульовані ринки, представлені фондовими біржами, становлять мізерну частину національного ринку цінних паперів, є інституційно-розпорошеними і значною мірою віртуальними, оскільки на них відбувається здебільшого формальна реєстрація угод з цінними паперами, а не їх реальне виконання. Все вищезазначене підтверджує низьку ефективність функціонування фінансового ринку країни на сьогодні.

Для того, щоб створити ефективно функціонуючий фінансовий ринок, необхідно розробити комплексну стратегічну модель розвитку. Метою побудови стратегічної моделі розвитку, на наш погляд, повинно бути перетворення національного фінансового ринку в головний механізм реалізації інвестиційних програм суб'єктів господарювання шляхом ефективного використання заощаджень домогосподарств та коштів накопичувальних систем. Стратегічна модель розвитку фінансового ринку повинна передбачати розробку концептуального підходу щодо вирішення цілого ряду завдань як інституціонального, так і економічного, технічного та технологічного характеру.

Ключові параметри стратегічного розвитку фінансового ринку України подано автором на рис. 4.11. Вони включають в себе важелі впливу на фінансовий ринок, а саме – адміністративні важелі через процес регулювання та моніторингу, а також економічні фактори монетарного та немонетарного характеру.

Стосовно монетарних важелів впливу, то вони визначаються перш за все напрямками та особливостями проведення грошово-кредитної політики в країні, тобто фактично визначаються Національним банком України як ключовим органом проведення даної політики. Немонетарні важелі визначаються проведенням політики щодо визначення пріоритетних галузей розвитку, особливостями функціонування реального сектора економіки країни, його потребами в короткострокових та довгострокових джерелах фінансування, здатності до самофінансування та відповідно можливості отримання коштів з державного бюджету на безповоротній основі.



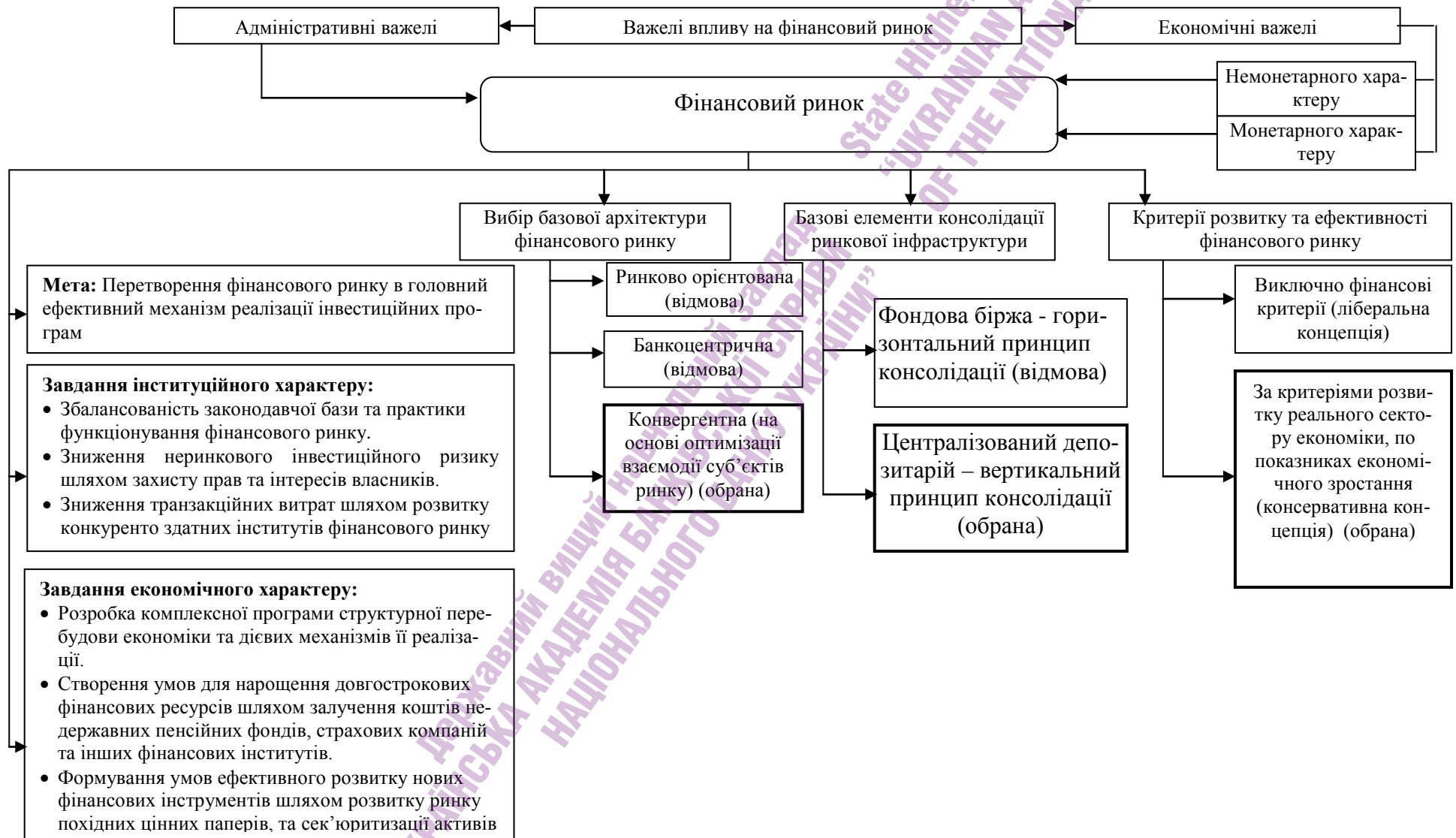


Рис. 4.11. Ключові параметри науково-методичного забезпечення стратегічного розвитку фінансового ринку України

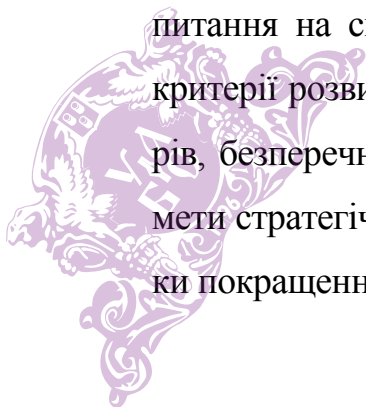


Метою стратегічного розвитку фінансового ринку, на наш погляд, повинно бути створення ефективного середовища для акумуляції сукупних фінансових ресурсів та їх розміщення з метою розвитку національної економіки, а для цього необхідно перетворення фінансового ринку в головний ефективний механізм реалізації інвестиційних програм. Для досягнення визначеної мети повинні бути виконані завдання інституційного та економічного характеру.

З метою формування ефективного фінансового ринку потрібно концептуально визначитись з базовою архітектурою фінансового ринку, оскільки на сучасному етапі його розвитку присутні ознаки як банкоцентричної, так і ринково орієнтованої моделей. З врахуванням тенденцій на міжнародних фінансових ринках, на наш погляд, в Україні на сьогодні є унікальна можливість використати всі останні тенденції і створити найбільш оптимальні умови розвитку фінансового ринку, але при цьому необхідно розглядати банківську систему та ринок капіталу не як конкурентів, а як взаємозалежні сегменти розвитку фінансового ринку, і прийняти той факт, що для економічного зростання країни дуже важливо мати як надійну та стабільну банківську систему, так і сильний ринок капіталу. Крім того, необхідно вивчити практику створення потужних інтегрованих фінансових посередників – фінансових конгломератів, які, на нашу думку, в Україні найбільш реально створити саме на основі банків.

Крім того, одним із ключових параметрів розвитку фінансового ринку України є механізм функціонування ринкової інфраструктури, який також потребує вирішення цілого ряду проблем, що дозволило б створити прозорі та ефективні умови для обслуговування операцій з капіталом.

Важливим параметром стратегічного розвитку фінансового ринку є визначення базових критеріїв розвитку та ефективності фінансового ринку. Дане питання на сьогодні є найменш дослідженим, оскільки, як правило, основні критерії розвитку фінансового ринку країни зводяться до монетарних параметрів, безперечно, це правильно, але лише частково. Якщо виходити з ключової мети стратегічного розвитку, то фінансовий ринок повинен забезпечити не тільки покращення показників розвитку фінансової системи країни, але і показників



розвитку реального сектора економіки, що може проявитись перш за все в показниках економічного зростання на основі технічної реконструкції та модернізації суб'єктів господарювання реального сектора економіки. У світовій практиці в даному аспекті напрацьовано дві базові концепції – ліберальну та консервативну. Ліберальна концепція базується на виключно фінансових критеріях і є досить обґрунтованою. Вона має конкретний перелік показників, що розраховуються в основному на основі даних діяльності банківської системи країни. Консервативна концепція визначається на основі критеріїв розвитку реального сектора економіки, але визначити безпосередній вплив фінансового ринку на розвиток суб'єктів господарювання реального сектора економіки значно складніше, що вимагає додаткових ґрунтовних досліджень.

Вирішити всі вищезазначені завдання достатньо складно, і вони потребують досить значного часу, але головне, на нашу думку, усвідомити необхідність використання саме комплексного підходу в розвитку фінансового ринку і не використовувати принцип регулювання в “ручному режимі”, а працювати цілеспрямовано, орієнтуючись на стратегічно визначені орієнтири.

Висновки до розділу 4

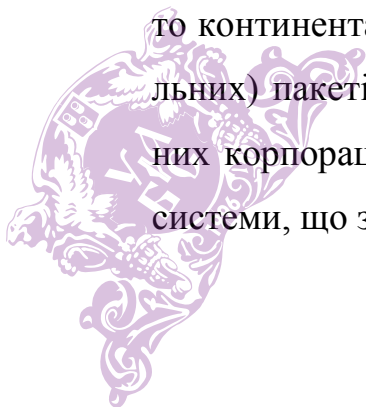
1. На даному етапі розвитку актуальним є питання розробки стратегії економічного розвитку країни і в тому числі як її базової складової стратегії розвитку фінансового ринку. Проведене дослідження законодавчої бази, що регламентує процес державного прогнозування та розробки програм на загальнодержавному рівні дозволило зробити висновок про відсутність комплексної стратегії розвитку фінансового ринку країни. Зазначений процес представлений фрагментарно в рамках окремих сегментів і з середньостроковим горизонтом дії.

2. Стратегія розвитку на загальнодержавному рівні, повинна бути представлена як офіційний документ, затверджений відповідними органами дер-

жавної влади, що встановлює мету та принципи економічної політики в цілому та її окремих секторів, їх якісні та кількісні параметри на період, що перевищує термін п'яти років, та включає етапи та методи досягнення визначеної мети. Основними засобами формування та реалізації стратегії розвитку фінансового ринку, а також державного регулювання економіки є прогнозування, макроекономічне планування та державне програмування.

3. Дієвість прогнозу економічного розвитку країни в цілому та окремих її сегментів проявляється в тому, що по-перше, він дозволяє виявити проблемні ситуації, які можуть виникнути в майбутньому, якщо завчасно не прийняти деяких превентивних заходів. Аналіз результатів таких прогнозів забезпечує привнесення майбутніх проблем економічного розвитку в контекст розробки і реалізації поточної політики. По-друге, проявляється в оцінці ймовірних результатів реалізації існуючих варіантів економічної політики, що можуть використовуватись в якості критеріальних в процесі обґрунтування її конкретного змісту. Тим самим забезпечується привнесення в контекст розробки і реалізації поточної економічної політики відповідного їй вигляду віддаленого майбутнього.

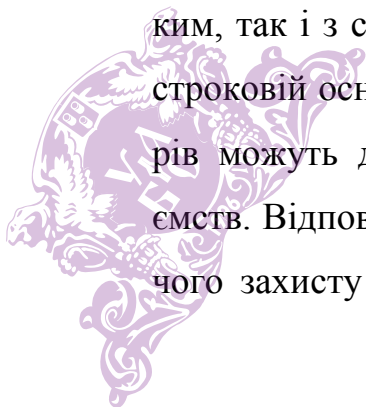
4. В Україні на сучасному етапі виникла певна неузгодженість між діючими законами, які в переважній більшості спрямовані на регулювання ринків цінних паперів та інших фінансових інструментів і відтворюють англійську систему права, та практикою їх функціонування, яка більш характерна для континентальної системи права. Якщо англійська система права орієнтована на народний капітал, де зростання потужності акціонерних корпорацій відбувається за рахунок додаткових випусків акцій, а рівень біржових котировань корпоративних цінних паперів є свідченням успішності менеджменту, то континентальна система права передбачає концентрацію великих (контрольних) пакетів акцій у небагатьох власників. При цьому розвиток акціонерних корпорацій відбувається за рахунок розвинутої та потужної банківської системи, що забезпечує отримання кредитів для їх потреб.



5. Історично у світовій фінансовій архітектурі виділяють два основні типи фінансових систем і відповідно моделей функціонування фінансових ринків, а саме – банкоцентрична модель (континентальна), що характерна для країн континентальної Європи (найчастіше її розглядають на прикладі функціонування фінансового ринку Німеччини) та Японії, та англо-американська, орієнтована на фондовий ринок – характерна для Сполучених Штатів Америки, Англії.

6. Банкоцентрична модель фінансового ринку передбачає, що банківські установи зберігають основну частину заощаджень, що створюються в економіці у формі депозитів юридичних і фізичних осіб. У цій моделі юридичні та фізичні особи напряму інвестування не здійснюють, а фактично передоручають банківським установам прийняття рішень про інвестування коштів. Банки не тільки здійснюють кредитні операції, але і є основними покупцями акцій та облігацій підприємств.

7. Модель функціонування фінансового ринку, що базується на використанні переваг ринку капіталу з “широкою участю” (broad based, capital market) передбачає, що ринок акцій віддалений від банків. Доступ до фінансування визначається не через кредитні відносини, а більшою мірою ринковими цінами на фінансові активи. В даному випадку власники заощаджень як юридичні, так і фізичні особи, здійснюють інвестування за допомогою фінансових посередників. Така модель ринку створює умови конкуренції для бажаючих отримати капітал перш за все довгостроковий, та максимально задіяти заощадження як інвестиції. Розміщення капіталу на умовах конкуренції дозволяє отримувати капітал як новоствореним компаніям, так і усталеним. Ринок з широкою участю вимагає залучення багатьох інвесторів як з високим, так і з середнім рівнем доходу, як на короткостроковій, так і на довгостроковій основі. Разом з тим акумульовані заощадження невеликих інвесторів можуть дати кошти, необхідні для фінансування масштабних підприємств. Відповідно для такого ринку є необхідність високого рівня законодавчого захисту інтересів невеликих інвесторів та наявності значної кількості

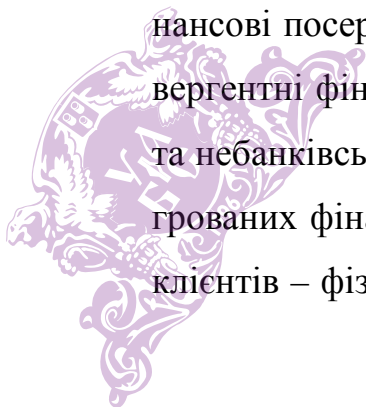


висококваліфікованих фахівців у сфері проведення операцій з цінними паперами.

8. На сучасному етапі розвитку фінансового ринку в Україні ми маємо модель фінансового ринку, що наближена до банкоцентричної, оскільки фактично основним джерелом для розширеного відтворення в реальному секторі економіки, крім власних коштів суб'єктів господарювання, є кредити банків. Хоча з точки зору розвитку ринку капіталу банки поводять себе активно лише фрагментарно. Фінансовий ринок України знаходиться на стадії вирішальних зусиль для переходу із статусу механізму обслуговування процесів перерозподілу капіталу в повноцінний сегмент економіки, який є індикатором розвитку та багатства країни, механізмом залучення та збереження коштів населення, засобом нагромадження та перерозподілу активів від неефективних до ефективних галузей та суб'єктів господарювання.

9. Банківська система та фінансові інститути, з одного боку, є конкурентами, але з іншого боку, шляхом конвергенції наближаються та отримують спільні риси у своїй діяльності. В зв'язку з цим на сучасному етапі розвитку фінансового ринку формуються, на наш погляд, дві основні тенденції, поперше, розвиток банківської системи сприяє розвитку ринку капіталу, створюючи при цьому певні обмеження для власної інвестиційної діяльності, подруге, розвиток ринку капіталу сприяє розширенню можливостей банку із залучення інвестицій, але водночас обмежує можливості їх кредитної діяльності, сприяючи зниженню ставки відсотків по кредитах, збільшенню термінів кредитування і розробці та впровадженню нових фінансових інструментів та продуктів.

10. На вітчизняному фінансовому ринку з'являються нові потужні фінансові посередники - фінансові конгломерати, які визначено як високо конвергентні фінансові посередники, до складу яких можуть входити банківські та небанківські фінансові установи, і що здатні забезпечити пропозицію інтегрованих фінансових продуктів з метою комплексного обслуговування своїх клієнтів – фізичних та юридичних осіб. Водночас необхідно підкреслити, що



фінансові конгломерати формуються перш за все в компаніях де присутній іноземний капітал, і ця тенденція поступово посилюється.

11. Компанії, що входять у конгломерат, мають взаємні фінансові зобов'язання, а отже, наражаються на ризик, не властивий для їх конкретного сектора бізнесу. Процес управління ризиком фінансового конгломерату визначається особливостями моделі за якою він побудований та, відповідно, впливом ризиковості окремих бізнес-одиниць на ризик функціонування конгломерату в цілому та його власників.

12. В процесі дослідження розроблено теоретико-методологічні основи формування комплексної стратегічно орієнтованої конвергентної моделі фінансового ринку яка представлена як архітектура ринку змішаного типу, що формується на основі взаємопроникнення грошового ринку і ринку капіталу та оптимальної взаємодії його учасників, та створює ефективний тип фінансування економічного розвитку в довгостроковому періоді.

13. Запропоновано ключові параметри стратегії розвитку фінансового ринку, а саме визначено мету та основні завдання стратегічного розвитку, базову архітектуру, механізм функціонування ринкової інфраструктури та критерії розвитку та ефективності фінансового ринку;

14. З точки зору формування моделі фінансового ринку економічні фактори слід згрупувати в два блоки, а саме – загальні макроекономічні фактори та фактори, що формуються в межах фінансової системи країни. Крім того, визначено склад чинників інституційного характеру а також наявні функціональні зв'язки між ними, що обумовлюють рівень розвитку фінансового ринку країни і включають в себе чинники, що визначають рівень законодавчої та політичної стабільності, рівень відкритості учасників ринку та рівень розвитку інститутів фінансового ринку.

Основні результати розділу опубліковані в наукових працях: [176, 269, 270, 271, 273, 277, 281, 282, 283, 284, 286, 290, 292, 294, 352, 353]

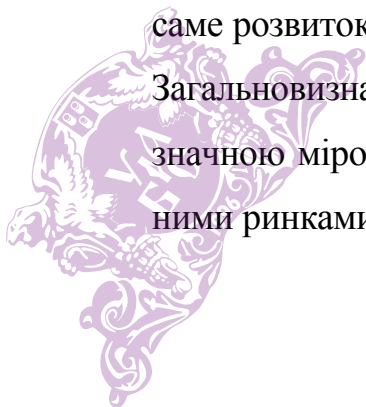


РОЗДІЛ 5

ОБГРУНТУВАННЯ ТА МЕТОДИЧНЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ІНТЕГРАЦІЇ ФІНАНСОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ ДО СВІТОВОГО ФІНАНСОВОГО РИНКУ

5.1. Дослідження впливу міжнародного фінансового ринку на національні ринки

В умовах зростаючого впливу глобалізаційних процесів все більш важливу роль відіграє міжнародний фінансовий ринок, який є перерозподільним механізмом світових фінансових потоків. Масштабність переливу капіталу відображається на подальшому відокремленні сфери обігу від сфери виробництва. Відбуваються помітні структурні зміни складових ринку, все більш глибоке взаємопроникнення та взаємодоповнення. При цьому певний вплив на зміни, що відбуваються на міжнародному фінансовому ринку, мають нові ринки капіталу, що сформувались за останні роки в країнах, що розвиваються, до яких також належить і Україна. Дійсно з початку, коли фінансові ринки, лише обслуговували в першу чергу реальний сектор економіки: вони допомагали страхувати корпорації від валютного ризику, за їх допомогою фінансувались реальні інвестиційні проекти, розвиток фінансового ринку був підпорядкований розвитку економіки країни, і темпи розвитку реального сектора економіки визначали темпи його розвитку. Але поступово ситуація почала змінюватись, і на сучасному етапі ми маємо абсолютно протилежну картину, оскільки у світовому просторі саме розвиток фінансового ринку обумовлює темпи розвитку економіки країни. Загальновизнаним є той факт, що обсяг фінансових потоків світової економіки значною мірою перевищує обсяги матеріальних потоків, що пов'язані з реальними ринками товарів та послуг. Тобто існує вивільнений грошовий капітал, що



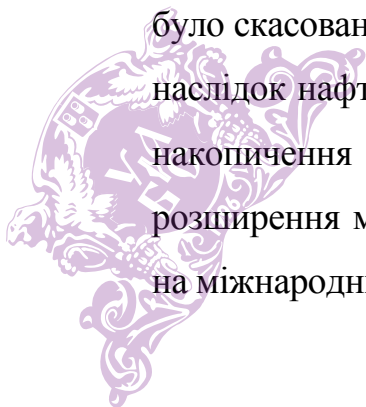
не має матеріального підкріплення та має щосекундні біржові операції на мільярди доларів, обсяг яких за останні 20 років зріс майже на два порядки.

Міжнародний фінансовий ринок розвивається в умовах фінансової глобалізації. Фінансова глобалізація є одним із процесів глобалізації, який розуміють як вільний та ефективний рух капіталів між країнами та регіонами, функціонування глобального ринку, формування системи наднаціонального регулювання міжнародних фінансів, реалізацію глобальних фінансових стратегій ТНК та транснаціональних банків. Виходячи з вищезазначеного, процес фінансової глобалізації є складовим елементом процесу світової глобалізації. Необхідно зазначити, що процес глобалізації у світовому просторі розвивається досить нерівномірно. Це стосується як окремих напрямків діяльності, так і окремих країн, а також макроекономічних регіонів, що об'єднують країни як за географічною ознакою, так і за рівнем розвитку.

На сьогодні найвищий рівень глобалізації досягнуто саме у фінансовій сфері. Основними факторами, що спричинили дану ситуацію, на нашу думку, є:

1. Новітні інформаційні технології, що поєднали основні фінансові центри і дозволили досить суттєво знизити трансакційні витрати фінансових операцій та час, необхідний для їх проведення.
2. Зміна умов діяльності фінансових інститутів у зв'язку із дерегулюванням банківської діяльності.
3. Поява та розвиток нових інструментів фінансового ринку, головним чином на основі дії механізму хеджування та управління ризиками.

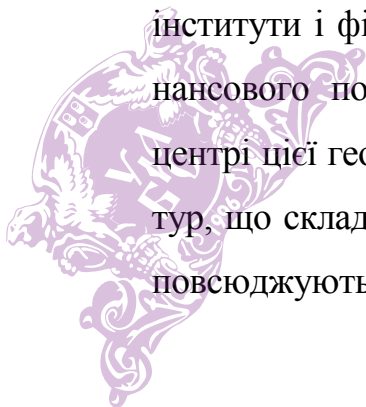
Фінансова глобалізація, як якісно нова тенденція розвитку проявилась у 70-х роках минулого століття, коли обсяг міжнародної ліквідності та незбалансованість поточних платежів різко зросли. Це відбулось у результаті того, що було скасовано золото-девизний стандарт та фіксовані валютні курси, а також як наслідок нафтових "шоків" та багатократного зростання світових цін на нафту, накопичення "нафтодоларів" та поповнення європейських валютних ресурсів, розширення міжнародного банківського кредитування та емісії цінних паперів на міжнародних ринках.



Дерегулювання банківської діяльності, що спостерігалось в розвинутих країнах у 80-90-ті роки ХХ століття, стало відповіддю на зростання конкуренції на ринку банківських послуг та зниження рентабельності банківських операцій, пов'язаних з експансією іноземного капіталу на національних фінансових ринках. Дерегулювання супроводжувалося розширеною приватизацією та сек'юритизацією активів, зниженням податків та комісійних зборів з фінансових трансакцій, формуванням мережі офшорних банків, що функціонують у пільговому режимі. У процесі дерегулювання були зняті обмеження на проведення фінансовими установами різнобічних фінансових операцій: інвестиційні банки отримали можливість займатись комерційним кредитуванням, комерційні банки – емісійною діяльністю, страхуванням, торгівлею ф'ючерсами, опціонами тощо. В результаті цього почали виникати фінансові холдинги, що пропонують клієнту повний набір послуг у сфері фінансового консультування та посередництва. Саме вони на сьогодні і домінують на світовому фінансовому ринку. Цьому сприяло як формування глобальних фінансових мереж, у центрі яких знаходяться холдинги, синергетичний ефект у зв'язку з об'єднанням в одну систему всіх видів фінансової діяльності, так і ефект масштабу, пов'язаний з цілою хвилею злиття крупних фінансових інститутів.

Прискорення процесу фінансової глобалізації проявляється у високій динаміці та зростаючому обсязі валютних та євровалютних ринків, банківських депозитів в іноземній валюті, коштів, залучених з міжнародного фінансового ринку, суттєвої частки іноземних фінансових ресурсів у соціально-економічному розвитку окремих країн.

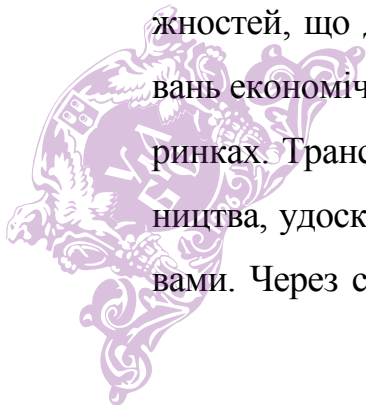
Аналізуючи процес глобалізації у фінансовій сфері, група англійських та американських експертів зробила такий висновок: “У міру того, як фінансові інститути і фінансовий капітал все більше виходять за межі національного фінансового посередництва, формується нова “постнаціональна” географія. В центрі цієї географії – група все більш могутніх і впливових фінансових структур, що складаються із густої мережі фінансових інститутів та ринків, що розповсюджують свою владу в глобальному масштабі” [360].



Проведене узагальнення дозволяє стверджувати, що розвиток фінансової глобалізації стимулюється нерівномірністю економічного розвитку та розподілу фінансових ресурсів, неврівноваженістю поточних платіжних балансів, нестачею в значній кількості країн власних фінансових ресурсів для здійснення інвестицій, вирішення проблем дефіциту Державного бюджету, проведення соціально-економічних реформ, проходження процесів злиття та поглинання як у фінансовому секторі, так і в секторі реальної економіки, виконання боргових зобов'язань як за внутрішніми, так і зовнішніми запозиченнями, а також запровадженням сучасних електронних технологій, що дозволяють проводити операції в режимі реального часу.

Слід зазначити, що в умовах глобалізації важливу і в більшості випадків визначальну роль відіграють транснаціональні корпорації, вплив яких визначається концентрацією контролю над фінансами, технологією, робочою силою, поставками сировини, матеріалів, комплектуючих, послугами та збутом продукції. За визначенням ООН до ТНК відносять компанії, в яких не менше 10 % активів розміщено за кордоном. На сучасному етапі під транснаціональною корпорацією мають на увазі компанію, в якій на закордонну діяльність припадає близько 25-30 % активів, що мають філіали як мінімум у двох країнах світу.

Загальна тенденція до глобалізації світових економічних процесів та розвиток найпотужніших ТНК взаємодоповнюють і підсилюють один одного. Використовуючи свої потужні фінансові та інвестиційні ресурси, ТНК здійснюють безпосередній вплив на розміщення продуктивних сил у світовому масштабі, кардинально впливають на розширення, обмеження, злиття та поглинання ринків залежно від своїх стратегічних інтересів. ТНК наближають виробництво до ринків збуту готової продукції, маневруючи завантаженням виробничих потужностей, що дозволяє їм маневрувати моделями випуску з врахуванням коливань економічної кон'юнктури в окремих країнах та змінами попиту на окремих ринках. Транснаціональні корпорації сприяли створенню міжнародного виробництва, удосконаленню форм менеджменту та системи управління підприємствами. Через свої дочірні підприємства та структурні підрозділи вони діють за



єдиною науково-виробничою та фінансовою стратегією. Обов'язковим елементом у структурі ТНК є потужні фінансові інститути, що здійснюють міжнародні операції з поглинання та злиття, кредитування та інвестування. Так із 300 найпотужніших світових банків – 100 є транснаціональними банками. Приблизно 2/3 своїх операцій вони здійснюють у своїх країнах і 1/3 – за кордоном. Під контроль пов'язаних з ТНК потужних банківських та фінансових структур, зокрема інвестиційних фондів, потрапляють ринки сировини та інші ринки – наприклад, через Лондонську біржу металів – ринок кольорових металів. Частка ТНК США, Японії та країн Єврозони в обсязі прямих іноземних інвестицій складає 73 %, частка міжнародної торгівлі – 76 %. На сучасному етапі розвитку світової економіки відбувається нова хвиля глобальної концентрації, що обумовлена злиттям та поглинанням компаній, особливо у сфері високих технологій, телекомунікаціях, фармацевтиці, фінансовому секторі (табл. 5.1).

Таблиця 5.1

Основні об'єкти приватизації, злиття і поглинання в 2006 р.

(за даними Світового банку)

Продавець		Покупець		Сектор	Вартість млрд. \$
Компанія	Країна	Компанія	Країна		
Akbank	Туреччина	Citigroup	США	Банківський	3,1
Guangdong Development Bank	Китай	Citigroup-led consortium	США	Банківський	3,0
Vodacom	Південна Африка	Vodafone	Об'єднане королівство	Телекомунікації	2,4
Tunisie Telecom	Туніс	TECOM - DIG	Об'єднані Арабські Емірати	Телекомунікації	2,2
Kazakh Oil	Казахстан	CITIC	Китай	Нафтогазовий	1,9
MOL Foldgazellato	Угорщина	T.ON Ruhrgas Int. AG	Німеччина	Нафтогазовий	1,3
Укрсоцбанк	Україна	Intesa Bank	Італія	Банківський	1,2
Petrol Ofisi	Туреччина	OMV	Австрія	Нафтогазовий	1,1
Vee Networks Ltd	Нігерія	Celstel International BV	Нідерланди	Телекомунікації	1,0
Omimex de	Колумбія	ONGC &	Китай та Ін-	Нафтогазовий	0,8

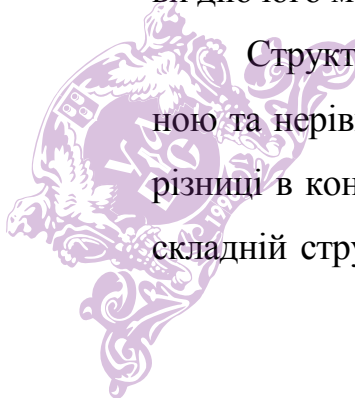
Colombia		Sinopec	дія		
----------	--	---------	-----	--	--

За даними Світового банку в 2006 році серед країн, що розвиваються, в яких відзначені найбільші за вартістю угоди злиття і поглинання, відзначено і Україну. Найбільша за вартістю угода була укладена між Akbank Туреччина та Citigroup США, її розмір становив 3,1 млрд. дол. Як і в загальносвітовій тенденції серед країн, що розвиваються, також переважають фінансовий, нафтогазовий та телекомунікаційний сектор. І в Україні найбільша угода відзначена саме у фінансовому секторі, а саме – придбання італійським банком Intesa Bank потужного українського банку з широкою філіальною мережею “Укрсоцбанк” за 1,2 млрд. дол.

Доведено, що в сучасних умовах розвитку процесу глобалізації існує лінійна залежність між характером та ступенем участі окремої країни в міжнародному поділі праці, світовому відтворенні та параметрами економічного зростання країни. Чим вище та результативніше ця участь, тим вище темпи зростання та ступінь ефективності всієї економіки і, навпаки [87].

Ця загальна закономірність модифікується у зв'язку з тим, що країни – члени світового господарства суттєво відрізняються між собою за розмірами території, кількістю населення, наявністю природних ресурсів, транспортними можливостями, обсягами внутрішнього ринку тощо, а отже, і за рівнем розвитку та величиною свого економічного потенціалу. Безперечно, що створити у всіх країнах високорозвинуті економічні структури з повним переліком галузей, необхідних для здійснення процесу відтворення на національній основі, неможливо. Таким чином, жодна держава не може залишатись поза процесом глобалізації. Міжнародний поділ праці повинен забезпечити безперервність, збалансованість та максимально можливу ефективність суспільного відтворення за умови діючого механізму конкуренції.

Структура світового відтворення на сучасному етапі є досить різноманітною та нерівномірною з точки зору різниці в рівнях економічних структур. Ці різниці в конкретних умовах економічної світової еволюції проявляють себе у складній структурі світового виробництва, обміну та розподілу ВВП. Як свід-



чать дані, отримані в ході аналізу, роль різних країн у формуванні світового валового внутрішнього продукту є досить неоднорідною (табл. 5.2).

Таблиця 5.2

**Питома вага розвинених країн в світовій економіці,
у % від загального світового обсягу (за даними Світового банку)**

Країна	ВВП						Торгівля товарами		
	За обмінними курсами по ПКС			За ринковими обмінними курсами			Експорт		
	1971-1975	1986-1990	2001-2005	1971-1975	1986-1990	2001-2005	1971-1975	1986-1990	2001-2005
США	22,5	21,5	20,5	27,9	27,0	30,1	15,7	13,2	11,6
Зона Євро	21,3	18,4	15,7	20,2	22,0	21,9	21,2	20,1	18,5
Японія	8,0	8,4	6,7	7,5	14,0	11,6	8,5	10,9	7,4
Об'єднане Королівство	4,3	3,5	3,1	3,7	4,1	4,9	6,9	6,2	4,7
Китай	3,0	5,8	14,0	2,6	1,9	4,6	1,2	2,0	7,2
Канада	2,1	2,0	1,9	2,7	2,5	2,4	5,7	4,7	4,4
Мексика	1,7	1,9	1,8	1,3	1,0	1,8	0,5	0,9	2,7
Корея	0,6	1,1	1,6	0,3	1,0	1,7	0,7	2,3	3,1
Індія	3,5	4,0	5,7	1,7	1,5	1,6	0,7	0,6	1,0
Бразилія	2,7	3,2	2,7	1,2	1,9	1,5	1,3	1,3	1,2

Міжнародні фінансові організації надають цілий ряд регіональних та глобальних статистичних показників. В цілому при розрахунку ВВП у світовій практиці використовується два методи: по-перше, визначення ВВП за ринковими обмінними курсами, тобто курсами, що існують на валютному ринку, при цьому використовується або курс на кінець періоду, або середній курс за період; по-друге, розрахунок ВВП за обмінним курсами на основі паритету купівельної спроможності (ПКС), тобто курсу, за яким валюту однієї країни можна перерахувати у валюту іншої країни для придбання однакової кількості товарів та послуг у кожній з країн. Слід зазначити, що розрахунок ВВП за цими двома методами має досить суттєві відхилення. Розрив між показником ВВП, розра-

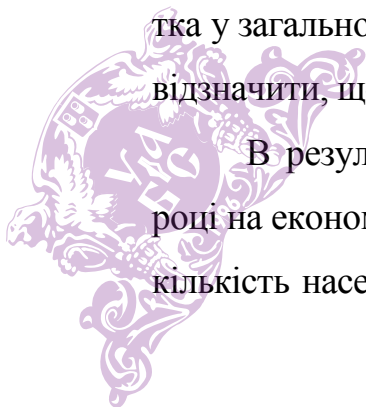
хованим за двома методами, становить, наприклад по США, від 5,4 до 9,6 %, по країнах Європейської зони розриви дещо менші (додаток Ф).

На нашу думку, вибір того чи іншого методу розрахунку агрегованих показників економічного світового розвитку залежить від поставленої мети дослідження. У випадку, коли досліджуються проблеми фінансових потоків капіталу більш доцільно використовувати перший метод розрахунку з використанням обмінних валютних курсів, що формуються на валютному ринку, по-перше, тому що валютний ринок сам по собі є складовою світового фінансового ринку, і по-друге, тому що цей показник більш варіативний і з цієї позиції також відображає специфіку функціонування світового фінансового ринку.

Як відзначають експерти Світового банку, існує досить суттєвий розрив між ринковими курсами і курсами на основі паритету купівельної спроможності в країнах, що розвиваються, та з ринком, що формується [90]. У більшості випадків у таких країнах розрив по показниках, що розраховуються на основі цих двох методів, формується у співвідношенні від 2 до 4 разів. Як приклад, можна розглянути Китай, в якому за період 2001-2005 років питома вага ВВП у загальному світовому обсязі за обмінним валютними курсами становить 14,0 %, а за обмінними курсами на основі паритету купівельної спроможності становить 4,6 %, тобто співвідношення складає більше ніж 3 до 1. Аналогічна ситуація простежується і на прикладі Індії за відповідний період співвідношення показників становило 3,5 до 1. Якщо ж розглянути США чи Євросоюзу, то там відхилення значно менші і становлять відповідно 1 до 1,5 та 1 до 1,4.

Але в будь-якому випадку, незважаючи на методи розрахунку агрегованих показників, очевидним є те, що визначальну роль у розвитку світової економіки на сучасному етапі відіграють США, країни Євросоюзу та Японія. Їх частка у загальному світовому обсязі становить разом 63,3 %, при цьому необхідно відзначити, що за період з 1971 по 2005 рік цей показник постійно зростає.

В результаті проведеного аналізу, можна зробити висновок, що у 2005 році на економічно розвинуті країни припадає 52,3 % світового ВВП, при цьому кількість населення в цих країнах становить лише 15,3 %, що свідчить про ви-



сокий рівень продуктивності праці в цих країнах. Серед країн, що розвиваються, та країн з ринками, що знаходяться на стадії формування, чільне місце посідають країни Азії, їх частка в сумарному світовому ВВП становить 27,1 %, з них 15,4 % – це продукція, що виготовляється в Китаї. Більш наочно структура ВВП по регіонах світової економіки подана на рис. 5.1.

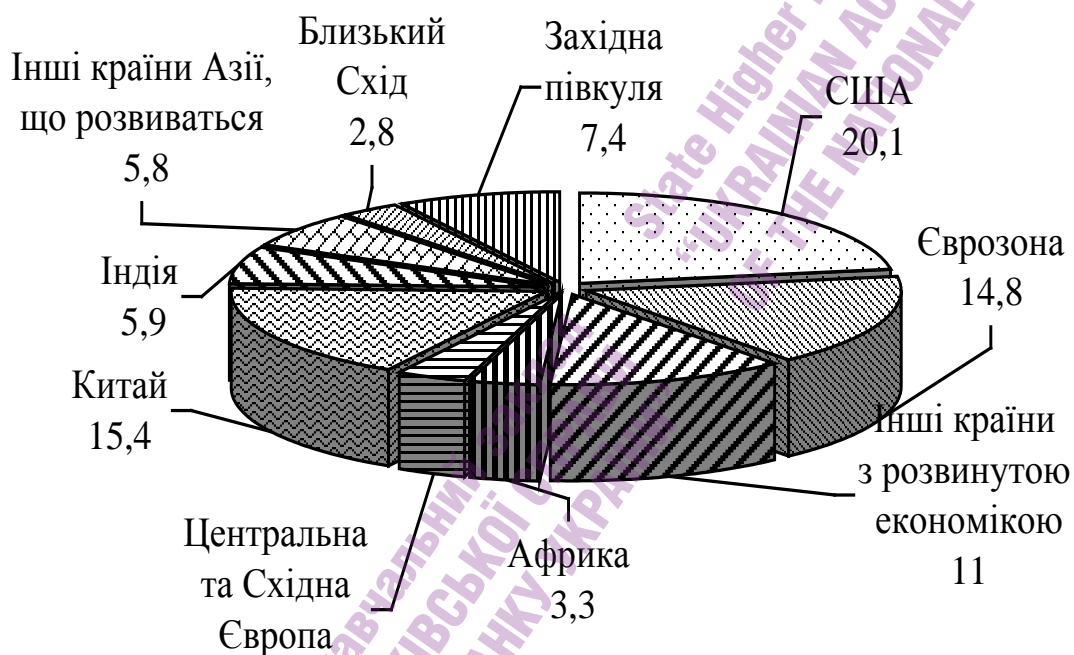


Рис. 5.1. Структура світового валового внутрішнього продукту за 2005 рік (за даними Світового банку)

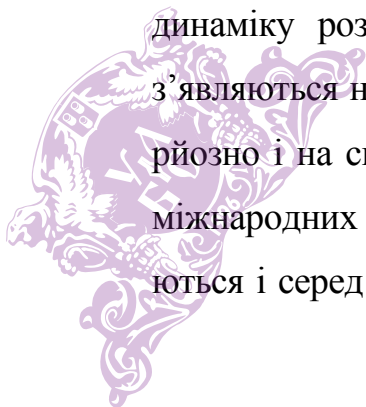
Отже, як видно з рис. 5.1, найбільше значення у виробництві світового ВВП мають США – 20,1 %, країни Європейської зони – 14,8 %, Китай – 15,4 % та Індія – 5,9 %. В цілому частка цих країн у структурі ВВП становить 56,2 %. Отже, максимальні обсяги ВВП формуються як в економічно розвинутих країнах, так і в країнах, що розвиваються. Але при цьому слід зазначити, що кількість населення в країнах, що розвиваються, становить 84,7 %, з них 52,1 % припадає на країни, що розвиваються, Азіатського регіону, з них в Китаї мешкає 20,6 % всього населення світу. Тому можемо констатувати, що зростання обсягів ВВП в економічно розвинутих країнах здійснюється під впливом фактора зростання продуктивності праці, в країнах, що розвиваються, і особливо в

регіоні Азії – екстенсивним шляхом та із значно нижчими показниками продуктивності праці.

Виконані розрахунки дозволяють стверджувати, що останнім часом на розвиток економічно розвинутих країн, так званої групи G-7 певний вплив мають швидкі темпи розвитку країн, що розвиваються, та країн, в яких відбувається становлення фінансового ринку. обсяг виробництва у світі зростає в середньому на рівні 5 %, і такі ж показники прогнозуються на найближчі два роки (додаток X). При цьому темпи зростання країн з розвинутою ринковою економікою становлять лише 2,5-3 %, країни Європейської зони мають дещо нижчий темп розвитку – на рівні 1,4-2,6 %, аналогічно Японія та Об'єднане Королівство. Обсяг виробництва у світі зростає перш за все за рахунок високих темпів розвитку країн Азії, зокрема Китаю та Індії, серед всіх країн, що розвиваються, їх темпи є найвищими – більше 10 та 9 % відповідно. Країни Центральної та Східної Європи демонструють темп зростання на рівні 5,5-6 %.

В результаті проведеного аналізу можна зробити висновок, що країни СНД мають постійно зростаючі темпи обсягів виробництва. Так у 2005 році вони становлять 6,6 %, а в 2006 – 7,7 %. Певною мірою на темп зростання обсягів виробництва країн СНД впливають і показники України, в якій темпи зростання обсягів ВВП суттєво збільшились з 2,7 до 7,1 %. Наведені вище дані свідчать про те, що на сучасному етапі розвитку світової економіки темпи зростання обсягів виробництва задаються в основному країнами, що розвиваються, та мають фінансові ринки, що знаходяться на ранній стадії розвитку.

Отже, ті тенденції, що склалися на світовій арені на сучасному етапі, свідчать про те, що провідну роль у світовій економіці відіграють економічно розвинуті країни, і серед них беззаперечним лідером є США. Саме вони задають динаміку розвитку світової економіки. Але при цьому, на світовій арені з'являються нові країни, які поступово починають заявляти про себе досить серйозно і на сьогодні ще не зовсім сильно, але все-таки відчувається їх роль у міжнародних економічних відносинах, перш за все це країни Азії, що розвиваються і серед них окремо можна виділити Китай, а також Індію, їх темпи еко-

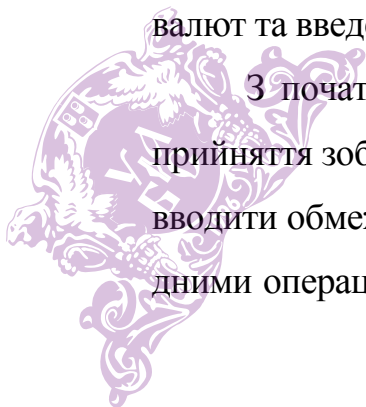


номічного розвитку є досить суттєвими і з часом можуть відігравати одну із вирішальних ролей у тенденціях розвитку світової економіки.

На розвиток фінансової глобалізації суттєвий вплив має прискорена лібералізація міжнародних господарських зв'язків та фінансових потоків у рамках стратегії відкритої економіки. Процес лібералізації та трансформації фінансової сфери почався в США з 1974 року та у Великобританії з 1979 року, потім приєдналися інші економічно розвинуті країни, і до другої половини 90-х років ХХ сторіччя цей процес майже завершився. Мета цих перетворень полягала перш за все у знятті жорстких обмежень у сфері руху капіталу, які суттєво звужували відтік капіталу і дозволяли встановлювати низькі відсоткові ставки для забезпечення урядів та економіки дешевими позиковими ресурсами. Всі трансформаційні процеси були спрямовані на створення та розширення ринку банківських послуг, ринку державних боргових цінних паперів та ринку корпоративних цінних паперів. Лібералізація економіки та фінансової сфери охопила і країни з перехідною економікою та країни з економікою, що розвивається. Саме в 90-х роках ХХ сторіччя значно зросла кількість міждержавних угод з питань інвестицій, в яких обумовлювалися умови допуску іноземних компаній на ринки та захист прав іноземних інвесторів.

Лібералізація фінансової сфери постійно посилювалась регіональною інтеграцією, вона здійснюється на основі рішень країн G-7, багатосторонніх домовленостей у рамках Світової організації торгівлі, Організації економічної співпраці та розвитку, Міжнародного валютного фонду та інших. Зокрема одним із пунктів економічного ком'юніке саміту в Галіфаксі в 1995 році була вимога постійного стимулювання країн – членів МВФ та Світового банку до усунення обмежень на ринку капіталу, до встановлення вільної конвертованості валют та введення плаваючих валютних курсів.

З початку 90-х років ХХ ст. МВФ посилив вплив на країни з приводу прийняття зобов'язань за статтею VIII статуту МВФ. Стаття, зокрема, забороняє вводити обмеження на здійснення платежів та переказів за поточними міжнародними операціями, брати участь у дискримінаційних валютних угодах, викори-

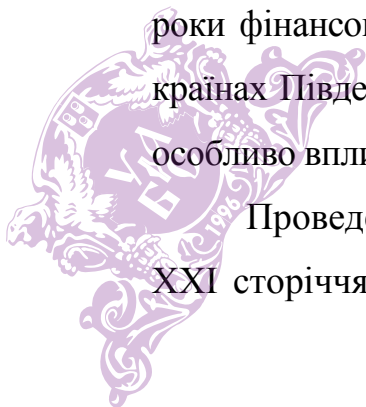


стовувати практику множинності валютних курсів. У 1996 році МВФ включив у систему нагляду за політикою країн оцінку ролі руху капіталу. Це положення стосується перш за все країн з перехідною економікою та країн, що розвиваються, при цьому МВФ розширив інформаційне сприяння країнам-членам, що цікавляться міжнародними ринками капіталу. Наряду з цим проводиться досить серйозна робота по регулюванню руху міжнародного капіталу, по контролю за ризиковістю банківських операцій.

Отже, на сучасному етапі світова економіка та міжнародні ринки знаходяться під впливом структурних зрушень, які важливі не тільки самі по собі, але і тим, як вони взаємодіють, результатом чого є суттєві зміни, що відбуваються у світовій фінансовій системі в цілому. Для уникнення ситуацій з кризовими фінансовими явищами економічно розвинутих країнам необхідно контролювати досить помітні зміни в русі міжнародних потоків капіталу, особливо пов'язаних з країнами, що розвиваються.

Для більш повного вивчення впливу країн з різним рівнем розвитку економіки на світову економічну ситуацію доцільно розглянути особливості розвитку міжнародного фінансового ринку, оскільки саме він на сьогодні є одним із вирішальних факторів, що визначає як темпи розвитку, так і стабільність світової фінансової системи. Слід зазначити, що суттєве переважання фінансових потоків над матеріальними потоками періодично призводить до фінансових криз в тих чи інших регіонах світу, як правило це відбувається в країнах, що знаходяться на етапі формування та раннього становлення ринкових відносин в країні. Під фінансовою кризою мають на увазі порушення розподільчого процесу об'єкта фінансових відносин, нездатність у цьому зв'язку формувати централізовані та децентралізовані фонди [225]. Найбільш відомими за останні роки фінансовими кризами були мексиканська криза 1994-1995 років, криза в країнах Південно-Східної Азії 1997-1998 років, дефолт в Росії 1998 року, який особливо вплинув на країни СНД, зокрема і на Україну.

Проведені дослідження свідчать про те, що наприкінці ХХ – на початку ХХІ сторіччя фінансові кризи проявлялись не лише в країнах, що розвива-

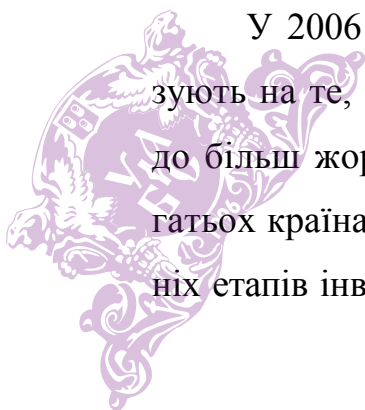


ються, але і в економічно розвинутих країнах та беззаперечних лідерах світової економіки, таких як США та Японія. Характер цих криз у кожній країні є різноманітним, обумовлений як проблемами в банківській системі країни, валютними та біржовими операціями та борговими операціями, так і, відповідно, особливою роллю фінансів в економіці країни, а також безпосередньо відносинами, що виникають в процесі формування, розподілу та використання централізованих та децентралізованих фінансових ресурсів країни.

Фінансові кризи виникають під впливом різноманітних факторів – зростання процентних ставок, різких змін курсів акцій на ринку, непрогнозованого падіння рівня цін, зростання невизначеності. При цьому події, що відбуваються на міжнародних фінансових ринках, по-різному оцінюються аналітиками: по-перше, у потрясіннях, що почалися в жовтні 1997 року, вбачають різновид кризи ліквідності, по-друге, вбачають у фінансових кризах ознаки структурних проблем, які нагромадилися у світовій економіці, по-третє, в основі перелічених факторів, лежать невирішені проблеми несприятливого вибору та морального ризику на фінансових ринках [1]. Часто повторювані фінансові кризи та розвиток світової фінансової системи підтверджують існування причин нестабільності насамперед у фінансовій сфері.

Проведений аналіз дозволяє зробити висновок про те, що ситуація на міжнародному фінансовому ринку на сучасному етапі характеризується, з одного боку, інтернаціоналізацією та уніфікацією операцій, з іншого боку, все більшою різноманітністю у проведенні фінансових операцій. У зв'язку з цим для ефективного управління фінансовим ринком у процесі розробки стратегії його подальшого розвитку важливого значення набуває відстеження загальної світової ситуації.

У 2006 р. глобальний ВВП збільшився на 4 %, хоча деякі ознаки вказують на те, що надалі його зростання буде не настільки стрімким. Перехід до більш жорсткої грошово-кредитної політики усе більш відчутний у багатьох країнах. Дефіцит виробничих потужностей і загальний перехід до пізніх етапів інвестиційного циклу сприяли уповільненню, що відобразилось під

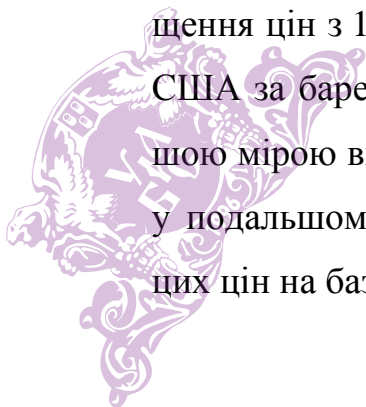


кінець року на темпах промислового виробництва в найбільших країнах з високим рівнем доходу, а також у Китаї.

У стратегічному періоді, незважаючи на більші ніж розраховували темпи зростання світової економіки, зберігається ряд факторів невизначеності. Що стосується можливості поліпшення ситуації, корпорації можуть використати свій прибуток швидше ніж очікується в цей час, за рахунок або збільшення інвестицій, або підвищення заробітної плати чи дивідендів, хоча цей вплив може бути частково компенсований підвищенням довгострокових процентних ставок. Можливо також, що зростання у деяких країнах з ринком, що формується, й далі перевищуватиме очікування (хоча, особливо в Китаї, це також підвищило б ризик більш різкого уповільнення в майбутньому). Однак у цілому баланс ризиків залишається зміщеним у бік погіршення, і ці зрушення поступово зростають.

За даними Світового банку існує чотири головні підстави для стурбованості, дві з яких криються у факторах невизначеності, пов'язаних з поточною кон'юнктурою, а інші дві менш імовірні, але можуть призвести до більших витрат: високі й мінливі ціни на нафту; жорсткість умов на фінансових ринках; пандемія пташиного грипу; посилення глобальних дисбалансів [232].

Стосовно впливу цін на нафту, слід відзначити, що у перспективі є три причини для занепокоєння. По-перше, ефекти недавнього шоку, можливо, ще не дали про себе знати повною мірою, особливо якщо виробники й споживачі усе ще розглядають його як тимчасовий, а не як постійний. По-друге, оскільки рівні надлишкових потужностей усе ще дуже низькі, ринок залишається уразливим стосовно шоків. Останнім часом у зв'язку із подіями на Близькому Сході дані ринків опціонів показують, що ризики зміщуються в бік підвищення цін з 15 % ймовірністю різкого підйому цін на нафту вище 80 доларів США за барель до середини 2006 року. По-третє, оскільки на ціни все більшою мірою впливає стурбованість проблемами пропозиції, негативний вплив у подальшому ймовірно буде більш сильним, особливо якщо зросте вплив цих цін на базову інфляцію.



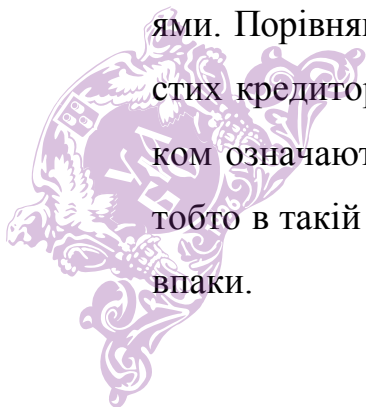
Суттєво скоротити вплив даного фактора можна шляхом усунення перешкод, зокрема податкових, для інвестицій у видобуток та переробку через відображення змін зовнішніх цін на нафту у внутрішніх цінах, але за умов наявності відповідної політики захисту верств населення з низьким рівнем доходу, а також шляхом підвищення якості інформації про стан ринку нафти.

Можна припустити, що жорсткість умов на фінансових ринках у наступні роки проявиться у подальшому підвищенні світових короткострокових процентних ставок, оскільки цикл жорсткості грошово-кредитних умов у Сполучених Штатах досягне свого завершення, тоді як цикли в Зоні євро – і останнім часом у Японії – лише рухатимуться в даному напрямку; довгострокові процентні ставки, ймовірно, додатково підвищаться, і може зрости їх мінливість, а отже, зросте і розмір премії за ризик.

Здавалося б, на перший погляд, фактор пандемії пташиного грипу безпосередньо не впливає на стан міжнародного фінансового ринку та ймовірність його прояву є дуже низькою, але у випадку справдження даного фактора може виникнути проблема втрати працівників фінансової сфери, що може призвести до суттєвих проблем функціонування фінансової інфраструктури, особливо платіжних систем.

Посилення глобальних дисбалансів може бути обумовлено перш за все суттєвим дефіцитом рахунку поточних операцій США. Для того, щоб усунути вплив даного фактора, необхідно знизити дефіцит, щоб стабілізувати чисту інвестиційну позицію США і водночас знизити профіцити в інших країнах. У цілому рівень заощаджень по різних країнах суттєво коливається (рис. 5.2).

Заощадження необхідно, на наш погляд, розглядати наряду з інвестиціями. Порівнявши значення показників, можна отримати картину стосовно чистих кредиторів та чистих дебіторів. Показники по країнах з від'ємним знаком означають, що даний регіон або зазначена країна є чистим кредитором, тобто в такій країні рівень заощаджень є більшим ніж рівень інвестицій, і навпаки.



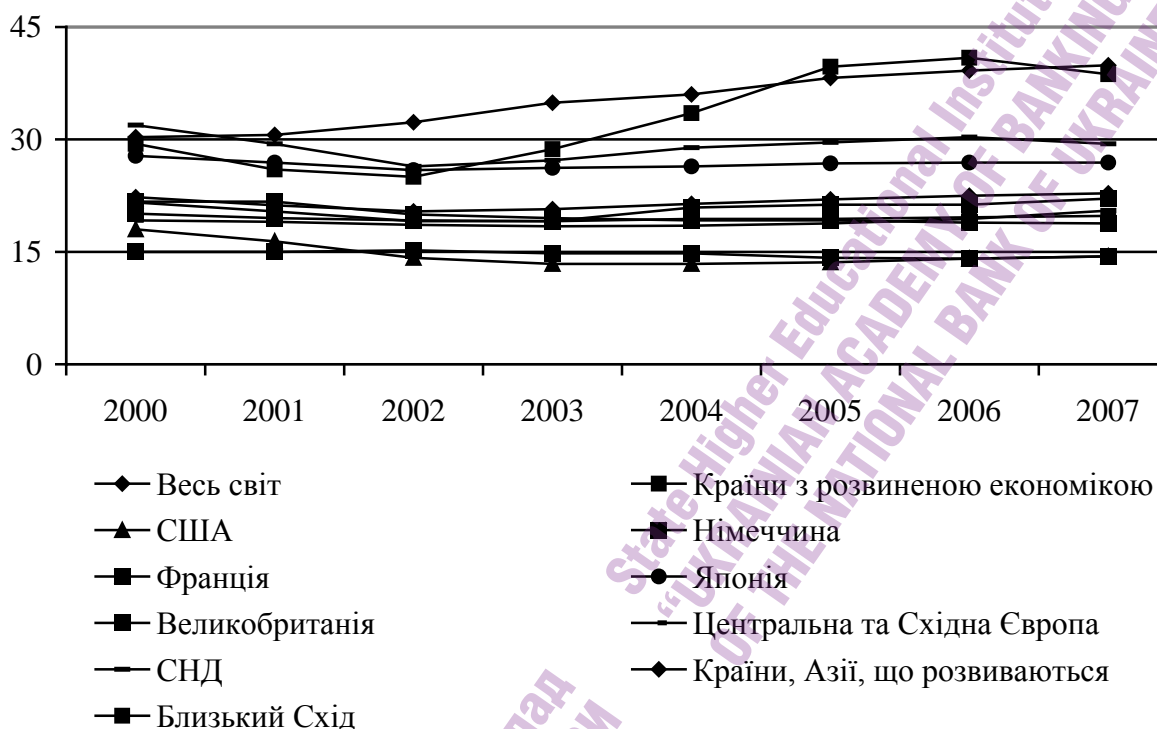


Рис. 5.2. Динаміка заощаджень у відсотках до ВВП по різних регіонах світу (за даними Світового банку)

Проведений аналіз дозволяє зробити висновки, що абсолютна більшість країн світу – чисті боржники за балансом активів та зобов'язань (за міжнародними інвестиціями). Як видно з даних рис. 5.3, серед чистих боржників – країни з економікою, що розвивається, та країни з перехідною економікою. Боржниками з чистою зовнішньою заборгованістю є більшість економічно розвинутих країн. Чистими кредиторами за період з 2000 по 2006 рік є США, Великобританія та в цілому країни з розвинутою економікою. Зовнішні запозичення, борги кредиторам-нерезидентам та їх обслуговування стійко існують у механізмі функціонування національних економік, перетворюючи майже всі країни світу в позичальників.

Запозичення у нерезидентів використовуються для врегулювання зовнішніх розрахунків для покриття дефіциту державних та місцевих бюджетів, поповнення державних пенсійних та інвестиційних фондів, здійснення структурних перетворень, виконання соціальних програм.

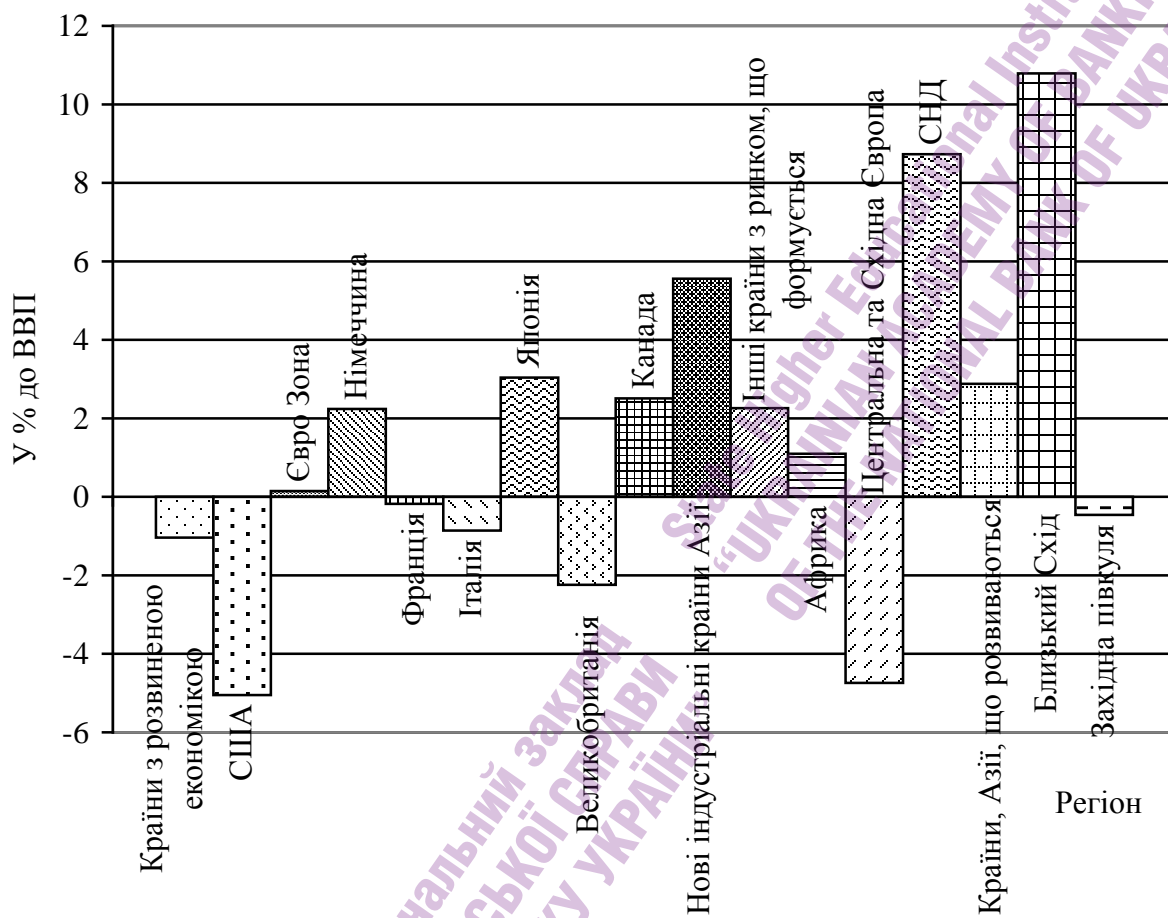


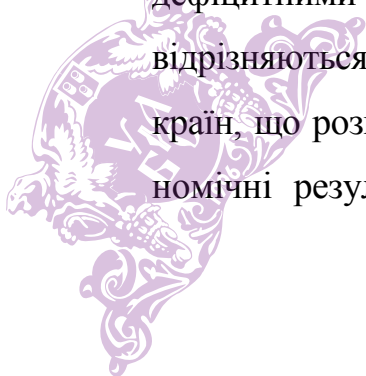
Рис. 5.3. Позиція чистого кредитування по регіонах та країнах світу в середньому за 2000-2006 роки (за даними Світового банку)

Протягом аналізованого періоду на міжнародному фінансовому ринку сформувалась наступна ситуація: по-перше, у зв'язку з низьким рівнем інвестицій у поєднанні з високими останнім часом доходами від експорту нафти країни з ринком, що формується, і країни – експортери нафти стали накопичувати великі чисті заощадження. Це на нашу думку привело до ситуації, коли, внаслідок цього капітал рухається із країн з ринком, що формується, у промислово розвинуті країни (особливо в Сполучені Штати) у напрямку, протилежному тому, що визначається в економічній теорії; по-друге, після того як на початку 2000-х років лопнули “роздуті” ціни на фондовому ринку, компанії в багатьох промислово розвинутих країнах змінили традиційні по-

зиції, спрямовані на запозичення коштів для фінансування капітальних вкладень на забезпечення фінансового профіциту. Значний розмір позитивного сальдо рахунку поточних операцій у країнах з ринком, що формується (і останнім часом у країнах – виробниках нафти) (див. рис. 5.3), було названо глобальним “надлишком заощаджень” і висунуто як причина того, чому Сполучені Штати могли фінансувати рекордно високий дефіцит рахунку поточних операцій за низькими процентними ставками. Так за словами Девіда Уелса (Wall Street Journal): “Компанії, які для здійснення інвестицій звичайно використовують заощадження інших осіб, стали ощадливими. Навіть компанії, що одержують високі прибутки та мають стійкі грошові потоки, відкладають кошти про запас, знижують борг і викуповують свої власні акції – замість того, щоб ставити на інвестиції”.

Проведене дослідження дозволяє зробити висновок, що глобалізація фінансів сформувала економіку з хронічними фінансовими дефіцитами та забезпечує їх функціонування. Ряд дефіцитних національних економік набувають характеру боргових, маючи високу частку позикових ресурсів у надходженні іноземних коштів та в накопичених пасивах. Боргові економіки характеризуються зростаючим обсягом зовнішнього боргу та платежів, нові запозичення та обслуговування платежів стають важливою умовою їх функціонування та одним із основних напрямків державної політики.

На наш погляд, в сучасній світовій економіці можна виділити декілька типів дефіцитних та боргових економік залежно від рівня боргового навантаження, від рівня боргової залежності за обсягом та структурою залучених іноземних ресурсів, а також зовнішніх боргів та платежів. Економіки розвинутих країн, країн, що розвиваються, та країн з перехідною економікою за дефіцитними та борговими характеристиками за якісними критеріями суттєво відрізняються один від одного. Досить значна кількість розвинутих країн, та країн, що розвиваються, з чистим зовнішнім боргом мають досить високі економічні результати, отримуючи постійне надходження іноземних ресурсів



шляхом прямого інвестування, розміщуючи свої акції серед нерезидентів шляхом запозичень на міжнародних кредитних ринках.

Останнім часом світова економіка функціонує в дефіцитному режимі з постійним від'ємним сальдо за світовими поточними розрахунками і з перевищенням світових інвестицій над світовими заощадженнями про що свідчать проведені автором розрахунки, результати яких подані на рисунку 5.4.

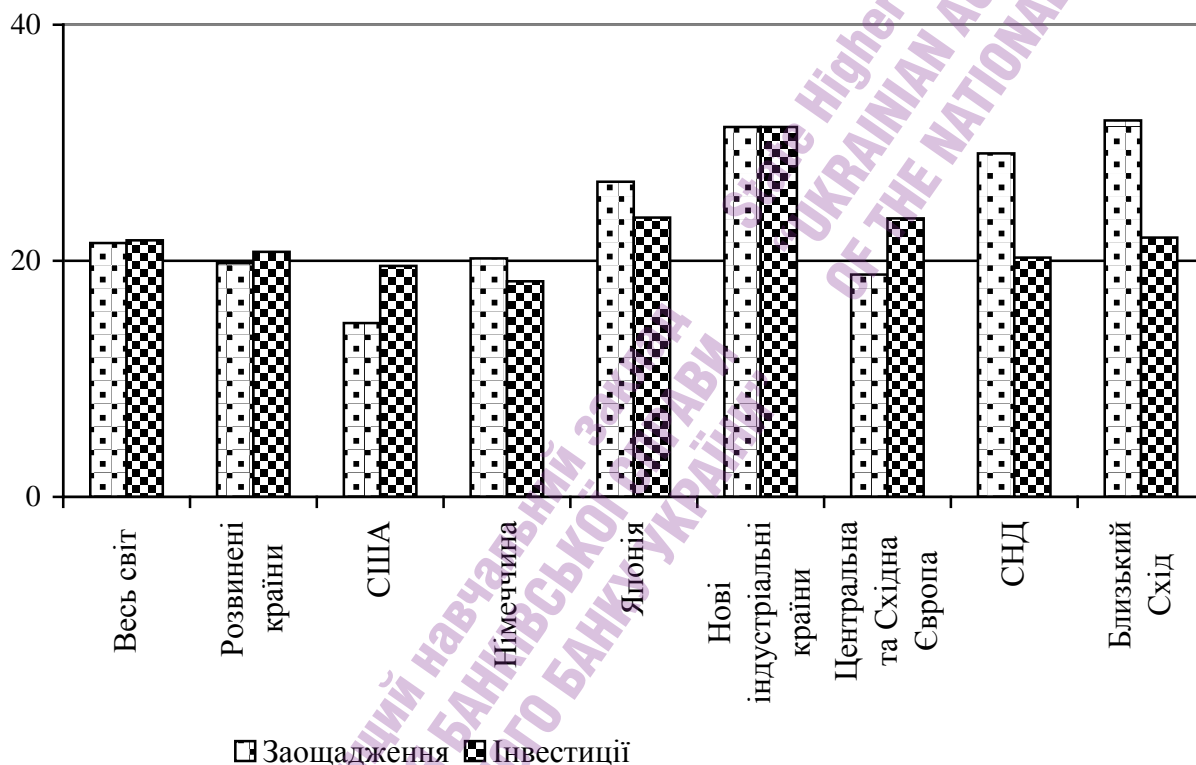


Рис. 5.4. Співвідношення заощаджень та інвестицій за країнами та регіонами, середнє значення за період 2000-2006 років (за даними Світового банку)

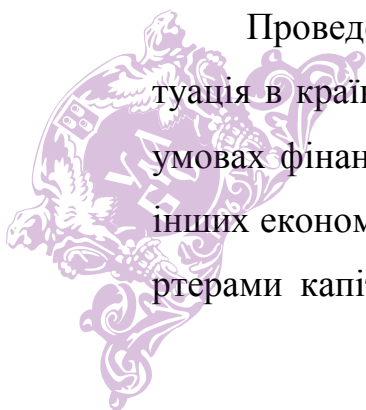
Усереднені дані по регіонах світу та окремих країнах за 2000-2006 роки були розраховані автором на основі даних Світового банку і підтверджують вищезазначене. Як бачимо, вся світова економіка в цілому має переважання інвестицій над заощадженнями в розмірі 0,24 % від обсягу ВВП, аналогічна ситуація і по економічно розвинутих країнах, особливо вирізняються Сполучені Штати Америки, в цій країні переважання інвестицій над заощадженнями становить 4,84 % – максимальний показник серед економічно розвинутих країн.

Наряду з цим є ряд регіонів та окремих країн, в яких ситуація абсолютно протилежна, а саме – країни СНД та країни Близького Сходу, в цих країнах переважають заощадження в розмірі 8,83 та 9,93 % відповідно.

Основним фактором відсутності рівноваги міжнародних поточних розрахунків, починаючи з 80-х років ХХ ст., є хронічний дефіцит поточного платіжного балансу США, розмір якого значно перевищує сукупний дефіцит країн з перехідною економікою, та країн, що розвиваються. Дефіцит платіжного балансу США формується під впливом значного від'ємного сальдо зовнішньоторговельних операцій, яке вперше сформувалось в 1971 році і протягом найближчих 5-7 років почало мати стійкий характер, але масштабне надходження капіталу в економіку США із розвинутих країн та інших країн світу перекриває сформований дефіцит. Резиденти США активно запозичують на міжнародному фінансовому ринку синдиковані кредити та боргові цінні папери, водночас, нерезиденти активно проводять операції з внутрішніми цінними паперами американського уряду та корпорацій, здійснюють пряме інвестування.

Масштабний щорічний чистий потік іноземного капіталу в США перекриває дефіцит поточного платіжного балансу, компенсує нестачу національних інвестиційних ресурсів, сприяє зниженню податкового тиску, послаблює напруженість на кредитному ринку, стимулює підприємницьку діяльність та купівельну спроможність населення. Все вищезазначене свідчить про те, що США мають на сучасному етапі економіку з чітко окресленим борговим характером, що має досить високий рівень залежності від припливу іноземних інвестицій, але при цьому економіка країни є практично найбільш ефективною у світовому просторі.

Проведені дослідження дозволяють зробити наступні висновки, що ситуація в країнах, що розвиваються, та в країнах з перехідною економікою в умовах фінансової глобалізації суттєво відрізняється від ситуації в США та інших економічно розвинутих країнах. Як правило, ці країни є чистими імпортерами капіталу та боржниками, що мають хронічний характер дефіциту

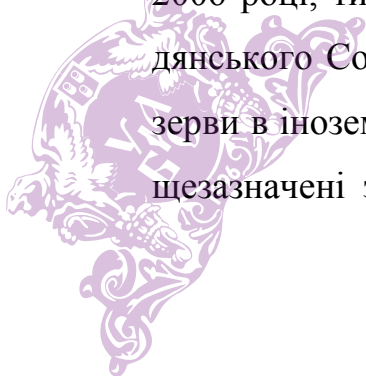


Державного бюджету країни і їх внутрішні інвестиції перевищують заощадження. Економіки цих країн значно схильні до ризиків та формування кризових ситуацій. Їх функціонування підтримується в основному за рахунок фінансування із закордонних офіційних та приватних джерел. Країни з борговими економіками та хронічними дефіцитами мають низьку інвестиційну привабливість для іноземних приватних інвесторів. Вони досить часто стають неплатоспроможними через значне боргове навантаження та мають суттєві труднощі і допускають прострочення в обслуговуванні свого боргу перед кредиторами.

Неспроможні боржники – це країни, які за даними за останні п'ять років допускали прострочення або їх борги були реструктуризовані. Ці країни змушені вести переговори з МВФ, Паризьким клубом, Лондонським клубом з метою переоформлення боргу та виконувати вимоги міжнародних кредиторів стосовно структурної трансформації внутрішньої економіки.

В даному контексті необхідно відзначити, що в 2006 році відбулись суттєві зміни в русі офіційних потоків капіталу. Цілий ряд країн, що розвиваються, здійснили значні виплати своїм офіційним кредиторам, таким як МВФ, Світовий банк, Паризький та Лондонський клуби (додаток Ц). У 2006 році загальна сума виплат офіційним кредиторам від країн, що розвиваються, склала за даними МВФ 65 млрд. дол. США, для порівняння: в 2005 році сума становила 50 млрд. дол. США [323].

В основному така ситуація стала можливою завдяки суттєвим надходженням коштів від продажу нафти у країну. Так суттєві нафтові доходи дозволили Росії виконати свої зобов'язання достроково перед Паризьким клубом на суму 15 млрд. дол. США у 2005 році, та на суму 22 млрд. дол. США у 2006 році, тим самим розрахувавшись за борги, що існували ще з часів Радянського Союзу. При цьому Росії також вдалось паралельно наростити резерви в іноземній валюті, що свідчить про те, що для того, щоб виконати вищезазначені зобов'язання не використовувались інші джерела запозичення



коштів. Таким чином, зовнішній борг країни протягом 2005-2006 років скоротився від 30 до 25,4 % від ВВП.

З даних, наведених у додатку Ц, можна також зробити висновки, що серед зазначених країн лише Туреччині не вдалось протягом 2005-2006 років знизити частку зовнішнього боргу, а навпаки, він зріс з 48 до 56,7 %. Суттєво зазначений показник скоротився в Уругваї на 26 %, у Нігерії – на 16,6 %, Аргентині – майже на 14,6 %, в Індонезії – на 12,7 %.

Як було зазначено вище, останнім часом на світовому фінансовому ринку спостерігається підвищення процентних ставок за короткостроковими і довгостроковими міжнародними кредитами, що було викликано як заходами державної політики, так і переоцінкою ринком довгострокових ризиків, при цьому виросли премії за ризик, насамперед за низькоякісними активами.

Аналізуючи графіки поведінки короткострокових ставок економічно розвинутих країн, можна зробити висновок, що в більшості випадків протягом 1998-2005 років рух ставок відбувався в одному напрямку (рис. 5.5).

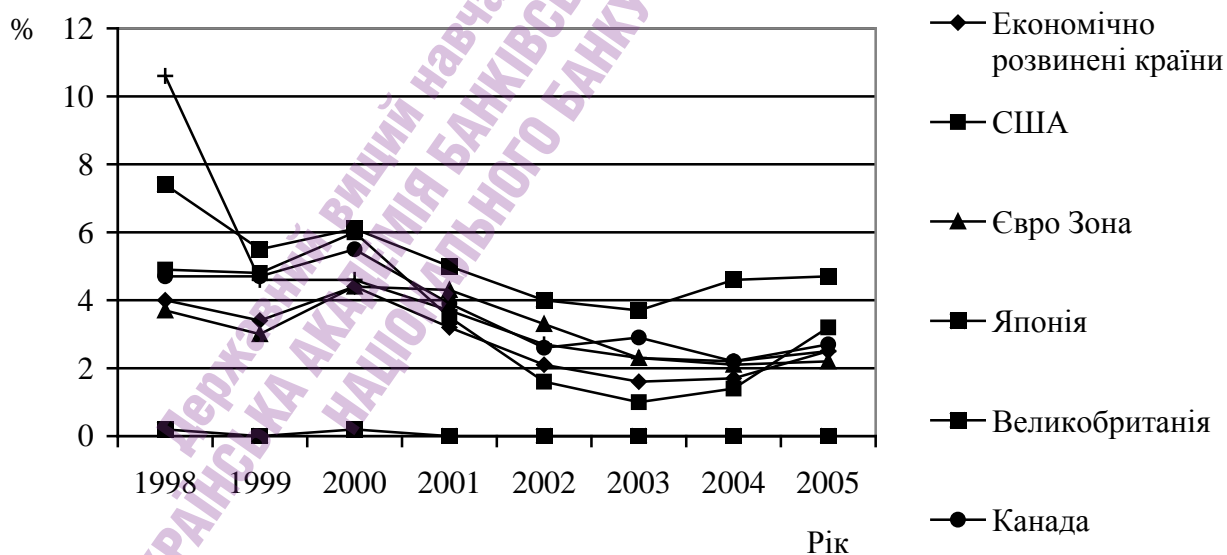


Рис. 5.5. Динаміка короткострокових ставок економічно розвинутих країн світу (за даними Світового банку)

На графіку також відображено нові індустріальні країни Азії для порівняння характеру поведінки ставок у короткостроковому періоді. Як бачимо,

розмір ставок протягом аналізованого періоду досить сильно скоротився від 10,6 % у 1998 році до 2,5 % у 2005 році. На фоні всіх країн короткострокові ставки суттєво відрізняються лише в Японії, їх розмір є досить незначним і протягом 2001-2005 років знаходиться на нульовому рівні, лише в 1998 та 2000 роках вони зросли до 0,2 %.

Починаючи з 2003 року, майже в усіх країнах спостерігається тенденція до зростання розміру відсоткової ставки. Це спричинено перш за все використанням більш жорстких підходів у грошово-кредитній політиці цих країн з метою недопущення “перегрівання” економіки та запобігання кризових фінансових явищ.

Слід зазначити, що поведінка довгострокових ставок протягом аналізованого періоду дещо відрізняється від короткострокових ставок і фактично має стабільну тенденцію до зниження (рис. 5.6).

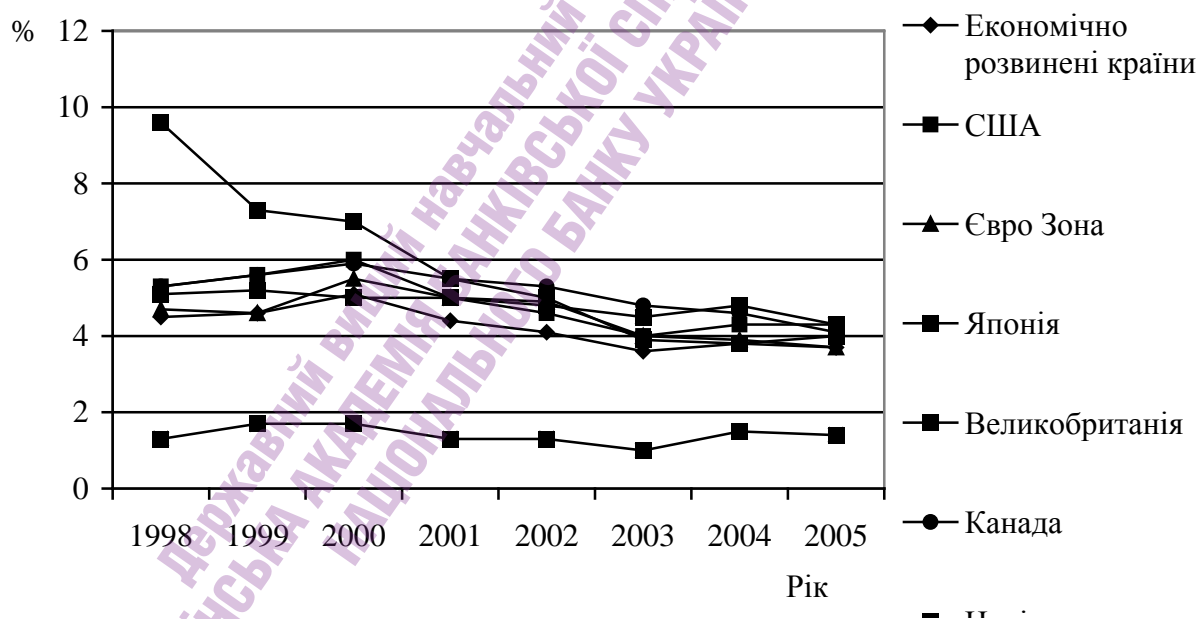


Рис. 5.6. Динаміка довгострокових ставок економічно розвинутих країн світу (за даними Світового банку)

Знову ж таки на фоні всіх країн кардинально відрізняється Японія за рівнем ставки, яка коливається в межах від 1 до 1,7 % протягом аналізованого періоду. В цілому за винятком Японії по всіх економічно розвинутих краї-

нах рівень ставки відрізняється не досить суттєво і коливається в межах від 4 до 6 %.

Динаміка цін на сировинні товари також указує на те, що досягнуто пікових значень циклу: ціни на нафту трохи знизилися з максимальних значень, зафіксованих у середині 2006 р.; спостерігалось падіння цін на мідь і цинк – раніше ці метали дорожчали найбільш стрімко.

Проте з ретроспективної точки зору фінансові умови залишаються сприятливими при достатньому запасі ліквідності. Згідно з прогнозами Світового банку та МВФ темпи зростання в країнах, що розвиваються, поступово знижуватимуться – від 7,1 % у 2006 р. до приблизно 6 % у 2009 р. Це уповільнення стосується всіх регіонів, але економічні показники залишаються досить високими. У той же час країни з високим рівнем доходу в цілому очікують ослаблення економічних показників у 2007 р., головним чином за рахунок більш повільного зростання американської економіки.

Глобальне фінансове середовище складається з конкуруючих фінансових центрів, що працюють у різних умовах національного регулюючого механізму, за різними стандартами бухгалтерського обліку і методами функціонування ринку. Результати проведеного аналізу свідчать, що Сполучені Штати Америки на сучасному етапі – це безумовно найбільший ринок капіталу, що становить близько 40 % глобальних активів і боргового капіталу (рис. 5.7, 5.8).

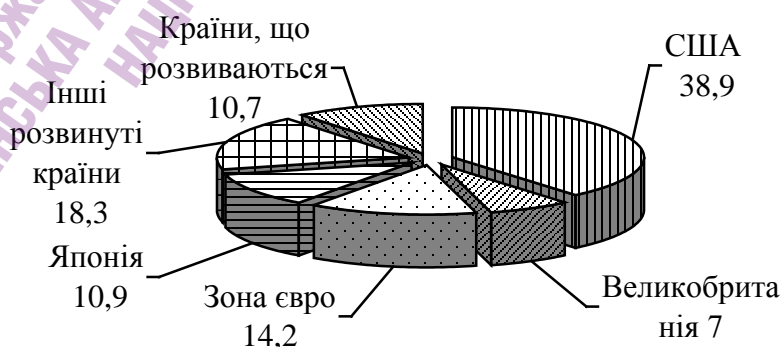


Рис. 5.7. Структура ринкової капіталізації міжнародного фінансового ринку в 2005 році, % (за даними Світового банку)



Очевидним є те, що на великі економічно розвинуті країни, такі як: США, Великобританія, Японія, економічно розвинуті країни Зони євро припадає 71 % світової ринкової капіталізації. За даними МВФ у 2005 році сумарний розмір даного показника становив 38,98 трильйонів доларів США. Частка країн, що розвиваються, становить 10,7 % від загального обсягу ринкової капіталізації міжнародного фінансового ринку.

Слід зазначити, що структура міжнародного ринку боргових непогашених цінних паперів дещо відрізняється від структури ринкової капіталізації (див. рис. 5.8).

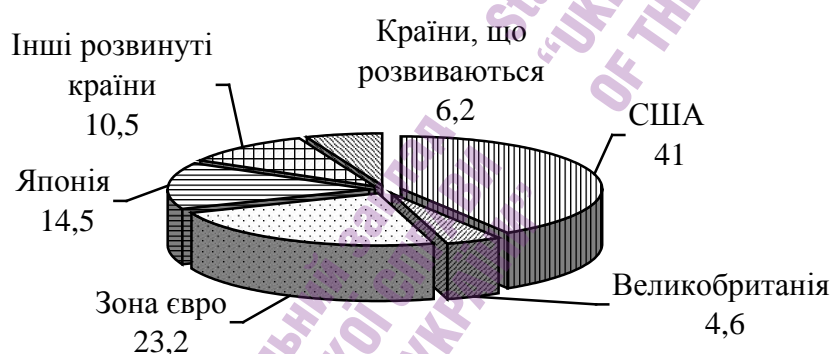


Рис. 5.8. Структура міжнародного ринку боргових непогашених цінних паперів у 2005 році, % (за даними Світового банку)

Так частка США на даному ринку становить 41 %, що не досить суттєво відрізняється від ринку дольових цінних паперів. Щодо країн Зони євро, то тут існують досить суттєві розбіжності, оскільки їх частка на борговому ринку становить 23,2 %, а на дольовому ринку – лише 14, 2 %, тобто в 1,6 раза вище.

Для більшої наочності розглянемо співвідношення обсягів дольового та боргового ринків по різних країнах та регіонах за 2005 рік. Як видно з рис. 5.9, обсяги боргового ринку цінних паперів США майже в 1,5 раза більше за обсяги дольового ринку. Аналогічна ситуація, але із значно більшим розривом спостерігається по ринках серед країн Зони євро – співвідношення становить 2,3 раза. Тобто ці країни мають структуру фондового ринку боргового характеру. Така ж ситуація спостерігається на ринку Японії лише з меншим

розривом співвідношення. Навпаки, в країнах, що розвиваються, характер ринку є дольовим, що також характерно і для України.



Рис. 5.9. Обсяги ринкової капіталізації та боргового ринку в країнах світу в 2005 році (за даними Світового банку)

У структурі потоків капіталу триває виражене зрушення від кредитного фінансування до фінансування за рахунок власних коштів (випуску акцій), а також від офіційних джерел фінансування до приватних. У 2006 р. акціонерний капітал становив майже три чверті сукупних потоків капіталу – 419 млрд. дол. (у 2004 р. – дві третини), причому значно зросли частки портфельних активів і прямих іноземних інвестицій. Загальносвітові надходження прямих іноземних інвестицій у 2006 р. досягли 1,2 трлн. дол., приблизно чверть цієї суми випадає на частку країн, що розвиваються.

Отже, розглянувши основні моменти в розвитку міжнародного фінансового ринку на сучасному етапі, можна зробити висновок, що провідну роль у його розвитку відіграють декілька країн – Сполучені Штати Америки, Великобританія, Японія та економічно розвинуті країни Зони євро, частка яких у здійсненні фінансових операцій становить більше половини світового обсягу. Все це відбувається на фоні того, що економічно розвинуті країни є чистими позичальниками, що певною мірою суперечить базовим положенням економічної теорії про рух капіталу. Країни, що розвиваються, фактично на

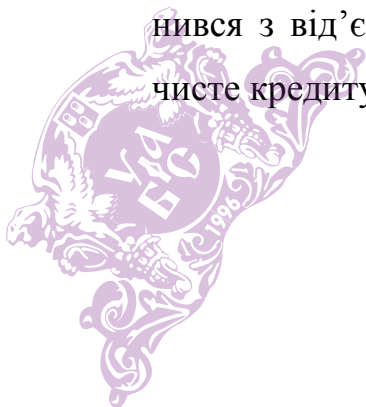
сьогодні фінансують розвиток економічно розвинутих країн. Слід також відзначити, що останнім часом на міжнародній фінансовій арені з'являються країни, в яких фінансовий ринок знаходиться на початковій стадії розвитку, але які мають вже свої позиції, та хоча і не значний, але вплив на економічно розвинуті країни – перш за все це Китай та Індія, а також країни – експортери нафти.

Враховуючи те, що країни, що розвиваються, останнім часом починають певною мірою впливати на розвиток міжнародного фінансового ринку, доцільно було б розглянути особливості руху капіталу в їх межах.

5.2. Теоретико-методологічне забезпечення участі вітчизняного фінансового ринку у розвитку світової фінансової системи

На сучасному етапі розвитку міжнародного фінансового ринку, як було зазначено вище, країни з ринками, що формуються, починають певною мірою впливати на структуру міжнародних фінансових потоків, хоча тенденції в розвитку задають саме економічно розвинуті країни, як було доведено раніше. Суттєве розширення в русі капіталу свідчить про зростання пружності країн, що розвиваються, і тим самим показує, що в зазначених країнах поступово напрацьовується досвід управління ризиками, що виникають на фінансовому ринку.

На основі проведених розрахунків можна зробити висновок, що протягом 1998-2006 років баланс поточного рахунку країн, що розвиваються, змінився з від'ємного значення на позитивне, тобто з чистого запозичення на чисте кредитування (рис. 5.10).



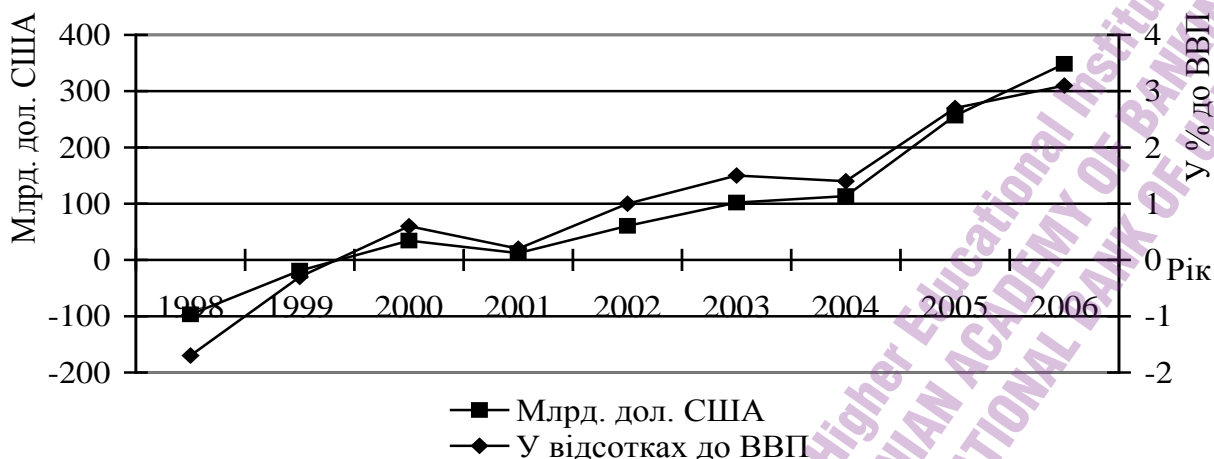


Рис. 5.10. Динаміка балансу поточного рахунку країн, що розвиваються, та його частки щодо ВВП, (за даними МВФ)

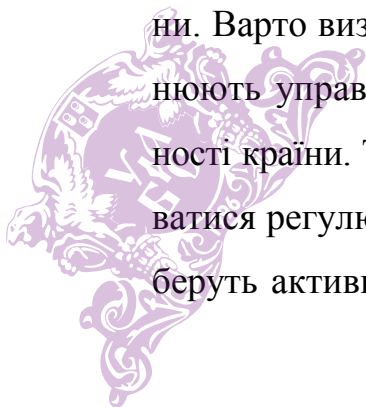
В цілому по країнах, в яких фінансовий ринок знаходиться на стадії становлення та ранніх стадіях розвитку, відстежується така ситуація: на фоні суттєвого зростання обсягу балансового значення спостерігається і зростання даного показника щодо ВВП. Але якщо за показниками, поданими на рис. 5.10, динаміка є досить стабільною та висхідною, то проаналізувавши темпи зростання зазначених показників, бачимо, що такої стабільної динаміки не спостерігається (рис. 5.11).



Рис. 5.11. Динаміка коефіцієнтів зростання балансу поточного рахунку та коефіцієнта зростання балансу у відсотках до ВВП (за даними МВФ)

Тобто баланс поточного рахунку країн, що розвиваються, хоча і має тенденцію до зростання, але темпи, з якими це відбувається, є досить нерівномірними. Для того, щоб відстежити загальну тенденцію, було використано трендовий аналіз, побудовано лінійний тренд зростання балансу поточного рахунку і в результаті отримано низхідну тенденцію. Тобто можна зробити висновок, що у перспективі обсяги фінансування розвинутих країн за рахунок країн, що розвиваються, поступово зменшуватимуться.

Слід зазначити, що оскільки надходження капіталу в країну є сильним стимулом для економічного зростання, а його відтік – основна перешкода, необхідно звертати увагу на нерівномірний розподіл інвестицій по різних країнах, а також їх коливання. Для країн із ринками, що формуються, стабільність надходження капіталу має набагато більше значення, ніж для країн, що одержують мало або зовсім не одержують коштів із приватних закордонних джерел. Для зростаючих ринків важливо, щоб вільне надходження капіталу супроводжувалося глобальною фінансовою стабільністю, що є істотною передумовою стабільного зростання світових ринків і їхнього експорту. Крім того, важливого значення набуває те, щоб значне надходження і, навпаки, швидкий відтік капіталу не викликав нестабільності валютних курсів, коливань цін на внутрішньому ринку й колапсу фінансової системи (як це траплялося майже при кожній кризі з початку 80-х років ХХ ст.). Проте стабільність не можна купувати ціною відмови від національної автономії у сфері валютно-грошової політики. Ні вільно плаваючі, ні тверді валютні курси не є оптимальним варіантом для абсолютної більшості країн, що розвиваються. Обидві системи забезпечують міжнародну конкурентоспроможність країни значною мірою за рахунок факторів, які не перебувають під контролем цієї країни. Варто визнати, що коливання надходження капіталу надзвичайно ускладнюють управління валютними курсами й забезпечення конкурентоспроможності країни. Тому управління курсами валют неодмінно повинне супроводжуватися регулюванням фінансових потоків і контролем за ними. Країни, що не беруть активної участі в глобальному приватному фінансовому бізнесі, сти-



каються з іншими труднощами. Навіть якщо вони докладають зусиль щодо створення сприятливих умов для закордонних інвесторів, їм не завжди вдається залучити досить капіталу, щоб використати свій потенціал зростання. Для цих країн важливо зберегти розмірний обсяг іноземних інвестицій, щоб покрити дефіцит фінансових коштів і зберегти макроекономічну стабільність.

На основі проведеного аналізу можна стверджувати, що фінансові потоки в країни, що розвиваються, формуються за двома напрямками – приватні потоки та офіційні потоки. Виходячи з даних, наведених у таблиці 5.3, можна зробити висновок, що у структурі фінансових потоків переважають саме чисті приватні потоки, які формуються перш за все за рахунок чистих потоків активів. Протягом аналізованого періоду фінансові потоки мають нестійку тенденцію. Так з 1998 по 2000 рік вони мали тенденцію до зниження, а починаючи з 2003 року, потоки мають стійку тенденцію до зростання і до 2006 року збільшились більше ніж у 2 рази.

Таблиця 5.3

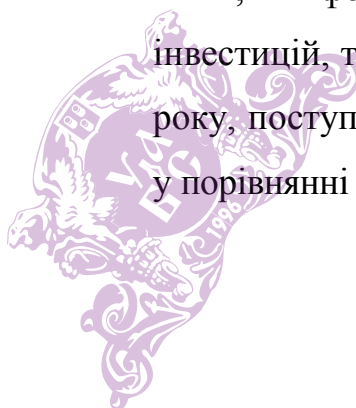
**Показники фінансових потоків в країни, що розвиваються,
млрд. дол. (за даними МВФ)**

Показники	Рік								
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Чисті приватні та офіційні потоки	228,9	209,6	181,1	191,1	174,2	262,0	385,9	480,7	571,0
Чисті приватні потоки (борг + активи)	193,4	195,6	187,0	164,5	169,2	184,3	257,7	347,5	418,8
Чисті потоки активів	175,8	189,6	179,9	176,6	162,9	184,3	257,7	347,5	418,8
– Чисті надходження прямих іноземних інвестицій	170,0	178,0	166,5	171,0	157,1	160,0	217,8	280,8	324,7
– Чисті надходження портфельних активів	5,8	11,6	13,4	5,6	5,8	24,3	39,9	66,7	94,1
Чисті потоки боргу	53,1	20,0	1,2	14,5	11,3	77,7	128,2	133,2	152,2

Показники	Рік								
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Офіційні кредитори	35,5	14,0	-5,9	26,6	5,0	-12,1	-26,6	-70,7	-75,8
– Світовий банк	8,7	8,8	7,9	7,5	-0,2	-0,8	1,4	2,5	-2,4
– МВФ	14,1	-2,2	-10,7	19,5	14,0	2,4	-14,7	-40,2	-25,1
– Інші	12,7	7,4	-3,1	-0,4	-8,8	-13,7	-13,3	-33,0	-48,3
Приватні кредитори	17,6	6,0	7,1	-12,1	6,3	89,8	154,8	203,9	228,0
Чисті середні та довгострокові потоки боргу	82,9	23,3	13,4	11,6	5,8	34,8	86,4	136,2	156,0
– Облігації	38,8	30,1	20,9	10,3	10,4	24,7	39,8	55,1	49,3
– Банківські кредити	49,4	-5,3	-3,8	7,8	2,3	14,5	50,6	86,0	112,2
– Інші	-5,3	-1,5	-3,7	-6,5	-6,9	-4,4	-4,0	-4,9	-5,5
Чисті короткострокові потоки боргу	-65,3	-17,3	-6,3	-23,7	0,5	55,0	68,4	67,7	72,0

На фоні зростання чистих приватних потоків потоки від офіційних кредиторів мають від'ємне значення. Це пов'язано з тим, що, як відзначалось раніше, цілий ряд країн, що розвиваються, здійснили значні виплати своїм офіційним кредиторам, таким як: МВФ, Світовий банк, Паризький та Лондонський клуби.

В результаті проведеного аналізу можна зробити висновок, що чисті приватні потоки в країнах, що розвиваються, формуються за рахунок чистих потоків активів та чистих потоків боргу. Як видно з рис. 5.12, у чистих приватних потоках протягом аналізованого періоду переважали чисті потоки активів, які формуються як за рахунок чистих надходжень прямих іноземних інвестицій, так і чистих надходжень портфельних активів. Починаючи з 2002 року, поступово зростають і боргові потоки, їх обсяг збільшився у 2006 році у порівнянні з 2002 роком більше ніж у 13,4 раза і склав 152,2 млрд. грн.



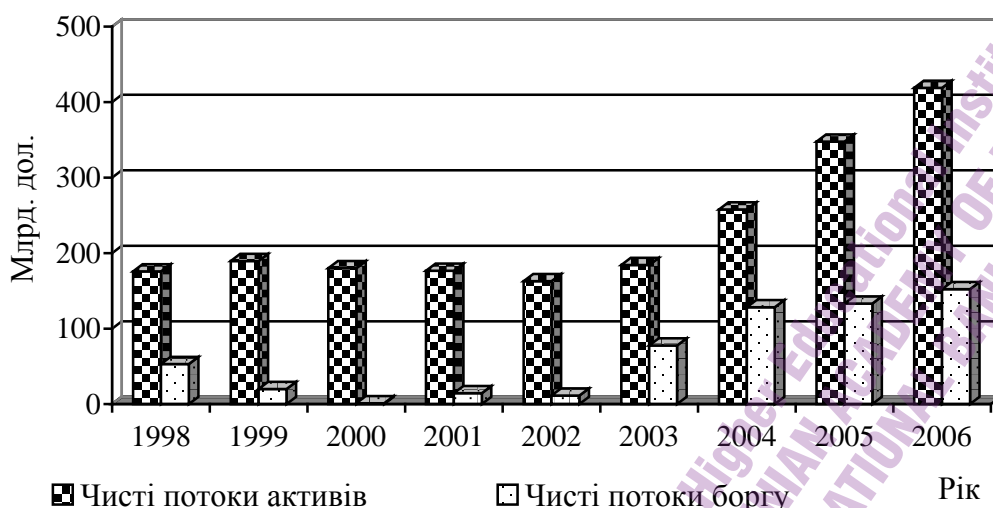


Рис. 5.12. Динаміка чистих приватних потоків у країні, що розвиваються, (за даними МВФ)

Чисті потоки активів складаються із чистих находжень прямих іноземних інвестицій та чистих надходжень портфельних активів. Слід зазначити, що протягом 1998-2006 років у структурі потоків активів суттєво переважали саме прямі іноземні інвестиції. За цей період обсяг надходжень прямих іноземних інвестицій збільшився майже вдвічі і склав у 2006 році 324,7 млрд. дол. Чисті надходження портфельних активів є значно меншими за обсягами і у 2006 році становлять лише 94,1 млрд. дол., або 22,5 %.

Водночас необхідно підкреслити, що за регіональною ознакою чисті потоки прямих іноземних інвестицій є досить нерівномірними, так 27,2 % (88,3 млрд. дол.) від загального обсягу припадає на Східноазіатський та Тихоокеанський регіони, з них 76 млрд. дол. прямих інвестицій спрямовано в Китай, що становить 86 % від обсягу інвестицій у зазначений регіон. Найбільший обсяг прямих іноземних інвестицій в сумі 116,4 млрд. дол. (35,8 % від загального обсягу інвестицій в країні, що розвиваються) – інвестиції в країни Європи та Центральної Азії, зокрема і в Україну (табл. 5.4). Як видно з даних, наведених у таблиці, чисті потоки прямих іноземних інвестицій у регіон Європи та Центральної Азії поступово зростає, протягом 2000-2005 років збільшився майже в 3 рази. Лідерами за обсягами залучення інвестицій є Росія,

Польща та Туреччина. Питома вага інвестицій, отриманих в українську економіку, становить 3,4 % від обсягу інвестицій у регіон.

Таблиця 5.4

Динаміка чистих потоків прямих іноземних інвестицій в країни, що розвиваються в Європі та Центральній Азії, у % (за даними МВФ)

Країни	Рік						
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006*
Європа і Центральна Азія	25,2	25,4	26,4	34,2	62,7	73,2	116,4
– Болгарія	1,0	0,8	0,9	2,1	2,0	2,6	5,0
– Хорватія	1,1	1,3	1,2	2,1	1,2	1,6	2,9
– Угорщина	2,8	3,9	3,0	2,2	4,6	6,4	9,0
– Казахстан	1,3	2,8	2,6	2,1	4,1	1,7	5,0
– Польща	9,3	5,7	4,1	4,6	12,9	9,6	12,6
– Росія	2,7	2,7	3,5	8,0	15,4	15,2	28,0
– Румунія	1,0	1,2	1,1	1,8	5,4	6,6	7,0
– Словацька ре- спубліка	1,9	1,6	4,1	0,6	1,3	1,9	3,0
– Україна	0,6	0,8	0,7	1,4	1,7	7,8	4,0
– Туреччина	1,0	3,3	1,1	1,8	2,7	9,7	19,0

Чисті потоки боргу, починаючи з 2003 року, зростають за рахунок приватних кредиторів, оскільки потоки офіційних кредиторів у цей період мають від'ємне значення. Приватний потік боргу включає в себе облігаційний потік, банківські кредити та інші боргові зобов'язання, що мають середньо- та довгостроковий характер, а також короткострокові потоки боргу (рис. 5.13). Протягом аналізованого періоду суттєве зростання боргових потоків у країни, що розвиваються, відбулося, починаючи з 2003 року. Серед боргових потоків переважають середньо- та довгострокові потоки у вигляді облігаційних позик та банківських кредитів. На фоні того, що у 2006 році обсяг облігаційної позики порівняно з 2005 роком дещо зменшився з 55,1 до 49,3 млрд. дол., обсяг банківського кредитування суттєво зріс з 86 до 112,2 млрд. дол.

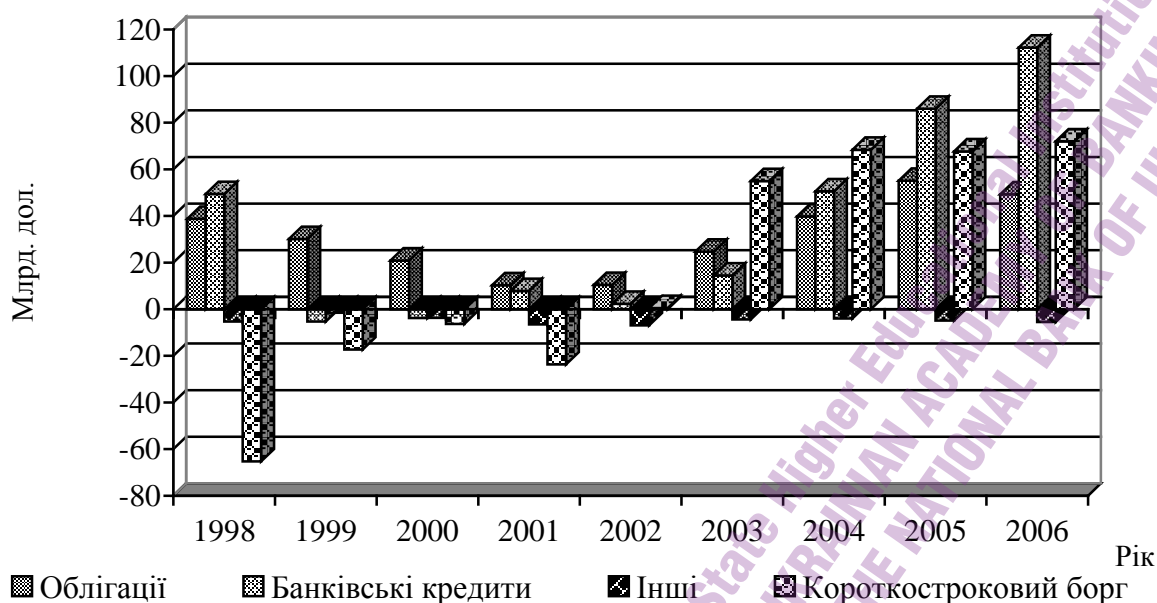


Рис. 5.13. Динаміка боргових потоків у країни, що розвиваються
(за даними МВФ)

Найбільш суттєве зростання банківського кредитування відбулось у 2005 році – обсяг кредитів зріс більше ніж в 6 разів. Слід зазначити, що темпи зростання обсягів банківського кредитування були досить нерівномірними і в останні роки суттєво знизились. У середньому темпи зростання банківського кредитування, починаючи з 2002 року, саме з того періоду, коли почалось стабільне зростання обсягів банківських кредитів у країни, що розвиваються, становлять 162 %. Розподіл потоків банківського кредитування в країни, що розвиваються, досить суттєво відрізняються по регіонах (рис. 5.14). За даними МВФ найбільша частка банківських позик надані в країни Європи та Центральної Азії – більше половини від всього обсягу. Слід зазначити, що на частку країн Східної Азії та Тихоокеанського регіону випадає лише 14,3 % кредитів, хоча саме країни цього регіону, зокрема Китай, є лідерами за темпами економічного зростання і, очевидно, саме в цих регіонах є суттєва проблема в залученні іноземного капіталу, зокрема і банківських кредитів. Наряду з цим необхідно зазначити, що саме Китай отримав одні з найбільших за обсягом банківські позики. Так за даними Світового банку в 2006 році найбільшу позику серед країн, що розвиваються, отримав індустріальний комер-

ційний банк Китаю в сумі 12,1 млрд. дол., та другу за обсягом позику в розмірі 8,9 млрд. дол. отримав Банк Китаю. Зазначені позики були отримані при посередництві Гонконгської фондової біржі.

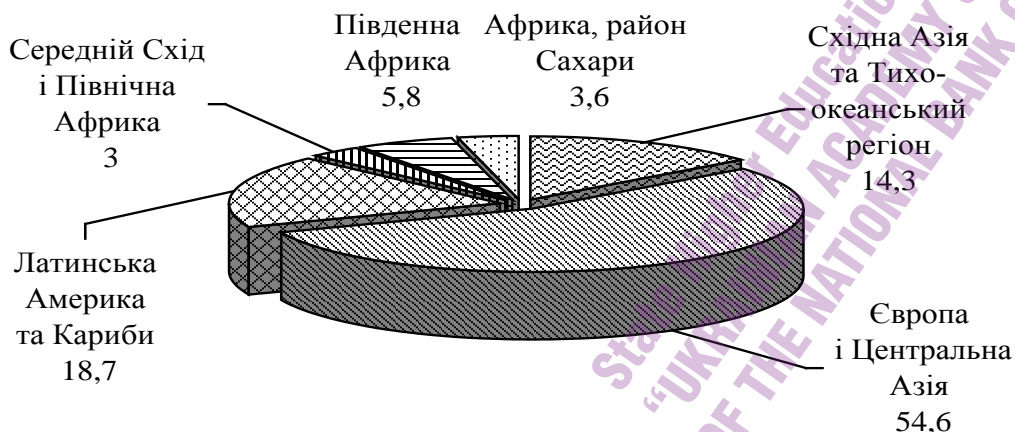


Рис. 5.14. Структура валових банківських позик у країни, що розвиваються, за регіонами в 2006 році, % (за даними МВФ)

Звертає на себе увагу той факт, що Гонконгська біржа за даними Всесвітньої федерації фондових бірж у січні 2007 року за показником ринкової капіталізації ввійшла до десятки найбільших фондових бірж світу, маючи капіталізацію 1,71 трлн. дол., і посіла 6 місце після таких фондових бірж, як Нью-Йоркська (15,4 трлн. дол.), Токійська (4,6 трлн. дол.), NASDAQ (3,9 трлн. дол.), Лондонська (3,8 трлн. дол.) та фондова біржа Euronext з обсягом ринкової капіталізації 3,7 трлн. дол.

В результаті проведеного дослідження можна зробити висновок, що найбільші за обсягом банківські кредити, що були надані в країни, що розвиваються, були спрямовані у банківський сектор та нерухомість – китайські компанії, нафтогазовий сектор – компанії Росії та Казахстану, телекомунікації та виробництво – компанії Росії. Наряду з Китаєм найбільшим позичальником банківських кредитів є також і Росія.

Таким чином, фінансовий ринок країн, що розвиваються, на сучасному етапі може бути охарактеризований як ринок, що має досить високі темпи розвитку та потребує з року в рік все більшого обсягу надходжень фінансо-

вих потоків. У регіональному розрізі ринок є досить нерівномірним, спостерігається суттєве переважання ринку країн Східної Азії, та Тихоокеанського регіону та ринку Європи та Центральної Азії. Суттєва роль східноазійського ринку перш за все визначається темпами розвитку Китаю, в регіоні Європи та Центральної Азії лідерами з формування фінансових потоків є перш за все Росія. Але динаміка показників фінансових потоків, що формуються в Україні, свідчить про те, що фінансовий ринок країни розвивається досить інтенсивно і відповідно вимагає удосконалення системи управління зростаючими фінансовими активами країни.

5.3. Теоретичне обґрунтування позиції фінансового ринку України в системі «граничних» ринків

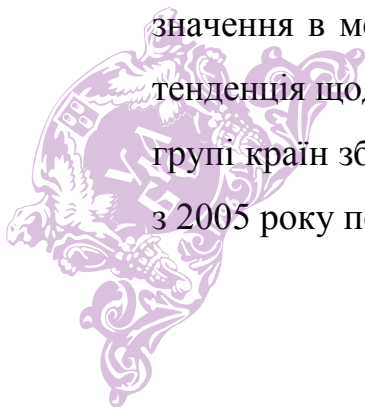
На сучасному етапі розвитку економіки України створення та ефективне функціонування фінансового ринку, здатного забезпечувати фінансовими ресурсами суб'єктів господарювання країни, є однією з передумов забезпечення тривалого економічного зростання. Розвиток фінансового ринку є важливим компонентом ринкових перетворень, що відбуваються в країні. Україна на сьогодні є учасницею глобалізаційних процесів, що відбуваються у світовій економіці. Розвиток глобалізаційних процесів у світі оцінюється відповідним індексом глобалізації країн, що щорічно публікується журналом "Foreign Policy". Зазначений показник відображає розвиток політичної, економічної, персональної та технологічної глобалізації в 62 країнах світу, на які випадає 96 % світового ВВП та 84 % населення. Розрахунок даного індексу базується на 14 групах показників, які формують чотири блоки – показники економічної інтеграції, показники персональних контактів, показники технологізації та показники участі в міжнародній політиці. Показники економічної інтеграції включають в себе обсяг міжнародної торгівлі, прями іноземні та

портфельні інвестиції, міжнародні платежі, обсяг кредитів в економіку країни в іноземній валюті та інші. Показники персональних контактів включають показники міжнародного туризму, міжнародних телефонних переговорів, поштові відправлення, перекази тощо. Показники технологізації – кількість користувачів Інтернету, інтернет-серверів. Показники, що характеризують участь у міжнародній політиці, – це кількість посольств, участь у міжнародних організаціях.

За результатами 2004 року найвищий рейтинг глобалізації мають Ірландія, Сінгапур та Швейцарія. Ірландія є найглобалізованішою країною світу за період 2002-2004 років. Україна посідає 43-тє місце та є останньою з усіх країн Центральної та Східної Європи. Дана позиція обумовлена перш за все відставанням у телекомунікаційному секторі, політичною нестабільністю, високим рівнем корупції. Лідером серед країн Центральної та Східної Європи є Чехія, вона має 14 позицію. Оцінюючи рівень розвитку фінансового ринку України, необхідно враховувати його вплив на рівень фінансової глобалізації України.

Як зазначалось раніше, фінансовий ринок повинен ефективно перетворювати заощадження на інвестиції. В середньому в світовій економіці динаміка заощаджень є досить стабільною і суттєво не коливається, а знаходиться в межах від 20,4 до 22,8 %. Рівень заощаджень у країнах з розвинутою економікою є дещо нижчим порівняно із середньосвітовими показниками. Протягом 2000-2002 року частка заощаджень у ВВП поступово скорочувалась, але з 2003 року відзначається стабільне зростання показника щорічно.

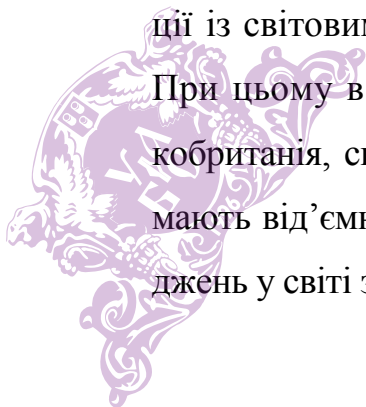
Слід зазначити, що США мають найнижчий рівень заощаджень по регіонах світової економіки. Частка заощаджень щодо ВВП у даній країні має значення в межах від 13,4 до 18,0 %, при цьому спостерігається протилежна тенденція щодо показника по економічно розвинутих країнах в цілому, якщо в групі країн збільшення заощаджень починається з 2003 року, то в США лише з 2005 року починає формуватись така ж тенденція.



Найвищий рівень заощаджень спостерігається в країнах Близького Сходу, де починаючи з 2002 року, частка заощаджень у ВВП в динаміці суттєво зростає, що пов'язано перш за все із динамікою цін на нафту, оскільки саме в країнах цього регіону знаходяться найбільші поклади нафти в світі. Крім того, стрімке зростання зазначеного показника відбувається і в регіоні Азії серед країн, що розвиваються. Якщо розглянути зазначений показник по економічно розвинутих країнах, то він є досить стабільним і суттєвих коливань не має. Динаміка коефіцієнтів валового заощадження за секторами економіки країн "Групи-7" має різну тенденцію. Так, якщо приватний сектор та сектор домогосподарств поступово скорочує обсяги заощаджень, то корпорації на сучасному етапі їх нарощують, що ще раз підтверджує висновки, зроблені вище.

Між різними регіонами та загальносвітовою тенденцією існують і різні зв'язки за показником частки заощаджень у відсотках до ВВП відповідного регіону чи країни. Розраховані нами значення коефіцієнта кореляції, що подані в додатку III, свідчать про те, що за період з 2000 по 2006 рік взаємозв'язки між обсягами заощаджень по різних регіонах мали різний рівень залежності від максимального, тобто на рівні функціонального зв'язку, до оберненого.

Тобто повністю протилежної тенденції щодо окремого регіону чи світової економіки в цілому. Якщо розглянути взаємозв'язок динаміки світового заощадження та різних регіонів, то маємо, що за аналізований період максимальний взаємозв'язок простежувався з показниками Канади – 0,981, тобто взаємозв'язок з даною країною можна оцінювати як функціональний. У США показник заощаджень у відсотках до ВВП має досить слабкий рівень кореляції із світовим показником і є одним із найнижчих показників по регіонах. При цьому в економічно розвинутих країнах, таких як: Франція, Італія, Великобританія, спостерігається обернений зв'язок, оскільки коефіцієнти кореляції мають від'ємні значення, тобто це означає, що із зростанням показника заощаджень у світі зазначений показник у цих країнах навпаки зменшується.



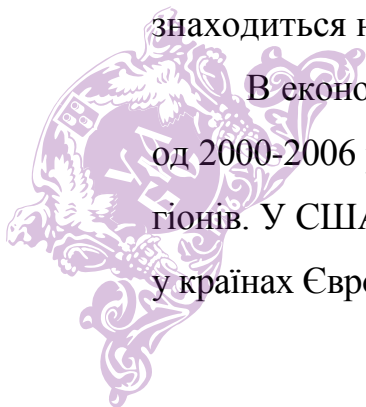
Провівши розрахунки показників кореляції по країнах Центральної та Східної Європи та країн СНД, до яких належить Україна, щодо інших регіонів, можна відзначити, що найбільший рівень зв'язку, майже функціональний країни СНД мають щодо Японії та всього світу. З майже всіма іншими регіонами у зазначених країн є пряма кореляція, лише з Італією та Великобританією маємо обернений характер зв'язків. На відміну від цих країн, в Україні спостерігається найбільш тісний зв'язок саме з Італією, коефіцієнти кореляції зміни заощаджень в Україні та Італії мають майже функціональний зв'язок. Слід також зазначити, що високий рівень зв'язку заощаджень в Україні спостерігається з країнами Єврозони – 0,711.

Наряду з показниками заощаджень нами були проаналізовані показники інвестицій, оскільки вони створюють основу подальшого розширеного відтворення.

Слід зазначити, що в даному випадку рівень взаємозв'язків між регіонами досить суттєво відрізняється від показників по заощадженнях у різних країнах і регіонах (додаток Щ). Як свідчать результати проведених розрахунків, у країнах з розвинутою економікою рівень взаємозв'язку із загальносвітними показниками є досить сильним – 0,858, а рівень взаємозв'язку із США можна розглядати як функціональний.

В цілому найвищий рівень інвестицій щодо валового внутрішнього продукту спостерігається в країнах Азії, що розвиваються, значення даного показника вище 30 % і протягом 2000-2006 років зростає з 30,3 до 39,2 %. Певною мірою це свідчить про те, що в цих країнах відбувається досить швидкими темпами розширене відтворення. Крім того, значний рівень показник інвестицій щодо ВВП має регіон нових індустріальних країн світу, він знаходиться на рівні близько 30 %.

В економічно розвинутих країнах рівень інвестицій у середньому за період 2000-2006 років склав 21,74 %, тобто значно нижчий від вищезазначених регіонів. У США рівень показника обсяг інвестицій щодо ВВП дещо нижчий, ніж у країнах Єврозони, відповідно 19,57 та 20,77 %.



У країнах Центральної та Східної Європи зазначений показник дещо вищий від економічно розвинених країн і в середньому становить 23,6 %. Країни Співдружності Незалежних Держав мають значення на рівні 20,3 %. В Україні середнє значення даного показника знаходиться на рівні 24,4 %. Стосовно показника по країнах СНД, то на відміну від попереднього аналізу, рівень зв'язку є оберненим, хоча при цьому по заощадженнях спостерігався сильний зв'язок.

В процесі дослідження було визначено, що для сучасного стану фінансової глобалізації характерним є постійне здійснення угод із злиття та поглинання компаній. У країнах Центральної та Східної Європи на сучасному етапі спостерігається та ж сама тенденція, що і в країнах Західної Європи та Великобританії, в яких у 2006 році було зафіксовано максимальну кількість угод злиття та поглинання підприємств (табл. 5.5).

Таблиця 5.5

**Показники розвитку ринку злиття та поглинання в країнах
Центральної та Східної Європи
(за даними компанії PriceWaterhouseCoopers)**

Категорії	Країни
Три країни лідера по кількості угод	Росія, Польща, Чехія
Три країни лідера по вартості угод	Росія, Чехія, Польща
Три країни лідера по збільшенню обсягу угод	Україна, Росія, Словаччина
Три країни лідера по збільшенню вартості угод	Хорватія, Угорщина, Росія
Три найбільш активних іноземних інвестора в регіоні	Великобританія, Німеччина, США
Середня вартість угод вартістю менше 100 млн. дол..	20 млн. дол..
Частка угод вартістю менше 100 млн. дол..	82 %
Середня вартість угод вартістю більше 100 млн. дол..	505 млн. дол..
Частка угод вартістю більше 100 млн. дол..	18 %

Обсяг ринку зріс практично в 2 рази порівняно з 2005 роком і в 3 рази порівняно з 2004 роком. Тобто в країнах Центральної та Східної Європи

спостерігається висока інвестиційна активність. Найбільший за обсягом ринок являє собою Росія, в якій у 2006 році зафіксовано угод на суму 111 млрд. дол. США. Але найвищий рівень інвестиційної активності спостерігався в Україні та Сербії.

Як бачимо, в трійках лідерів за основними параметрами ринку знаходиться Росія, вона займає перше місце у двох категоріях, а саме – за кількістю укладених угод та за їх вартістю. За темпами зростання обсягу угод вона знаходиться на другому місці після України, а за темпами зростання вартості угод – на третьому місці.

Обсяг ринку злиття та поглинання компаній у регіоні Центральної та Східної Європи подано на рис. 5.15.

На даному рисунку автором не подано Росію, оскільки вартість угод, укладених у цій країні, значно перевищує обсяги угод, укладених у всіх наведених країнах разом взятих.

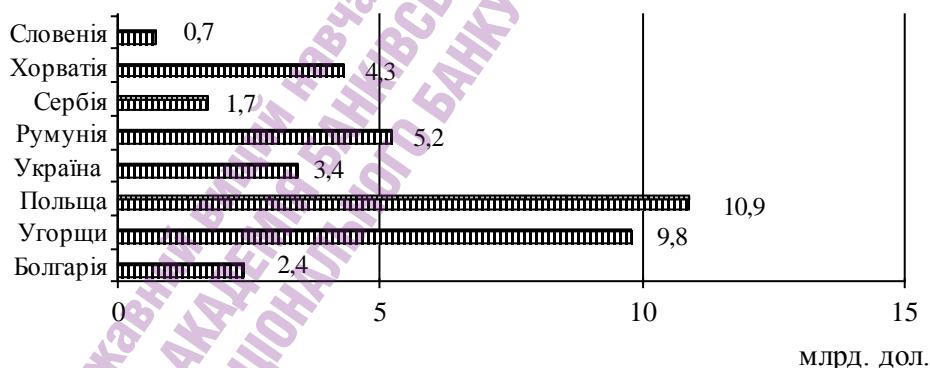


Рис. 5.15. Обсяг ринку злиття та поглинання в країнах Центральної та Східної Європи (за даними компанії PriceWaterhouseCoopers)

Слід зазначити, що структура секторів економіки, які викликають інтерес з точки зору злиття та поглинання, на території Центральної та Східної Європи залишається аналогічною попереднім періодам. Лідерами залишаються підприємства промислового сектора, їх питома вага становить у 2006 році майже 20 % (рис. 5.16), у 2005 році – 21 %. Досить привабливим є сек-

тор фінансових послуг – 16 % від загальної кількості угод, і порівняно з 2005 роком цей показник зріс на 3 %. Також для інвесторів є привабливими харчова промисловість і підприємства нафтогазового та енергетичного комплексу. Тобто на ці чотири сектори випадає 54 % всіх угод. Але з точки зору темпів приросту обсягу угод, то в 2006 році найвищі показники були зафіксовані в будівельному та транспортному секторах.

В процесі дослідження встановлено, що майже три четверті угод – 397, укладених у секторі фінансових послуг в країнах Центральної та Східної Європи, у 2006 році було здійснено в чотирьох країнах – Росії, Україні, Сербії та Болгарії, відповідно кількість цих угод становила – 225, 42, 16, 11. У Росії та України є ряд загальних рис з погляду злиття та поглинання, що здійснюється у секторі фінансових послуг: по-перше, за останній період іноземні банки демонстрували значний інтерес до ринку роздрібно-банківського обслуговування.

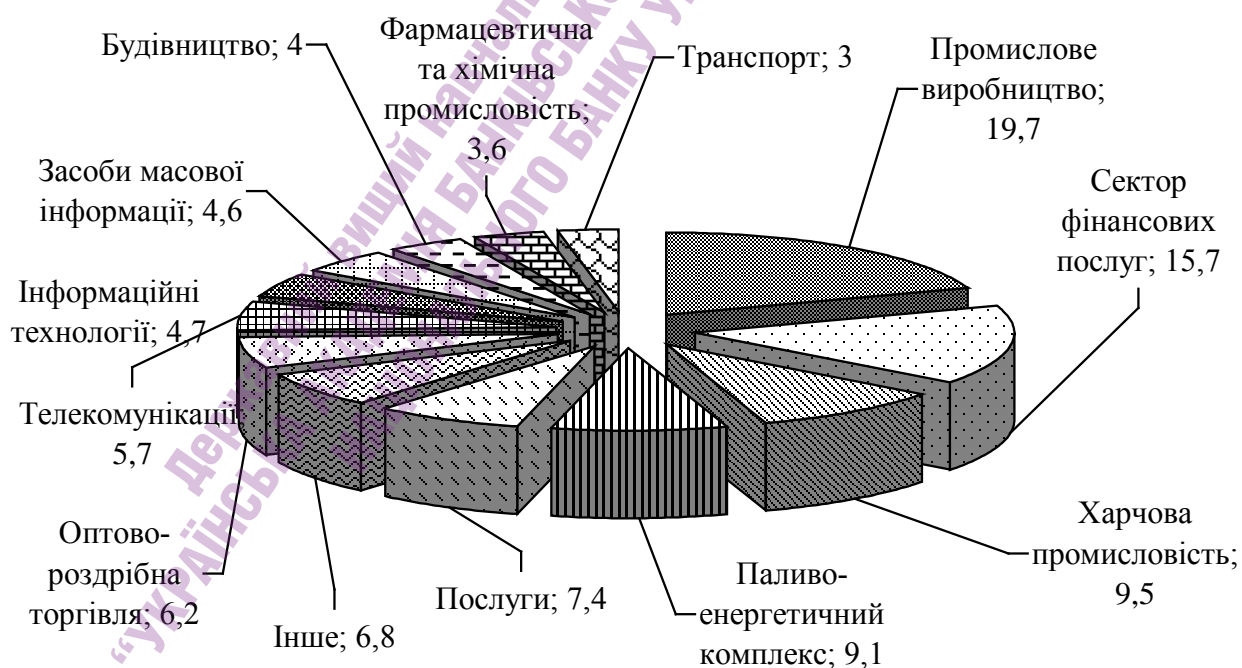


Рис. 5.16. Галузева структура в загальному обсязі угод злиття та поглинання в країнах Центральної та Східної Європи у 2006 році, % (за даними компанії PriceWaterhouseCoopers).



Цей інтерес призвів до ряду значних поглинань, здійснених великими європейськими банками. По-друге, фрагментарний характер ринку з низьким охопленням клієнтської бази банківськими послугами на фоні значної кількості населення, а також зростаючі доходи населення стали додатковими мотивами для здійснення інвестицій у цьому регіоні. По-третє, інші сегменти ринку залишаються значно менш привабливими для іноземних компаній.

Одна істотна різниця між Росією й Україною полягає в тому, що в Росії виникла нова тенденція: російські банки почали розширювати свою діяльність на закордонних ринках шляхом поглинання декількох банків середньої величини в країнах СНД. Очікується, що зростання кількості угод у секторі фінансових послуг збережеться й в 2007 році, а основний обсяг угод зміститься в сегмент банків середньої величини.

Слід зазначити, що тенденція у структурі угод з поглинання та злиття, що характерна для країн Центральної та Східної Європи, простежується і в Україні з єдиною різницею, що на першому місці в Україні за кількістю угод знаходиться не промисловий сектор, а сектор фінансових послуг (рис. 5.17).

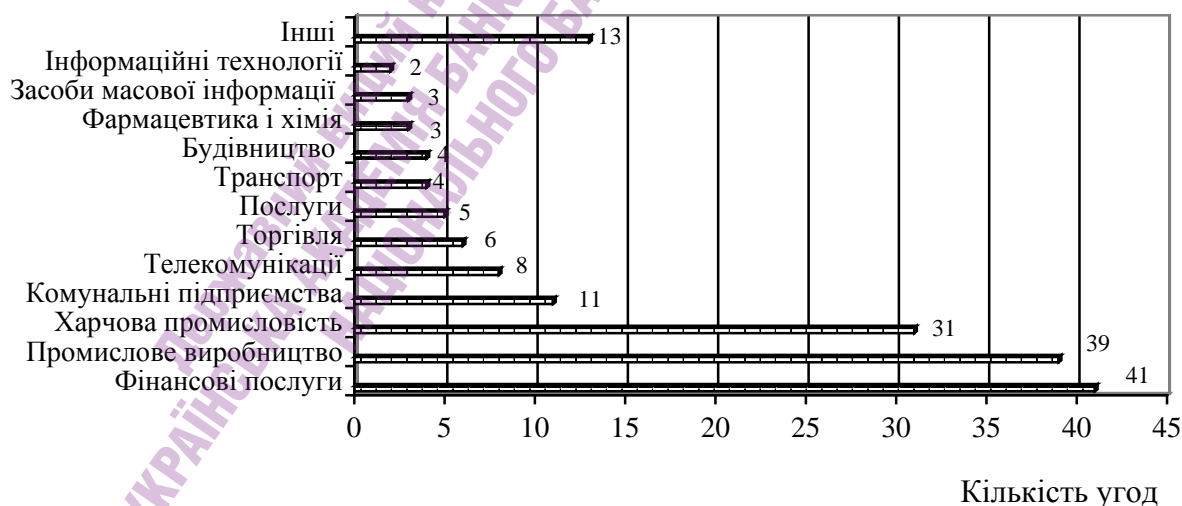


Рис. 5.17. Кількість угод за різними секторами економіки в Україні за 2006 рік (за даними компанії PriceWaterhouseCoopers).

Саме у сфері фінансових послуг спостерігається в 2006 році і найбільший обсяг угод – 1,7 млрд. дол. США. На другому місці і за кількіс-

ттю угод, і за обсягом посіли підприємства промислового сектора, зокрема металургії, оскільки продовжується будівництво технологічних ланцюгів та вертикальна інтеграція серед українських промислових груп.

Незначна концентрація та продовження процесу вертикальної інтеграції в секторі харчової промисловості сприяють інвестиційній активності. У 2006 році найбільшою угодою в цьому секторі стало придбання ТОВ «Кернер-Трейд» свого найближчого конкурента компанії «Євротек», до складу якої входять олійно-екстрактні заводи та об'єкти для зберігання та обробки зерна.

У сфері фінансових послуг в Україні було укладено і найбільші за обсягами угоди, а саме – придбання OTP Bank Райфайзен Банк Україна в 2006 році було найбільшою за вартістю угодою (табл. 5.6).

Таблиця 5.6

Найбільші за обсягами угод в Україні на ринку злиття та поглинання в 2006 році (за даними компанії PriceWaterhouseCoopers)

Інвестор	Країна інвестора	Об'єкт поглинання	Сектор	Розмір пакету акцій, %	Вартість угоди, млн. дол. США
OTP Bank	Угорщина	Райфайзенбанк Україна	Фінансові послуги	100	860
BNP Paribas	Франція	Укрсіббанк	Фінансові послуги	51	360
Credit Agricole	Франція	Індекс банк	Фінансові послуги	89	260
Інтерпайп	Україна	Дніпрспецсталь	Промислове виробництво	42	220
Група «Приват»	Україна	НПК «Галичина»	Енергетика	41	165
СКМ	Україна	Оптіма-Телеком	Телекомунікації	100	120
A.S. Watson	Гонконг	ДЦ Україна	Торгівля	65	110
Erste Bank	Австрія	Банк «Престиж»	Фінансові послуги	100	104
Сбербанк	Росія	НРБ Україна	Фінансові послуги	100	100
Kernel-Trade Ltd.	Україна	Євротек	Харчова промисловість	Контроль	100

Враховуючи особливості розвитку процесів злиття та поглинання в розвинутих країнах та в країнах з ринком, що знаходиться на стадії формуван-

ня, можна стверджувати, що в Україні в стратегічному періоді продовжуватимуться операції злиття та поглинання, особливо у фінансовому секторі, але дещо зміняться акценти в бік банківських установ із середнім рівнем активів. Слід зазначити, що інвестори при цьому можуть отримати проблеми низького рівня прозорості об'єктів, невисокої якості кредитних портфелів та наявності податкових схем. Підприємства промислового сектора економіки України, особливо металургії, будуть цікаві інвесторам з точки зору отримання доступу до динамічного внутрішнього ринку та як стратегічна площадка для виходу на інші ринки з дешевою робочою силою та достатньою і не досить дорогою сировиною.

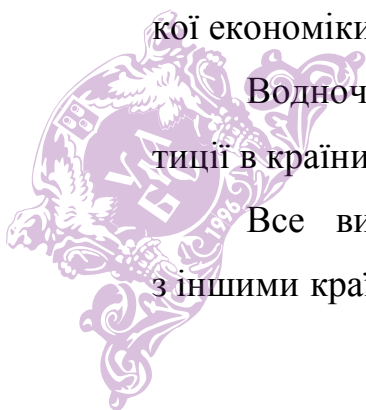
Сектор харчової промисловості та ринку напоїв на сучасному етапі розвитку в Україні є недостатньо сконцентрованим і тому в найближчі роки матиме досить високий рівень інвестиційної привабливості. Якщо буде знято моніторинг на продаж земель сільськогосподарського призначення, то молокопереробний та м'ясопереробний сектори, які на сьогодні вже мають достатньо високий рівень концентрації, матиме досить високий рівень інвестиційної активності.

Тобто в результаті проведеного дослідження можна стверджувати, що в цілому в Україні протягом найближчого часу спостерігатиметься досить високий рівень активності як серед вітчизняних, так і серед зарубіжних інвесторів до підприємств сфери фінансових послуг, промисловості та харчової промисловості. Все це сприятиме розвитку фінансового ринку України протягом найближчого часу і, водночас, вимагатиме більш високого рівня інфраструктури фінансового ринку та посилення регулюючого фактора з боку держави.

Основними інвесторами, що здійснюють інвестиції в сектори української економіки, є Росія, Польща та Кіпр (рис. 5.18).

Водночас українські інвестори в основному спрямовують свої інвестиції в країни близького зарубіжжя – Росію, Вірменію, Литву та Латвію.

Все вищезазначене є підтвердженням того, що Україна наряду з іншими країнами Центральної та Східної Європи, а також з іншими країна-



ми різних регіонів світу, що знаходяться на стадії формування своїх фінансових ринків, поступово залучаються, і останнім часом все більш інтенсивно, до процесів глобалізації в цілому та фінансової глобалізації зокрема.

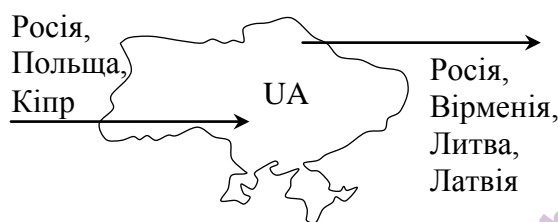


Рис. 5.18. Напрямки руху інвестицій в Україну та з України

Важливим показником розвитку фінансового ринку країни є показник ринкової капіталізації. Проведений нами вище аналіз дозволив зробити висновок, що акції є переважаючим активом як за обсягом емісії, так і за обсягами торгів. Слід зазначити, що український ринок за класифікацією Standard & Poor's належить до "граничних ринків". Згідно з класифікацією Standard & Poor's ринки акцій країн, що розвиваються, поділяються на "ринки, що розвиваються" та "граничні ринки" (frontier markets). Термін "ринок, що розвивається" означає ринок акцій на перехідній стадії розвитку, який відзначається зростанням, підвищенням рівнем активності та ускладненням інфраструктури і відповідає хоча б одному з двох критеріїв, а саме – по-перше, функціонує в країні з низьким або середнім рівнем доходів відповідно до класифікації Світового банку, по-друге, реальна капіталізація, в яку можна інвестувати, є незначною порівняно з поточним ВВП країни.

До "граничних ринків" відносять ринки, що є занадто малими та неліквідними, щоб віднести їх до категорії ринків, що розвиваються, або найменш розвинуті з ринків, що розвиваються. До Frontier-індексу S&P входять 20 ринків, сумарна капіталізація яких складає всього 32 млрд. дол., тобто менше 1% від загальної суми капіталізації світового ринку, – Хорватія, Естонія, Латвія, Литва, Румунія, Словенія, Україна, Болгарія (табл. 5.7).

Таблиця 5.7

**Динаміка показників ринкової капіталізації країн, що відносять до «граничних ринків»
(за даними ДКЦПФР)**

Країна	Ринкова капіталізація, млн. \$							Темп приросту капіталізації, %					
	Рік							Рік					
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Україна	1841,7	1364,9	3199,4	4302,9	11778,4	24975,6	42869,7	-25,9	134,4	34,5	173,7	112,0	71,6
Румунія	1030,1	2124	4561,5	5877,9	11786	20587,9	32784,3	106,2	114,8	28,9	100,5	74,7	59,2
Хорватія	2568,4	3318,6	3975,6	6481	10958,6	12918	29005,6	29,2	19,8	63,0	69,1	17,9	124,5
Словенія	2226	2839,3	4606,3	5492,5	9676,8	7898,9	15181,7	27,6	62,2	19,2	76,2	-18,4	92,2
Болгарія	593,4	504,8	733,3	1755,1	2804	5085,6	10325	-14,9	45,3	139,3	59,8	81,4	103,0
Литва	1614,2	1199,4	1462,6	3510,2	6462,8	8182,8	10190,6	-25,7	21,9	140,0	84,1	26,6	24,5
Естонія	1739,4	1482,6	2429,9	3790,4	6202,6	3495,1	5963,3	-14,8	63,9	56,0	63,6	-43,7	70,6
Словаччина					4410,2	4392,7	5574	X	X	X	X	-0,4	26,9
Латвія	352,7	697	714,5	1140,8	1655	2527,2	2704,9	97,6	2,5	59,7	45,1	52,7	7,0

До країн, в яких ринки згідно з класифікацією S&P розглядаються як ринки, що розвиваються, відносять такі країни: Бразилія, Китай, Чехія, Угорщина, Ізраїль, Польща, Росія, Туреччина. Як видно з розрахованих даних, що наведені в таблиці 5.7, Україна серед країн, що входять до списку граничних ринків, посідає перше місце за обсягом ринкової капіталізації, її значення протягом 2000-2006 років зросло в 23 рази.

Слід зазначити, що темпи приросту показників ринкової капіталізації є нестабільними та мають нестійку тенденцію і не тільки в Україні, а і в інших країнах. Так в 2001 році темп приросту був від'ємним, тобто порівняно з 2000 роком ринкова капіталізація зменшилась. Потім відбувалось зростання в 2002, 2004 та 2005 роках більше ніж у 2 рази. Для того, щоб більш очевидним був розмір ринкової капіталізації України, розглянемо та порівняємо дані, наведені в додатку Ю. Як бачимо, обсяг загальної ринкової капіталізації українського ринку в 10 разів менше обсягу ринкової капіталізації найдорожчої корпорації світу – Exxon Mobil Corporation (США) – 455 млрд. дол. США. Серед 20 найдорожчих корпорацій переважають корпорації США, їх частка від загального обсягу ринкової капіталізації світового ринку становить 10 % .

Проведений нами кореляційний аналіз результати якого подані в таблиці 5.8 свідчить про правильність обраних країн для аналізу, оскільки в більшості випадків показник ринкової капіталізації України має високий рівень кореляційної залежності.

Водночас навмисне введений в розрахунок показник по США підтверджує, що порівнювати показники обраних країн із лідером міжнародного фінансового ринку є абсолютно не доцільним, оскільки практично у всіх випадках ми маємо коефіцієнт кореляції на рівні 0,5 і нижче, що свідчить про наявність несуттєвого зв'язку в поведінці показників.



Кореляція показників ринкової капіталізації країн з «граничним ринком» за період 2000 – 2005 роки

	Україна	Румунія	Хорватія	Словенія	Болгарія	Литва	Естонія	Латвія	США
Україна	1	0,988	0,927	0,743	0,984	0,943	0,482	0,962	0,438
Румунія		1,000	0,962	0,821	0,987	0,962	0,577	0,987	0,404
Хорватія			1,000	0,927	0,958	0,992	0,765	0,978	0,546
Словенія				1,000	0,788	0,889	0,928	0,850	0,463
Болгарія					1,000	0,972	0,567	0,979	0,501
Литва						1,000	0,729	0,729	0,610
Естонія							1,000	0,629	0,542
Латвія								1,000	0,451
США									1,000

Ринкова капіталізація – це показник абсолютний. Для більш об’єктивної характеристики стану ринку нами проаналізовано відносні показники. Таким показником може бути відношення ринкової капіталізації до обсягу ВВП (рис. 5.19).

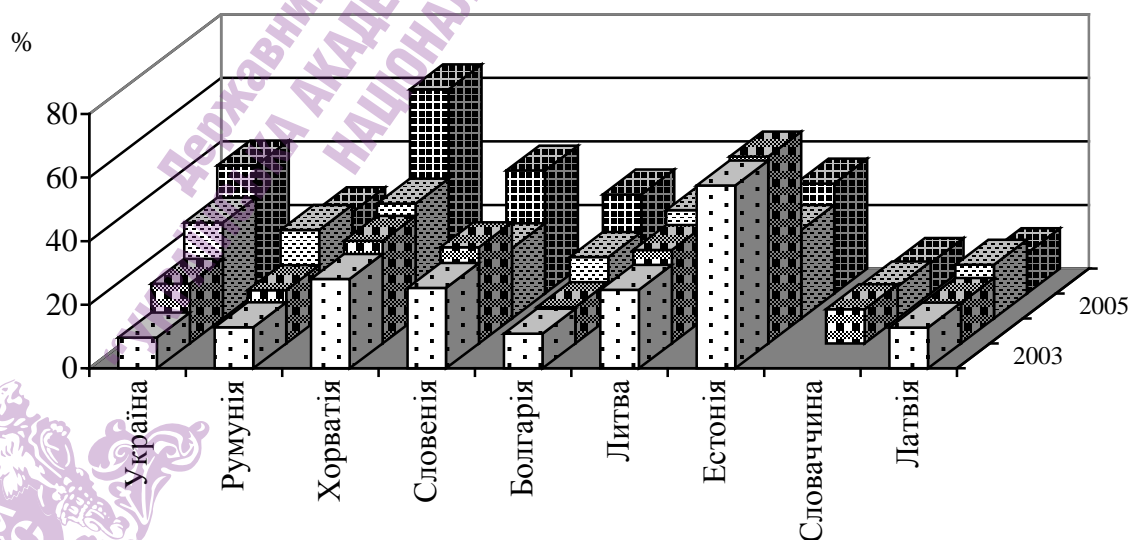


Рис. 5.19. Динаміка показника відношення капіталізації до ВВП серед країн групи «граничних ринків», % (за даними ДКЦПФР)

Як бачимо, в Україні зазначений показник має стійку тенденцію до зростання, якщо в 2003 році він становив лише 9,7 %, то в 2006 році – 40,27 %.

Слід зазначити, що в Україні спостерігається найбільш рівномірний темп зростання аналізованого показника, що відповідно має своє відображення і в рейтингу країн (табл. 5.9). Отже, за період 2003-2006 років рейтинг України суттєво підвищився, з восьмого місця на друге.

Таблиця 5.9

Рейтинг країн «граничного ринку» за показником відношення ринкової капіталізації до ВВП, % (за даними ДКЦПФР)

2003 р.		2004 р.		2005 р.		2006 р.	
№ країни	%	№ країни	%	№ країни	%	№ країни	%
1. Естонія	57,5	1. Естонія	58,8	1.Хорватія	36,1	1.Хорватія	64,2
2. Хорватія	28,1	2. Хорватія	32,2	2.Литва	34,1	2.Україна	40,27
3. Словенія	25,3	3. Словенія	30,2	3.Україна	30,1	3.Словенія	38,5
4. Литва	24,7	4. Литва	29,4	4.Румунія	27,9	4.Естонія	34,5
5. Румунія	12,9	5. Україна	18,8	5.Естонія	27,8	5.Литва	32,1
6. Латвія	12,8	6. Румунія	16,7	6.Словенія	22,1	6.Болгарія	31,2
7. Болгарія	10,9	7. Латвія	12,7	7.Болгарія	19,3	7.Румунія	25,8
8. Україна	9,7	8. Болгарія	11,4	8.Латвія	16,9	8.Латвія	12,5
9. Словаччина		9. Словаччина	10,8	9.Словаччина	10,1	9.Словаччина	9,8

Першу позицію у списку в 2003-2004 роках займала Естонія, а в 2005-2006 роках – Хорватія, аналізований показник в якій становив 36,1 та 64,2 % відповідно. Україна у 2006 році на 23,9 % відстає від лідера.

Аналіз 50 країн світу, що розвиваються, проведений автором, за темпами зростання національного фондового ринку, за рівнем ризику країни та за обсягами валютних резервів показав, що за рівнем зростання національного фондового ринку за період з 2004 по 2006 рік Україна посіла перше місце (табл. 5.10). При цьому позитивним явищем є те, що у рейтингу країн за рівнем ризику серед проаналізованих країн Україна знаходиться на 34 місці.

Слід зазначити, що наряду з високими темпами розвитку фондового ринку та порівняно невисоким рівнем ризику серед проаналізованих країн протягом 1997-2005 років було суттєво накопичено валютні резерви, які становлять 18,9 % від обсягу ВВП країни.

Таблиця 5.10

Рейтинг індикаторів розвитку країн, що розвиваються

(¹ За даними Bloomberg, ² Міжнародний індикатор ризику країн)

Темп росту національного фондового ринку (2004 – 2006 рр.) ¹		Рейтинг країн за рівнем ризику ² (2000 – 2006 рр.)		Валютні резерви (1997 – 2005 рр.)	
Країни	%	Країни	%	Країни	Зміни у % до ВВП
Україна	87,7	Чилі	78,6	Екваторіальна Гвінея	64,1
Єгипет	84,3	Малайзія	77,9	Алжир	38,1
Колумбія	65,0	Тринідад і Тобаго	76,9	Малайзія	33,3
Румунія	58,3	Китай	76,1	Ємен	27,3
Ліван	51,7	Латвія	75,8	Боснія і Герцеговина	24,8
Росія	50,8	Польща	75,3	Соломонові острови	24,0
Венесуела	48,5	Угорщина	75,1	Китай	22,1
Йорданія	45,6	Естонія	75,0	Тринідад і Тобаго	20,1
Аргентина	43,5	Литва	74,7	Росія	19,9
Мексика	42,5	Словацька республіка	74,5	Марокко	19,1
Індонезія	40,6	Росія	73,7	Україна	18,9
Угорщина	40,5	Мексика	73,5	Словацька республіка	17,0
Болгарія	40,4	Таїланд	73,5	Гондурас	16,7
Естонія	38,8	Хорватія	73,4	Ліван	15,2
Перу	36,6	Марокко	73,4	Македонія	14,4

Як видно на рис. 5.20, серед обраних країн Україна наряду з Єгиптом мають досить високі темпи розвитку фондового ринку на фоні порівняно невисокого рівня ризику країни. Відповідно це дозволяє розраховувати на можливість зростання обсягу потоків іноземного капіталу. Наряду з тим ряд

країн, що включені до групи країн “граничного ринку”, мають значно нижчі темпи зростання фондового ринку на фоні більш сильного ризику країн, зокрема Литва, Естонія, Хорватія.

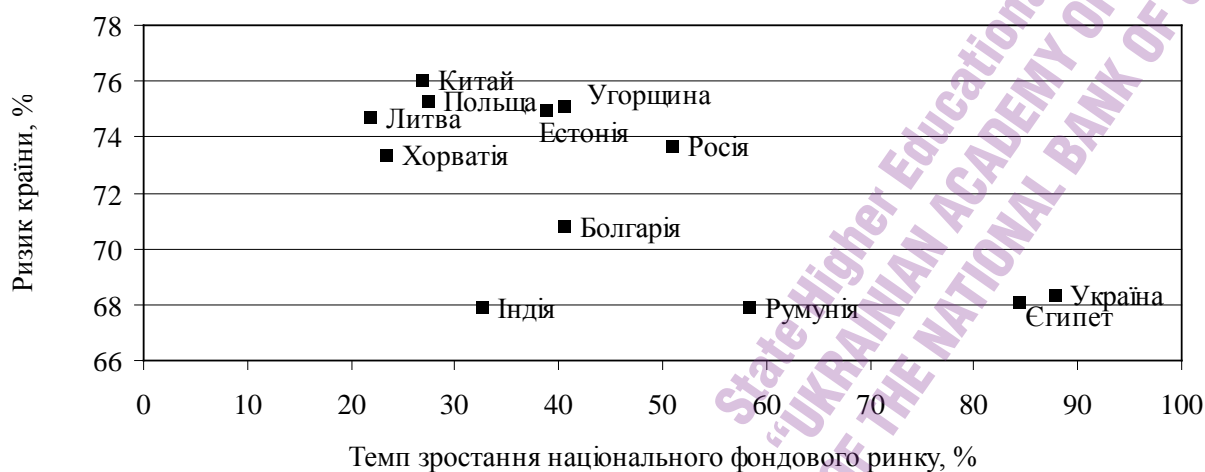


Рис. 5.20. Взаємозв'язок показників ризику країн та темпів зростання національного фондового ринку

Останніми роками в Україні значно зросла роль рейтингових агентств, які у світовій економіці вже давно посіли важливе місце у структурі фінансового ринку. Ні Україна в цілому, ні будь-який її суб'єкт економічної діяльності, будь то регіональна адміністрація, банк або промислове підприємство не матимуть можливості одержати міжнародні кредити до того часу, поки одне з провідних рейтингових агентств не оцінить їх діяльність.

Одним з важливих положень великих іноземних інвестиційних компаній, пенсійних і страхових фірм є обмеженість права інвестування на ринках, що формуються, поки не ознайомляться з відповідними кредитними рейтингами. Зокрема американським пенсійним і взаємним фондам заборонено купувати цінні папери неінвестиційного класу. Окрім того, в США більше десяти положень фінансового законодавства спираються на поняття кредитного рейтингу. Такий незаперечний авторитет рейтингових агентств є результатом багаторічної історії рейтингового бізнесу.

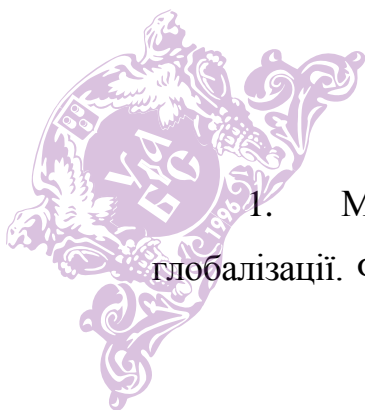
За даним світового банку кредитний рейтинг України в середньому за 2006 рік знаходився на рівні ВВ-, це означає, що ринок має спекулятивний

характер, а інвестування коштів у боргові цінні папери є сумнівними з точки зору отримання в подальшому доходів на інвестиції.

Отже, в результаті проведеного дослідження можна зробити наступні висновки, що на сучасному етапі розвитку міжнародного фінансового ринку країни з ринками, що формуються, починають певною мірою впливати на структуру міжнародних фінансових потоків, хоча тенденції в розвитку задають саме економічно розвинуті країни. Суттєве розширення в русі капіталу свідчить про зростання пружності країн, що розвиваються, і тим самим показує, що в зазначених країнах поступово напрацьовується досвід управління ризиками, що виникають на фінансовому ринку. Фінансовий ринок країн, що розвиваються, на сучасному етапі може бути охарактеризований як ринок, що має досить високі темпи розвитку та потребує з року в рік все більшого обсягу надходження фінансових потоків. У регіональному розрізі ринок є досить нерівномірним, спостерігається суттєве переважання ринку країн Східної Азії та Тихоокеанського регіону, а також ринку Європи та Центральної Азії. Суттєва роль східноазійського ринку, перш за все, визначається темпами розвитку Китаю. У регіоні Європи та Центральної Азії лідерами із формування фінансових потоків є, насамперед, Росія. Але динаміка показників фінансових потоків, що формуються в Україні, свідчить про те, що фінансовий ринок країни розвивається досить інтенсивно і відповідно вимагає удосконалення системи управління зростаючими фінансовими активами країни. Крім того, вітчизняний фінансовий ринок є привабливим для іноземних інвесторів, що підтверджується в тому числі матеріалами, викладеними в розділі 4.

Висновки до розділу 5

1. Міжнародний фінансовий ринок розвивається в умовах фінансової глобалізації. Фінансова глобалізація є одним із процесів глобалізації, який ро-

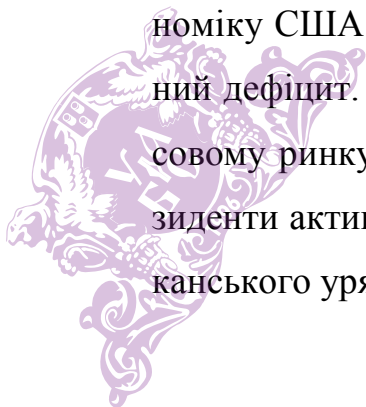


зуміють як вільний та ефективний рух капіталів між країнами та регіонами, функціонування глобального ринку, формування системи наднаціонального регулювання міжнародних фінансів, реалізацію глобальних фінансових стратегій ТНК та транснаціональних банків. Виходячи з вищезазначеного, процес фінансової глобалізації є складовим елементом процесу світової глобалізації.

2. На економічно розвинуті країни припадає більше 50 % світового ВВП, при цьому кількість населення становить лише 15 %, що свідчить про високий рівень продуктивності праці в цих країнах. Серед країн, що розвиваються, та країн з ринками, що знаходяться на стадії формування, чільне місце посідають країни Азії, їх частка в сумарному світовому ВВП становить 27 %, з них 15 % – це продукція, що виготовляється в Китаї.

3. На сучасному етапі розвитку світової економіки темпи зростання обсягів виробництва задаються в основному країнами, що розвиваються, та мають фінансові ринки, що знаходяться на ранній стадії розвитку. Обсяг виробництва у світі зростає перш за все за рахунок високих темпів розвитку країн Азії, зокрема Китаю та Індії.

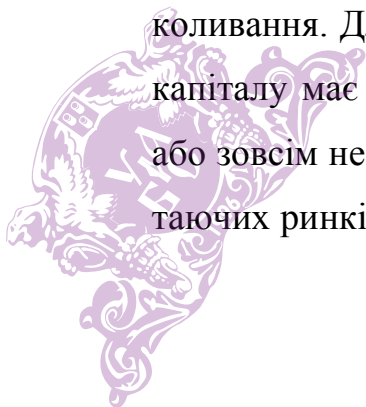
4. В ході проведеного дослідження доведено, що на сьогодні світова економіка функціонує в дефіцитному режимі з постійним від'ємним сальдо за світовими поточними розрахунками і з перевищенням світових інвестицій над світовими заощадженнями. Основним фактором відсутності рівноваги міжнародних поточних розрахунків є хронічний дефіцит поточного платіжного балансу США, розмір якого значно перевищує сукупний дефіцит країн з перехідною економікою, та країн, що розвиваються. Дефіцит платіжного балансу США формується під впливом значного від'ємного сальдо зовнішньоторговельних операцій, але масштабне надходження капіталу в економіку США із розвинутих країн та інших країн світу перекриває сформований дефіцит. Резиденти США активно запозичують на міжнародному фінансовому ринку синдиговані кредити та боргові цінні папери, водночас, нерезиденти активно проводять операції з внутрішніми цінними паперами американського уряду та корпорацій, здійснюють пряме інвестування.



5. В ході проведеного аналізу визначено, що в структурі ринкової капіталізації міжнародного фінансового ринку та в структурі міжнародного ринку боргових цінних паперів найбільшу частку мають саме Сполучені Штати Америки вона становить близько 40 % глобальних активів і боргового капіталу. Дана ситуація дозволяє стверджувати про більш високий рівень ефективності моделі фінансового ринку ринково орієнтованого характеру. При цьому у структурі потоків капіталу триває виражене зрушення від кредитного фінансування до фінансування за рахунок власних коштів (випуску акцій), а також від офіційних джерел фінансування до приватних.

6. На сучасному етапі розвитку на міжнародному фінансовому ринку сформувалась наступна ситуація: провідну роль у його розвитку відіграють декілька країн – Сполучені Штати Америки, Великобританія, Японія та економічно розвинуті країни Зони євро, частка яких у здійсненні фінансових операцій становить більше половини світового обсягу. Все це відбувається на фоні того, що економічно розвинуті країни є чистими позичальниками, що певною мірою суперечить базовим положенням економічної теорії про рух капіталу. Країни, що розвиваються, фактично на сьогодні фінансують розвиток економічно розвинутих країн. Слід також відзначити, що останнім часом на міжнародній фінансовій арені з'являються країни, в яких фінансовий ринок знаходиться на початковій стадії розвитку, але які мають вже свої позиції, та хоча і не значний, але вплив на економічно розвинуті країни – перш за все це Китай та Індія, а також країни – експортери нафти.

7. Надходження капіталу в країну є сильним стимулом для економічного зростання, а його відтік – основна перешкода, тому важливого значення набуває нерівномірний розподіл інвестицій по різних країнах, а також їх коливання. Для країн із ринками, що формуються, стабільність надходження капіталу має набагато більше значення, ніж для країн, що одержують мало або зовсім не одержують коштів із приватних закордонних джерел. Для зростаючих ринків важливо, щоб вільне надходження капіталу супроводжувалося



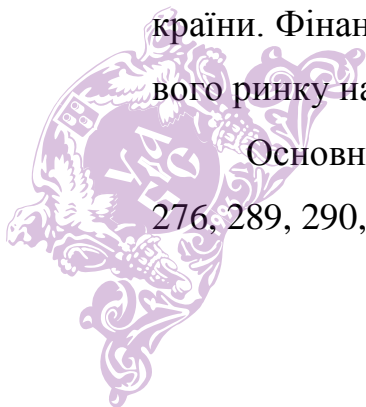
глобальною фінансовою стабільністю, що є істотною передумовою стабільного зростання світових ринків.

8. Проведений аналіз на основі зіставлення заощаджень та інвестицій як світової економіки в цілому так і по окремим регіонам дозволив зробити висновок про те, що напрямки їх руху за різними регіонами в цілому ряді випадків абсолютно протилежні. Крім того глобалізація фінансів сформувала економіку з хронічними фінансовими дефіцитами та забезпечує їх функціонування. Ряд дефіцитних національних економік набувають характеру боргових, маючи високу частку позикових ресурсів у надходженні іноземних коштів та в накопичених пасивах. Боргові економіки характеризуються зростаючим обсягом зовнішнього боргу та платежів, нові запозичення та обслуговування платежів стають важливою умовою їх функціонування та одним із основних напрямків державної політики.

9. Український ринок належить до “граничних ринків”, тобто це означає, що ринок знаходиться на перехідній стадії розвитку, який відзначається зростанням, підвищенням рівнем активності та ускладненням інфраструктури і відповідає наступним критеріям: по-перше, функціонує в країні з низьким або середнім рівнем доходів відповідно до класифікації Світового банку, по-друге, реальна капіталізація, в яку можна інвестувати, є незначною у порівнянні з поточним ВВП країни. В Україні на фоні відносно стабільної поведінки показника частки ринкової капіталізації у ВВП, динаміка самого показника обсяг ринкової капіталізації є абсолютно не рівномірною.

10. В ході дослідження обґрунтовано зростання рівня привабливості фінансового ринку України в рамках ринків країн, що розвиваються на основі співставлення показників темпів зростання національного ринку та ризику країни. Фінансовий ринок України має досить високі темпи розвитку фондового ринку на фоні порівняно невисокого рівня ризику країни.

Основні результати розділу опубліковані в наукових працях: [67, 268, 276, 289, 290, 293, 294]

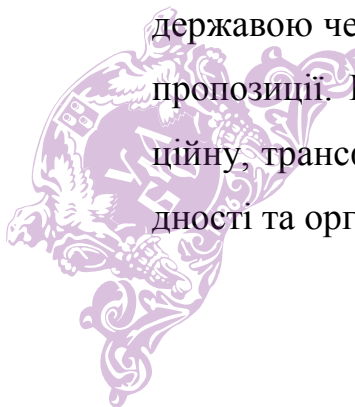


ВИСНОВКИ

У дисертації наведене теоретичне узагальнення і новий підхід щодо вирішення важливої наукової проблеми обґрунтування засад стратегічного розвитку фінансового ринку України. Одним з найважливіших наукових результатів роботи є розкриття об'єктивної необхідності формування стратегії розвитку фінансового ринку шляхом використання цілісного підходу та погоджених рішень основних регуляторів щодо його подальшого функціонування. В даному дисертаційному дослідженні розроблені науково-методологічні положення формування ключових параметрів стратегічного розвитку фінансового ринку України сприяють вирішенню існуючої на сучасному етапі розвитку проблеми, коли фінансовий ринок не може в повній мірі виконувати властиві йому функції ефективної трансформації тимчасово вільних фінансових ресурсів в інвестиції і має характер фрагментарного розвитку.

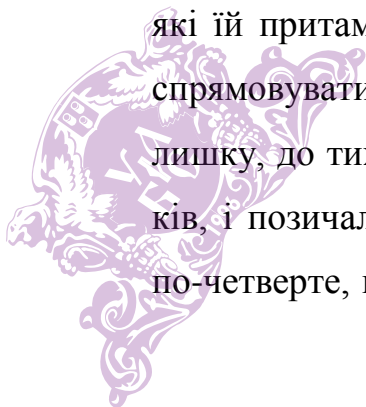
Результати дисертаційного дослідження дозволяють зробити висновки теоретико-концептуального, методологічного та науково-практичного спрямування, що забезпечують вирішення основних завдань роботи відповідно до мети дисертації.

1. Об'єктивною передумовою існування фінансового ринку є розбіжність потреби у фінансових ресурсах в того чи іншого суб'єкта ринкових відносин із наявними власними джерелами фінансування. Проведений аналіз дозволив сформулювати визначення фінансового ринку як сукупності економічних відносин, з приводу перерозподілу тимчасово вільних фінансових ресурсів між населенням (домогосподарствами), суб'єктами господарювання та державою через систему фінансових інститутів на основі взаємодії попиту та пропозиції. Виділено основні функції фінансового ринку, а саме, мобілізаційну, трансформаційну, забезпечувальну, перерозподільну, підтримки ліквідності та організаційну.



2. Рівень розвитку структурних сегментів фінансового ринку значною мірою відображає гнучкість фінансової системи та швидкість, з якою вона може пристосовуватися до змін в економічному та політичному житті країни, а також до різноманітних процесів, які відбуваються за її межами. Запропонована структура фінансового ринку відображає як об'єкти фінансового ринку, так і відповідно до об'єктів системи ринків за різними класифікаційними ознаками. За видами фінансових інструментів виділено валютний, депозитний, кредитний ринок, ринок цінних паперів, що включає ринок акцій та ринок боргових цінних паперів та ринок похідних фінансових інструментів. За функціональним призначення виділено грошовий ринок, ринок капіталу та ринок похідних фінансових інструментів. За ознакою набуття права власності визначено ринок боргових фінансових інструментів та ринок фінансових інструментів, що надають право власності. За територіальною ознакою можна розглядати вищезазначені ринки як регіональний, національний та міжнародний ринок. За ступенем ризику відповідних фінансових інструментів виділено безризикові, середньоризикові та високоризикові ринки.

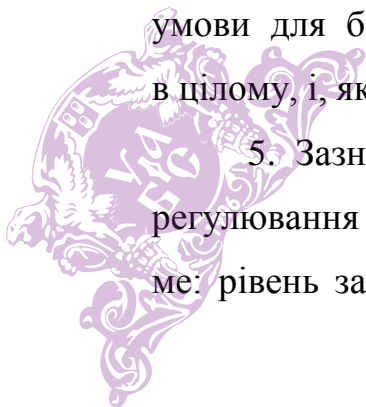
3. В умовах трансформації економіки країни в ринкову, базою формування фінансової системи країни повинен стати саме фінансовий ринок. Модель фінансової системи за структурною побудовою визначається специфікою та умовами діяльності фінансових інститутів на фінансових ринках при відповідному системному забезпеченні, а отже фінансовий ринок має визначальний вплив на функціонування фінансової системи країни. Структура фінансової системи визначається специфікою та умовами діяльності фінансових інститутів на фінансових ринках при відповідному системному забезпеченні. У такому контексті фінансова система країни виконуватиме функції, які їй притаманні, саме з точки зору ринкової економіки, тобто, по-перше, спрямовувати тимчасово вільні фінансові ресурси від тих, у кого вони в надлишку, до тих, кому їх не вистачає, по-друге, зменшувати ризик і заощадників, і позичальників, по-третє, забезпечувати необхідний рівень ліквідності, по-четверте, надавати об'єктивну та прозору інформацію суб'єктам фінансо-



вого ринку. Обґрунтовано вплив фінансового ринку на стимулювання економічного зростання в країні шляхом розширення базової АК-моделі за рахунок показників, що відображають рівень витрат фінансового посередництва, а також визначено, що на рівень економічного зростання в країні суттєвий вплив має рівень технології, а також рівень завантаження виробничих потужностей, що використовуються суб'єктами господарювання реального сектору економіки.

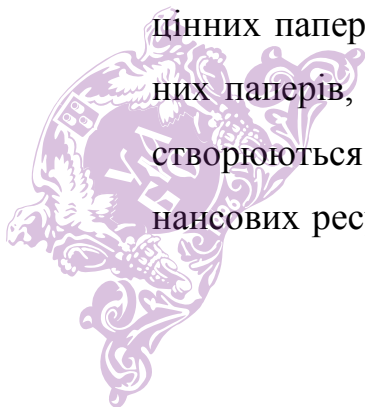
4. Формування ефективно діючого фінансового ринку, здатного мобілізувати та перерозподіляти інвестиційні ресурси, є найважливішим завданням регулювання національної економіки. В Україні на сучасному етапі розвитку фінансового ринку функції державного регулювання покладені на різні державні установи, а саме на Національний банк України в частині регулювання грошового ринку, на Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку, в частині регулювання ринку капіталу та ринку похідних фінансових інструментів, на Державну комісію з регулювання ринків фінансових послуг в частині регулювання діяльності фінансових посередників, а саме, страхових компаній, недержавних пенсійних фондів, лізингових компаній. Наявність тісного взаємозв'язку між всіма сегментами фінансового ринку обумовлює необхідність постійної координації дій зазначених регуляторів ринку. Запропоновано створення координаційної ради з питань регулювання фінансового ринку на основі кооперації державних регуляторів – Національного банку України, Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Державної комісії з регулювання ринку фінансових послуг та Державного комітету фінансового моніторингу. На відміну від існуючої фрагментарної системи регулювання створення координаційної ради дозволить забезпечити умови для більш ефективного функціонування фінансового ринку країни в цілому, і, як наслідок, підвищить рівень стійкості фінансової системи.

5. Зазначено, що при побудові організаційно-економічного механізму регулювання фінансового ринку необхідно виділити три основні рівні, а саме: рівень законодавчих органів, рівень державних регулюючих органів та



рівень саморегулювальних організацій. Вивчення зарубіжного досвіду державного регулювання фінансового ринку дозволило обґрунтувати модель регулювання фінансового ринку України з достатньо високим та жорстким рівнем державного регулювання – державним дирижизмом, побудовану за функціональним принципом на основі змішаного регулювання діяльності його учасників, що відповідає рівню його розвитку та стану фінансової системи країни на сучасному етапі.

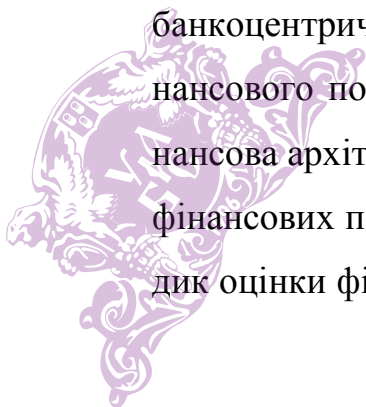
б. З'ясовано, що ключову роль у мобілізації та трансформації тимчасово вільних фінансових ресурсів у капітал відіграє банківська система, оскільки суб'єкти господарювання отримують кошти для фінансування своєї діяльності перш за все у вигляді кредитів як короткострокового, так і довгострокового характеру. Таким чином доведено, що грошовий ринок країни є базовим сегментом розвитку фінансового ринку. В процесі дослідження зазначено, що кредити видаються перш за все для вирішення проблем, пов'язаних з поточною діяльністю суб'єктів господарювання, а не на потреби інвестиційної спрямованості. На фоні значного зносу основних виробничих фондів майже у всіх секторах економіки така ситуація свідчить про те, що найближчим часом кардинальних змін у ресурсо- та енергозбереженні у процесі виробництва не відбудеться, що і в подальшому сприятиме зниженню рівня конкурентоспроможності національної економіки на світовому ринку. Але якщо підприємства реального сектора економіки більш ефективніше використовуватимуть паралельно можливості ринку капіталу, то ситуація може суттєво покращитись. Проаналізувавши стан розвитку ринку капіталу в Україні, можна зробити висновки, що зазначений сегмент фінансового ринку має досить серйозні темпи зростання з характерним домінуванням ринку пайових цінних паперів, що надають право власності, але при цьому структура цінних паперів, що випускаються в Україні, поступово ускладнюється, а отже, створюються певні умови диверсифікації розміщення тимчасово вільних фінансових ресурсів. Водночас на сучасному етапі розвитку домінуючим є не-



організований ринок, що не сприяє формуванню високоліквідного та прозорого фінансового ринку в країні.

7. Фінансові посередники відіграють ключову роль у механізмі трансформації коштів населення в інвестиційний капітал. Дослідженням встановлено суттєву нерівномірність в розвитку фінансових посередників на відміну від країн з розвиненими фінансовими ринками. На сучасному етапі розвитку фінансового ринку країни домінуючу позицію мають банківські установи. Серед небанківських фінансових установ, що є посередниками на фінансовому ринку, провідна роль належить страховим компаніям. З метою посилення ролі фінансових посередників необхідно створити гнучке інституціональне середовище орієнтоване на роботу з фізичними особами, що відрізняється різноманіттям універсальних фінансових посередників; сприяти відновленню довіри населення до фінансової системи в цілому, та фінансових посередників зокрема; вживати заходів щодо розвитку банківської системи частині розвитку банківських технологій, забезпечення повноцінного функціонування системи страхування вкладів; використання при роботі з клієнтами сучасних інформаційних систем тощо. Необхідно, щоб банки сфокусувалися на інвестиційній проблемі, яка на сьогодні полягає в тому, щоб забезпечити потреби суб'єктів господарювання в довгостроковому кредитуванні. У зв'язку з цим однією із ключових проблем для вітчизняних банків є нарощення їх капіталізації, а також усунення невідповідності між виробничою й фінансовою сферами та запровадження вимог "Базель 2".

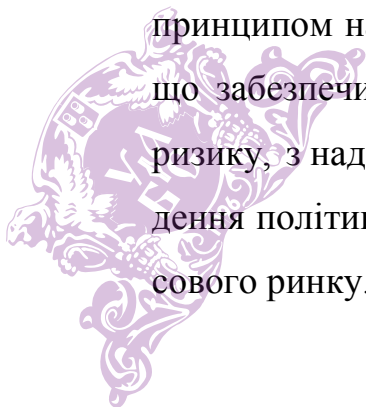
8. В умовах ринкової економіки рівень розвитку фінансових посередників багато в чому визначає формування як фінансової архітектури країни в цілому, так і моделі розвитку фінансового ринку – ринково орієнтованої, банкоцентричної чи конвергентної. Запропоновано індикатори розвитку фінансового посередництва в Україні групувати за такими напрямками як фінансова архітектура, розмір та ефективність фінансової системи та активність фінансових посередників, які на відміну від існуючих розповсюджених методик оцінки фінансового посередництва базуються не лише на показниках, що



відображають діяльність банків як фінансових посередників, а містять і показники діяльності небанківських фінансових установ, та враховують особливості розвитку фінансового ринку в країні, що полягає в суттєвому переважанні неорганізованого ринку капіталу.

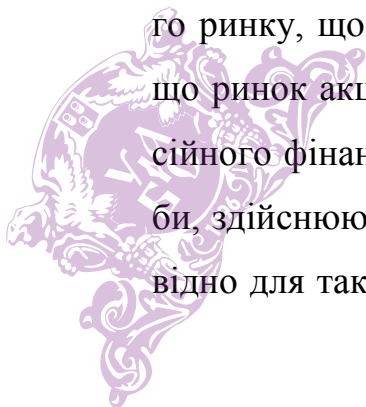
9. Інфраструктура фінансового ринку передбачає існування організаційно взаємопов'язаних систем, які обслуговують потоки ресурсів, інформації та послуг фінансового характеру, що спрямовані на створення оптимальних умов пошуку продавців та покупців фінансових ресурсів. На сучасному етапі розвитку інфраструктура фінансового ринку України характеризується відсутністю системної єдності між її складовими елементами. В зв'язку з цим в процесі дослідження визначено основні проблеми, а саме, наявні 10 організаторів торгівлі здійснюють діяльність абсолютно автономно за власними правилами та не пов'язані ані технологічно, ані інформаційно; понад 500 суб'єктів, які здійснюють окремі види депозитарної діяльності технологічно не пов'язані в єдину систему; елементи системності наявні лише при обслуговуванні операцій на організованому ринку цінних паперів, який має незначну частку в загальному обсязі операцій; технологічно депозитарна система українського фінансового ринку значно відстає від платіжної системи та гальмує обіг фінансових інструментів на ринку цінних паперів; відсутні системоутворюючі інфраструктурні елементи моделі – біржова та депозитарна системи. Наслідком наявності таких проблем є те, що кожен окремий суб'єкт інфраструктури є постійним джерелом ризику для інвестора.

10. Для приведення інфраструктури фінансового ринку до загальноєвропейських тенденцій, обґрунтовано необхідність формування єдиної консолідованої моделі інфраструктури фінансового ринку за горизонтальним принципом на основі розбудови цілісної національної депозитарної системи, що забезпечить ефективну й недорогу обробку трансакцій, низький рівень ризику, з надійною системою контролю й належним фінансуванням, проведення політики прозорості та повне розкриття інформації учасниками фінансового ринку.



11. В Україні на законодавчому рівні не окреслена необхідність розробки стратегічних програмних документів, адже система прогнозних і програмних документів економічного і соціального розвитку складається в основному з документів, що мають короткостроковий та середньостроковий характер. Для успішної реалізації макроекономічної політики повинна бути сформована стратегія розвитку як країни в цілому так і окремих секторів економіки. Фінансовий ринок країни на сьогодні потребує розробки стратегії свого подальшого розвитку на законодавчому рівні з метою впорядкування як його механізму функціонування так і окреслення ключових моментів формування засад тієї моделі в напрямку формування якої повинно рухатись і законодавче забезпечення і розвиток фінансових інститутів та його інфраструктури. Стратегії розвитку фінансового ринку України повинна стати специфічною формою економічної політики, яка розробляється з метою забезпечення ефективного інвестиційного процесу в країні, за допомогою якої можна видозмінити модель фінансового ринку та забезпечити перехід від одного етапу розвитку фінансового ринку до іншого більш якісного.

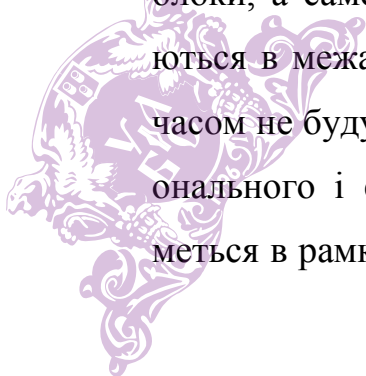
12. У світовій фінансовій архітектурі виділяють два основні типи моделей функціонування фінансових ринків, а саме – банкоцентрична модель та ринково орієнтована. Банкоцентрична модель фінансового ринку передбачає, що банківські установи зберігають основну частину заощаджень, що створюється в економіці у формі депозитів юридичних і фізичних осіб. У цій моделі юридичні та фізичні особи на пряму інвестування не здійснюють, а фактично передоручають банківським установам прийняття рішень про інвестування коштів. Банки не тільки здійснюють кредитні операції, але і є основними покупцями акцій та облігацій підприємств. Модель функціонування фінансового ринку, що базується на використанні переваг ринку капіталу передбачає, що ринок акцій віддалений від банків, формується суттєве переважання емісійного фінансування. Власники заощаджень як юридичні, так і фізичні особи, здійснюють інвестування за допомогою фінансових посередників. Відповідно для такого ринку є необхідність високого рівня законодавчого захисту



інтересів невеликих інвесторів та наявності значної кількості висококваліфікованих фахівців у сфері проведення операцій з цінними паперами. На сучасному етапі розвитку фінансового ринку в Україні ми маємо модель фінансового ринку, що наближена до банкоцентричної, оскільки фактично основним джерелом для розширеного відтворення в реальному секторі економіки, крім власних коштів суб'єктів господарювання, є кредити банків. Хоча з точки зору розвитку ринку капіталу банки поводять себе активно лише фрагментарно.

13. Економіка країни повинна бути зацікавлена в наявності як ефективного грошового ринку, так і ефективного ринку капіталу, оскільки банківські установи самі зацікавлені, по-перше, в ефективному розміщенні емісій власних цінних паперів, по-друге, в можливості диверсифікувати свою діяльність, здійснюючи операції з цінними паперами, по-третє, знижувати свої ризики через операції сек'юритизації та роботу з деривативами. В зв'язку з цим розроблено теоретико-методологічні основи формування комплексної стратегічно орієнтованої конвергентної моделі фінансового ринку яка представлена як архітектура ринку змішаного типу, що формується на основі взаємопроникнення грошового ринку і ринку капіталу та оптимальної взаємодії його учасників, та створює ефективний тип фінансування економічного розвитку в довгостроковому періоді.

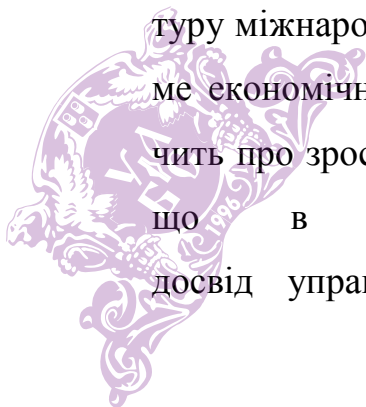
14. На розвиток фінансового ринку країни визначальний вплив мають чинники інституційного та економічного характеру. До складу чинників інституційного характеру відносять чинники, що визначають рівень законодавчої та політичної стабільності, рівень відкритості учасників ринку та рівень розвитку інститутів фінансового ринку. Економічні чинники згруповані в два блоки, а саме – загальні макроекономічні чинники та чинники, що формуються в межах фінансової системи країни. Доведено, що якщо найближчим часом не будуть докладені зусилля в напрямку вирішення проблем інституційного і економічного характеру, фінансовий ринок країни розвиватиметься в рамках інерційної моделі. З метою уникнення такої ситуації обґрун-



товано ключові параметри стратегії розвитку фінансового ринку, а саме визначено мету, що полягає в перетворенні фінансового ринку в головний ефективний механізм реалізації інвестиційних програм, та основні завдання стратегічного розвитку, що носять інституційний та економічний характер, важелі впливу на фінансовий ринок, базову архітектуру, механізм функціонування ринкової інфраструктури та критерії розвитку та ефективності фінансового ринку.

15. Визначальну роль у стратегічному періоді розвитку фінансового ринку України повинні відігравати інтегровані фінансові посередники – фінансові конгломерати, які поступово починають набувати все більшого розповсюдження. Фінансовий конгломерат це високо конвергентний фінансовий посередник, до складу якого можуть входити банківські та небанківські фінансові установи, і що здатен забезпечити пропозицію інтегрованих фінансових продуктів з метою комплексного обслуговування своїх клієнтів – фізичних та юридичних осіб. Не зважаючи на суттєві переваги, що отримують фінансові конгломерати, охоплюючи практично всі сегменти фінансового ринку країни, в своїй діяльності вони здатні наражатись на ризики. Компанії, що входять у конгломерат, мають взаємні фінансові зобов'язання, а отже, наражаються на ризик, не властивий для їх конкретного сектора бізнесу. Процес управління ризиком фінансового конгломерату визначається особливостями моделі за якою він побудований та, відповідно, впливом ризиковості окремих бізнес-одиниць на ризик функціонування конгломерату в цілому та його власників.

16. На сучасному етапі розвитку міжнародного фінансового ринку країни з ринками, що формуються, починають певною мірою впливати на структуру міжнародних фінансових потоків, хоча тенденції в розвитку задають саме економічно розвинуті країни. Суттєве розширення в русі капіталу свідчить про зростання пружності країн, що розвиваються, і тим самим показує, що в зазначених країнах поступово напрацьовується досвід управління ризиками, що виникають на фінансовому ринку.



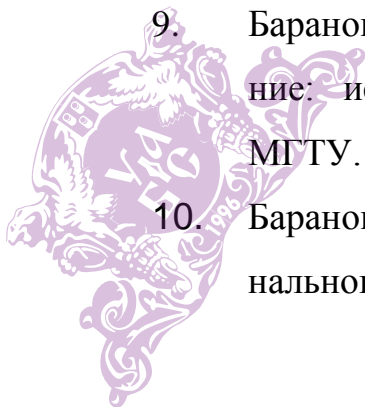
У регіональному розрізі ринок є досить нерівномірним, суттєва роль східноа- зійського ринку, перш за все, визначається темпами розвитку Китаю. У регі- оні Європи та Центральної Азії лідером із формування фінансових потоків є, насамперед, Росія. Але динаміка показників фінансових потоків, що формуються в Україні, свідчить про те, що фінансовий ринок країни роз- вивається досить інтенсивно. Вітчизняний ринок належить до “граничних ринків”, тобто це означає, що ринок знаходиться на перехідній стадії розвит- ку, який відзначається зростанням, підвищеним рівнем активності та усклад- ненням інфраструктури і відповідає наступним критеріям. В ході досліджен- ня обґрунтовано зростання рівня привабливості фінансового ринку України в рамках ринків країн, що розвиваються на основі співставлення показників темпів зростання національного ринку та ризику країни. Фінансовий ринок України має досить високі темпи розвитку фондового ринку на фоні порівня- но невисокого рівня ризику країни.



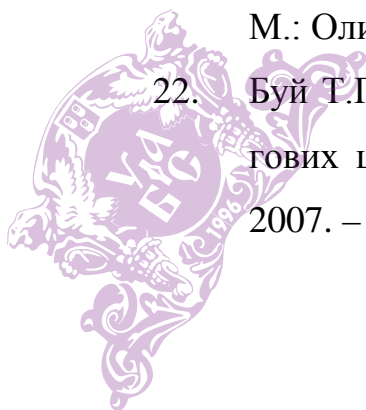
Державний вищий навчальний заклад
“УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ”
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ

СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

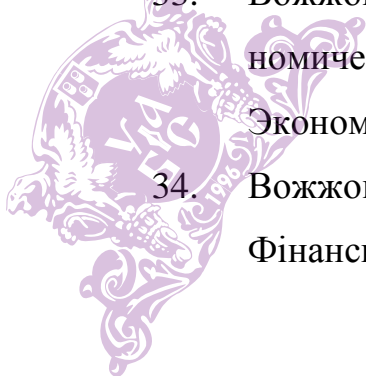
1. Азаренкова Г.М. Фінансові потоки в системі економічних відносин: Монографія. – Х.: ВД «ІНЖЕК», 2006. – 328 с.
2. Азаров Ю. Сек'ютизація – передові фінансові технології з управління дебіторською заборгованістю // Юр.газета. – 2003. – № 3. – www.yur-gazeta.com
3. Алферов В., Головин М. Роль финансового рынка в развитии банковской системы России и стран СНГ // Международный опыт. – 2005. – № 9. – С. 10-14
4. Андреева Г.І. Класифікація джерел регулювання та покриття ринкових ризиків комерційного банку // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. Збірник наукових праць. – Том 20. – Суми: УАБС НБУ, 2007. – С. 289-295
5. Анчишкина О.В. Государственные стратегические программы социально-экономического развития: состояния и перспективы // Проблемы прогнозирования. – 2005. – № 6. – С. 27-43
6. Архієреєв С.І., Зінченко Я.В. Посттрансформаційна ринкова економіка: інституціоналізація фондового ринку // Економічна теорія. – 2006. - № 3. – С.43-54
7. Афонина А.О. Регулирование фондового рынка в России и за рубежом // Государственное управление. Электронный вестник. – 2007. – №10. – www.e-journal.spa.msu.ru
8. Банковский кодекс Республики Беларусь. 25 октября 2000 г. № 441-3
9. Баранов С.В., Скуфьина Т.П. Социально-экономическое прогнозирование: история, современность, проблемы преподавания // Вестник МГТУ. – 2005. – том 8. – № 2. – С. 201 – 207
10. Барановський О.І. Грошова реформа: світовий досвід // Вісник Національного банку України – 2006. – № 8. – С. 77-82



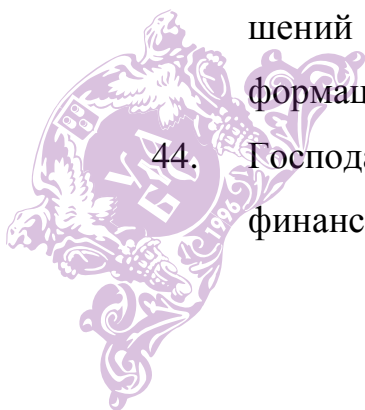
11. Барановський О.І. Іноземний капітал на ринках банківських послуг України, Росії та Білорусі // Вісник Національного банку України. – 2007. – № 9. – С. 12-20
12. Барановський О.І. Проблеми, що стримують розвиток страхового ринку. // Страхова справа. – 2003. – № 3. – С.60-72
13. Барановський О.І. Стійкість банківської системи України // Фінанси України. – 2007. – № 9. – С. 75-88
14. Баутов А. О классификации рисков, связанных с целенаправленной деятельностью // Управление риском. – 2007. – №2. – С. 2-3
15. Белоусов А.Р. Сценарии экономического развития России на 15 летнюю перспективу // Проблемы прогнозирования. – 2006. – № 1. – С. 3-53
16. Берегуля А.Я. Сбережения населения в странах ориентированных на фондовый рынок и банковский сектор // Экономические науки. – 2007. – С. 12-17
17. Білоус О.А. Ринок облігацій як сегмент фондового ринку // Фінанси України. – 2005. – № 2. – С. 123-128
18. Блага Н.В. Інформаційна прозорість фондового ринку України // Фінанси України. – 2005. – №3. – С. 90-95
19. Бланк И. А. Основы финансового менеджмента. Т.1. – К.: Ника-Центр, Эльга. – 2001. – 592 с.
20. Болдырева Н. К вопросу о стратегической цели управления рисками коллективного инвестиционного фонда // Управление риском. – 2007. – №2. – С. 24-31
21. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: Учебник. – М.: Олимп-Бизнес, 1997. – 1120 с.
22. Буй Т.Г. Кредитні рейтинги як інструмент оцінки корпоративних боргових цінних паперів // Формування ринкових відносин в Україні. – 2007. – № 3. – С. 69-73



23. Бурмака М. Розвиток фондового ринку і політика державного дирижизму в Україні // Ринок цінних паперів України. – 2006. – № 1 – 2. – С. 3-10
24. Бутко В. Один совсем один // Киевский телеграф. – № 256
25. Бюлер К., Притч Г. Обуздание риска // The McKinsey Quarterly, 2003. – № 4. – www.vestnikmckinsey.ru
26. Василик О.Д. Теорія фінансів: Підручник. – К.: НІОС, 2003. – 416 с.
27. Васюренко О.В., Азаренкова Г.М. Фінансове управління потребує точного визначення окремих понять // Фінанси України. – 2003. – № 1. – С. 28-34
28. Васюренко О., Таран О. Моделі впливу ризикоформуючих чинників на фінансові результати економіки регіонів // Вісник Національного банку України. – 2004.- № 11. – С.16-20
29. Васюренко О.В., Таран О.В. Ризик як складова економічних процесів // Фінанси України. – 2005. – № 7. – С.68-75
30. Вергелес В.В. Теоретичний зміст первинного публічного розміщення, переваги та недоліки для українських компаній // Економіка: проблеми теорії та практики: Збірник наукових праць. – Випуск 233: В 5 т. – Т 2. – Дніпропетровськ: ДНУ. – 2007. С. 472-488
31. Власенкова Ю.Б. Возможности развития финансовых супермаркетов в России: международный опыт и российская практика // Финансы и кредит. – 2007. – № 20. – С. 33-41
32. Вожжов А.П. Про оцінку використання кредитного мультиплікатора для забезпечення економічного зростання // Економіка України. – 2004. – № 7 (504). – С. 18-24
33. Вожжов А.П., Гринько Е.Л. Об использовании модели рыночной экономической системы для оценки динамики ресурсного потенциала // Экономика Крыма. – Симферополь, 2003. – № 10. – С. 71-75
34. Вожжов А.П., Кліменко О.І. Банківський капітал в економіці України // Фінанси України. – 2003. – № 8(93). – С. 89-97



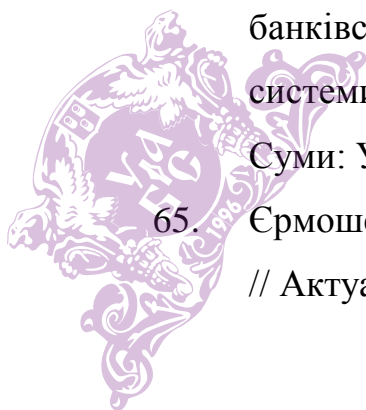
35. Вожжов А.П. Формирование банковской системой ресурсов экономического роста // Академічний огляд. Сер. Економіка та підприємництво. – Дніпропетровський ун-т економіки та права, Національний гірничий ун-т. – 2004. – № 1. – С. 28-36
36. Вторичные эффекты и циклы в мировой экономике. Перспективы развития мировой экономики. Апрель 2007 // www.imf.org
37. Гальперин В.М., Гребенников П.И., Леусский А.И., Тарасевич Л.С. Макроэкономика: Учебник / Общая редакция Л.С. Тарасевича. Изд. 2-е перераб и доп. СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 1997. – 719 с.
38. Гарнер Д., Оуэн Р., Конвей Р. Привлечение капитала: Учебное пособие: англ. .- М.: Джон Уайли энд Санз, 1995. – 464 с.
39. Геєць В. М., Александрова В. П., Артёмова Т. І., Бажал Ю. М., Барановський О. І. Економіка України: стратегія і політика довгострокового розвитку / НАН України; Інститут економічного прогнозування / В.М. Геєць (ред.). – К.: Інститут економічного прогнозування НАН України ; Фенікс, 2003. – 1008 с
40. Геєць В. М., Гриценко А. А., Барановський О. І., Близнюк В. В., Кваснюк Б. Є. Капіталізація економіки України: наукова доповідь / Інститут економіки та прогнозування НАН України / В.М. Геєць (ред.), А.А. Гриценко (ред.). – К., 2007. – 220с.
41. Глущенко В.В., Васюренко Л.В. Інвестиційна програма: економічна природа та сутність // Банківська справа.- 2003.- № 2.- С.49-55
42. Говтвань О. Дж. Финансирование инвестиций, инфляция, риски и стабилизация // Проблемы прогнозирования. – 2006. – № 6. – С. 3-18
43. Гончаренко С. Оценка эффективности принятия инвестиционных решений на горнодобывающем предприятии в условиях неполноты информации // Управление риском. – 2007. – №2. – С. 49-52
44. Господарчук С.А. Анализ современных подходов к моделированию финансовых рынков // Финансы и кредит.- 2006.- № 14.- С.21-28



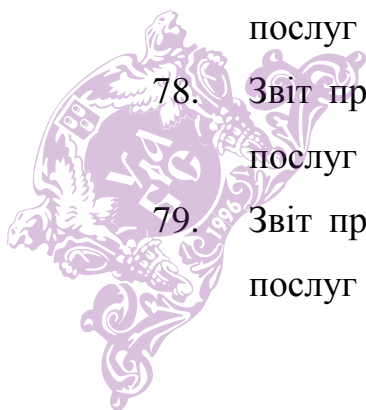
45. Гребеник Н. Основні віхи у формуванні та проведенні грошово-кредитної (монетарної) політики в Україні. Стаття перша. Становлення монетарної політики в незалежній Україні // Вісник НБУ. – 2007. – травень. – С. 12-22
46. Григорьев Л.М., Гурвич Е.Т., Саватюгин А.Л. Финансовая система и экономическое развитие. – 2002. – Институт энергетике и финансов // www.fief.ru
47. Гриньова В.М., Колодізев О.М. Проблеми та перспективи структурної перебудови банківської системи України // Фінанси України.- 2006.- № 1.- С.94-101
48. Гриньова В.М., Колодізев О.М. Визначення факторів оптимізації банківського кредитування у формі овердрафту за допомогою регресійного аналізу // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. Т.16: Збірник наукових праць: Наукове видання. – Суми: УАБС НБУ, 2006. – 334 с.
49. Грошово-кредитна політика в Україні / Стельмах В.С., Спіфанов А.О., Гребеник Н.І., Міщенко В.І.- 2-е вид., перероб. і доп.- К.: Знання, 2003. – 421 с.
50. Дворецкая А.Е. Национальная модель рынков капитала как концепция типологии финансирования // Банковское дело. – 2007. –№ 5. – С. 25-29
51. Державна програма розвитку Національної депозитарної системи України. Затверджено постановою Кабінету Міністрів України від 21. 12. 2004 р.№ 1707 //– www.rada.gov.ua
52. Державний комітет статистики України // www.ukrstat.gov.ua
53. Джонсон Саймон, Остри Джонатан Д., Субраманьян Арвинд. Рычаги роста // Финансы & развитие. – 2006. – Март. – С. 28-31
54. Дзюбалуок О.В. Організація грошово-кредитних відносин суспільства в умовах реформування економіки. – К.: Поліграфкнига, 2000. – 512 с.



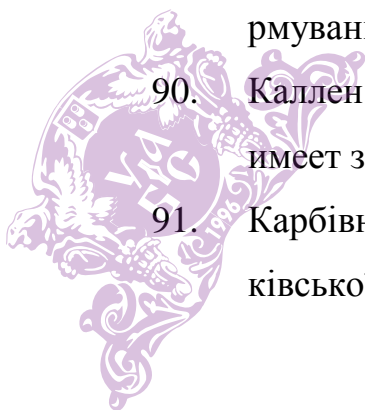
55. Долан Э. Дж. и др. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика / Пер. с англ.. В. Лукашевича и др.; Под общ. Ред.. В.Лукашевича. – М.:, 1996. – 448 с.
56. Дубенецкий Я.Н. Экономический рост и инвестиции: новые возможности и проблемы // Проблемы прогнозирования. – 2006. – № 5. – С. 3-9
57. Дьюфи Г. Размывание границ банковского сектора // Банки: мировой опыт. – 2002. – № 5. – С. 8-13
58. Економіка розвитку. Підручник / Царенко О.М.; Бей Н.О.; Д'яконова І.І.; Сало І.В. - Суми: Університетська книга, 2004.- 590 с.
59. Економічна безпека України. Аналітична доповідь. Апарат Ради національної безпеки і оборони України, 2006
60. Евлахова Ю.С. Формы и методы гармонизации регулирования финансовых рынков // Финансовые исследования. – № 12. – 2006. – С. 12-18
61. Єпіфанов А.О. Стан і перспективи розвитку банківської системи України // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Збірник наукових праць. Т. 3. – Суми, 2000. – С. 7-14.
62. Єрмошенко А.М. Bancassurance як форма взаємодії страхових компаній і банківських установ // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Збірник наукових праць. Т. 20. – Суми: УАБС НБУ, 2007. – С. 265-269
63. Єрмошенко М.М. Інформаційно - аналітична підтримка аналізу діяльності комерційних банків // Актуальні проблеми економіки. – 2006. – № 10. – С.59-68
64. Єрмошенко М.М. Механізм застосування нормативу резервних вимог у банківській діяльності // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. Т. 14: Збірник наукових праць: Наукове видання. – Суми: УАБС НБУ, 2005. – 267 с.
65. Єрмошенко М.М. Національні економічні інтереси: реалізація і захист // Актуальні проблеми економіки. – 2001. – № 1. – С.18-25



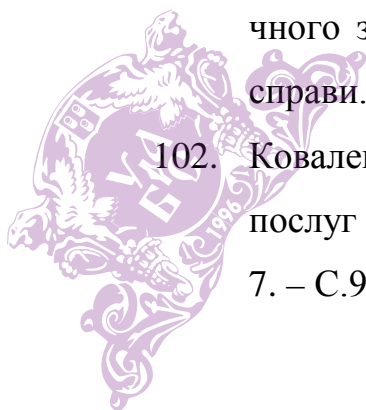
66. Жидко К. Нові вимоги Базельського комітету до визначення капіталу, адекватного ризикам // Вісник Національного банку України. – 2005. – № 11. – С. 63-65.
67. Журавка Ф.О., Школьник І.О. Сучасні тенденції розвитку валютного ринку України // Європейський вектор економічного розвитку: Збірник наукових праць. Випуск 1 (4). – Д.: Вид-во ДУЕП, 2008. – С. 16-21
68. Завдання та принципи регулювання ринку цінних паперів. Міжнародна організація комісій з цінних паперів. – Лютий 2002 р.
69. Загородній А.Г., Вознюк Г.Л., Смовженко Т.С. Фінансовий словник. – 3-тє вид., випр. та доп. – К.: Т-во „знання”, КОО, 2000. – 587 с.
70. Зайчикова В.В. Теоретичні та практичні проблеми управління муніципальними запозиченнями // Фінанси України. – 2007. – № 1. – С. 36-43
71. Заманский Г. Принципы организации финансового супермаркета // Банковские технологии. – 2006. - № 3. – С. 46-50
72. Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2002 р. // www.ssmc.gov.ua
73. Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2003 р. // www.ssmc.gov.ua
74. Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2004 р. // www.ssmc.gov.ua
75. Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2005 р. // www.ssmc.gov.ua
76. Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2006 р. // www.ssmc.gov.ua
77. Звіт про роботу Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України за 2004 рік. // www.dfp.gov.ua
78. Звіт про роботу Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України за 2005 рік. // www.dfp.gov.ua
79. Звіт про роботу Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України за 2006 рік. // www.dfp.gov.ua



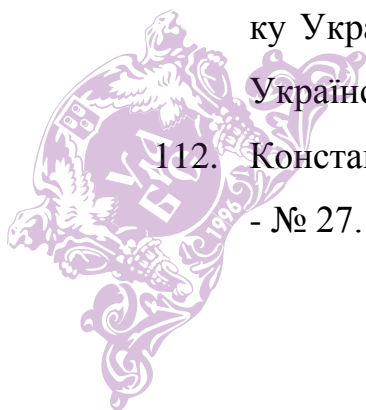
80. Зимовець В. Про інтеграційні процеси у світовому фінансовому секторі // Економіка України. – 2006. – № 1. – С.80-89
81. Зинченко Я.В. Трансакционные издержки інтенсивного інституціонального розвитку фондового ринка // Наукові праці Донецького національного технічного університету. Серія: економічна. Вип. 70. – Донецьк, 2004. – С. 168-171
82. Іваницька О.М. Державне регулювання розвитку фінансової інфраструктури: Монографія. – К.: Вид-во НАДУ. – 2005. – 276 с.
83. Іваницька О.М. Концептуальний підхід щодо регулювання розвитку фінансової інфраструктури в Україні // Державне управління: теорія і практика. – № 1. – 2006 // www.academy.kiev.ua
84. Іваницька О.М. Фінансові ринки: Навч. посібник. – К.: Вид-во УАДУ, 1999. – 96 с.
85. Иванов В.М. Финансовый рынок: Конспект лекций. – К.: МАУП, 1999. – 112 с.
86. Ивантер В.В., Узяков М.Н. Будущее России: инерционное развитие или инновационный прорыв // Проблемы прогнозирования. – 2005. – № 5. – С. 17-66
87. Игнацкая М.А. Роль процессов глобализации в становлении новой экономики // Вестник Российского университета дружбы народов. – Серия: Политология. – 2006. – № 1 (6) – С. 88-99.
88. Институциональное строительство. Перспективы развития мировой экономики. Сентябрь 2005. Международный валютный фонд // www.imf.org
89. Кажан В.А. Етапи розвитку міжнародної системи оцінки ризиків // Формування ринкових відносин в Україні. – 2005. – № 9. – С. 23-27.
90. Каллен Тим Паритет покупательной способности и рынок: какой вес имеет значение? // Финансы & развитие. – 2007. – Март. – С. 50-51
91. Карбівничий І.В. Стратегічне управління кредитною діяльністю банківської установи // Проблеми і перспективи розвитку банківської сис-



- теми України. Збірник наукових праць. – Том 20. – Суми: УАБС НБУ, 2007. – С. 58-63
92. Карлін М.І. Фінансова система України: Навч. посібник. К. – Знання, 2007. – с.
93. Карпінський Б.А., Герасименко О.В. Фінансова система. – Навчальний посібник. – К.: Центр навчальної літератури, 2003. – 184 с.
94. Кастельс М. Информационная эпоха: Экономика, общество и культура. – Г.: ГУ ВШЭ, 2000. – С. 105
95. Качанова А. Методологические основы построения банковско-страхового блока финансового супермаркета // Страховое ревю. – 2005. – Август // www.inrevu.ru
96. Квинтин М., Тейлор М.У. Должны ли органы регулирования финансового сектора быть независимыми? Международный валютный фонд. – Январь 2004 // www.imf.org
97. Керівництво по статистиці державних фінансів. Міжнародний валютний фонд. – 2001 // www.imf.org
98. Клоцвог Ф.Н., Костин В.А. Макроструктурные модели – инструмент народнохозяйственного прогнозирования // Проблемы прогнозирования. – 2004. – № 6. – С. 17-28
99. Клоцвог Ф.Н., Чернова Л.С., Сухотин А.Б. Перспективы изменения региональной структуры инвестиций России // Проблемы прогнозирования. – 2006. – № 5. – С. 47-57
100. Ковалев В.В. Введение в финансовый менеджмент. – М.: Финансы и статистика, 2001. – 768 с.
101. Коваленко В.В. Вплив грошово-кредитної політики на рівень економічного зростання в Україні // Вісник Української академії банківської справи. – 2005. – № 1. – С.7-13.
102. Коваленко В.В. Дослідження рівня конкуренції на ринку банківських послуг України // Формування ринкових відносин в Україні. – 2006.- № 7. – С.96-101.



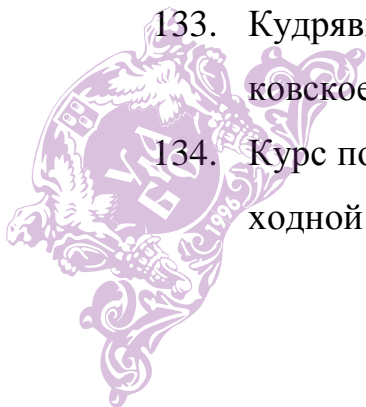
103. Коваленко В.В. Іноземний капітал і фінансова безпека банківської системи України // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. Т.16. – Суми, 2006. – С.43-53.
104. Козлов Н. Регулирование финансовых рынков как фактор экономического развития России // Финансовый бизнес. – 2006. – № 2. – С.33-42
105. Козюк В. Вплив глобалізації фінансових ринків на процентні ставки: аспекти монетарної політики // Вісник Національного банку України. – 2006. – № 4. – С.40-43
106. Козьменко С.М., Шпиг Ф.І. Обмеження і межі присутності іноземного капіталу у вітчизняній банківській системі // Вісник Української академії банківської справи. – 2006. – № 2. – С.105-109.
107. Козьменко С.Н. Проблемы и перспективы слияний и поглощений компаний (на примере зарубежного опыта и банковской сферы) // Россия-Украина: Экономическое и научно-техническое сотрудничество. – М., 1999. – С. 18-41.
108. Комков Н.И., Ерошкин С.Ю., Кравченко М.В. Анализ и оценка перспектив перехода к инновационной экономике // Проблемы прогнозирования. – 2005. – № 6. – С. 10-26
109. Кондуков Г.М. Коллективные инвестиции домашних хозяйств России как альтернатива банковским вкладам // Проблемы современной экономики. – № 1 (21). – 2007 // [www. m-economy.ru](http://www.m-economy.ru)
110. Конопліна Ю.С. Недержавне пенсійне забезпечення як напрямок розширення банківської діяльності // Вісник Української академії банківської справи. – 2007. – № 1. – С.58-65.
111. Конопліна Ю.С., Науменкова С.В. Напрямки розвитку страхового ринку України в контексті міжнародних інтеграційних процесів // Вісник Української академії банківської справи. – 2005. – № 2.- С.15-22.
112. Константинов А. В поисках конкуренции // Эксперт Казахстан. – 2007. – № 27. – С. 2



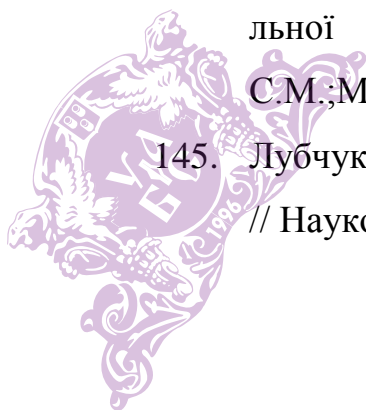
113. Контроль: інспектування, аудит, банківський нагляд: Монографія/Авт. кол.: Стельмах В.С.; Єпіфанов А.О.; Сало І.В.; Єпіфанова М.А.- Суми: ВТД "Університетська книга", 2006.- 432с.
114. Концепція Державної цільової економічної програми модернізації ринків капіталу в Україні. Розпорядження Кабінету Міністрів України від 8. 11. 2007р. № 976-р. // www.kmu.gov.ua
115. Концепція функціонування і розвитку ринку капіталів в Україні. – Українська фондова біржа, 1993. // www.ukrse.kiev.ua
116. Концепція функціонування і розвитку фондового ринку в Україні Постанова Кабінету Міністрів України від 29.04.1994. – № 277. // www.rada.gov.ua
117. Концепція функціонування та розвитку фондового ринку України. - Постанова Верховної Ради України від 22.09.1995. – № 342/95 – ВР. // www.rada.gov.ua
118. Копылова О.В. Международные институты в сфере регулирования фондовых рынков // Наукові праці ДонНТУ. Серія економічна. Випуск 89 – 2. – 2005. – С. 142-148
119. Корнєєв В.В., Глущенко С.В. Цінні папери в системі фінансового ринку: Фінансовий ринок та ринок цінних паперів. Операції з цінними паперами.- К.: НДФІ, 1999.- 68 с.
120. Корнєєв В.В. Інвестиційна спорідненість приватизації і фондового ринку // Фінанси України. – 2002. – № 4. – С.73-80
121. Корнєєв В.В. Кредитні та інвестиційні інструменти фінансування економічного розвитку // Економічна теорія. – 2005. – № 3. – С.75-83
122. Корнєєв В.В. Концентрація капіталу і корпоративні угоди на фінансових ринках // Фінанси України. – 2000. – № 11. – С.86-92
123. Корнєєв В.В. Модель та інструментарій фінансового ринку України // Фінанси України. – 2005. – № 6. – С. 76-81



124. Корнійчук О. Ключові проблеми в діяльності фондового ринку України та їх вплив на реалізацію національних інтересів у фінансовій сфері // Ринок цінних паперів України. – 2006. – № 11 – 12. – С. 17-25
125. Коуз М. Эйхан, Прасад Ишвар, Рогофф Кеннет, Шан-Цзин Вей. Финансовая глобализация: не ограничиваясь порицаниями // Финансы & развитие. – 2007. – Март. – С. 9-13
126. Кравченко П.П. Финансовый рынок в рыночной экономике // Финансовый менеджмент. – 2001. – № 4. – С.109-130
127. Красавина Л.Н., Валенцева Н.И. Роль банков на финансовом рынке: мировой опыт и российская практика // Финансы и кредит. – 2006. – № 8. – С. 2-16
128. Красножон С., Стеценко Б. Типологія національної моделі корпоративного управління // Цінні папери України. – 08.03.2006
129. Кредитна система України і банківські технології. У 3 кн. Кн.1: Кредитна система України: Навчальний посібник / Національний банк України; Ред. І.В. Сало.- Львів: ЛБІ НБУ, 2002.- 508 с.
130. Кривенко Л.В., Процик Т.В. Монетарні важелі активізації розвитку економіки держави // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. Т. 13.- Суми., 2005.- С.265-268.
131. Криничанский К., Горюнова М., Безруков А. Использование модели Стефана Росса в анализе Российского фондового рынка // Рынок ценных бумаг. – 2006. – № 8. – С. 65-68
132. Ксенофонов М.Ю. Теоретические и прикладные аспекты долгосрочного прогнозирования // Проблемы прогнозирования. – 2002. – № 2. – С. 3-29
133. Кудрявцева М.Г., Харламов Г.А. Базель II: новые правила игры // Банковское дело. – 2004. – № 12. – С. 12-18
134. Курс по макроэкономической и финансовой политике в странах с переходной экономикой. Т.1. Макроэкономические счета, анализ и проно-



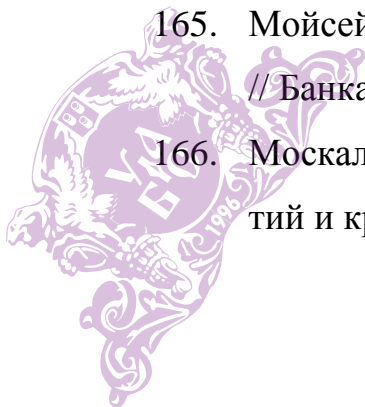
- зирование. Материалы семинара. – Институт МВФ. – Киев, 2-13 сентября 2002 г.
135. Кутовенко А.М. Глобалізація світових фінансових ринків та її вплив на фінансові стратегії транснаціональних корпорацій // Стратегія економічного розвитку України: Науковий збірник. Вип.4. – К.: КНЕУ, 2001. – 360 с.
136. Лакшина О.А. Перспективы создания единого регулятора финансового рынка // Деньги и кредит. – 2005. – № 10. – С. 30-33
137. Ларина Л. Мегарегулятор: festina lente // Банковское дело в Москве. – 2005. – № 9. – С. 29-32
138. Ленчук Е.Б. Проблемы перехода к инновационной модели развития в странах СНГ // Проблемы прогнозирования. – 2006. – № 4. – С. 126-145
139. Леоненко П.М., Юхименко П.І., Ільєнко А.А. та ін. Теорія фінансів: Навчальний посібник / За загальною ред. О.Д. Василика. – К.: Центр навчальної літератури, 2005. – 480 с.
140. Леонов Д.А., Смаглюк Є.М., Перспективні напрями розвитку інформаційної інфраструктури ринку акцій в Україні // Фінанси України. – 2007. – № 2. – С. 56-68
141. Лилик О. Bancassurance та перспективи його розвитку в Україні // Вісник НБУ, 2007. – лютий. – С. 32-37
142. Липшиц Лесли. Обратитъ внимание на финансы // Финансы & развитие. – 2007. – Март. – С. 24-27
143. Ли Ченг Ф., Финнерти Дж.И. Финансы корпораций: теория, методы и практика: англ.- М.: Инфра-М, 2000.- 686 с.
144. Лібералізація руху капіталу в ході євроінтеграції: досвід країн центральної Європи: Монографія / Ред. Єпіфанов А.О.; Козьменко С.М.;Макаренко М.І.- Суми: УАБС НБУ, 2007.- 109 с.
145. Лубчук І.В. Ідентифікація технологічного розриву в економічній теорії // Наукові записки. Економічні науки. – Том 44. – 2005. – С.55-59



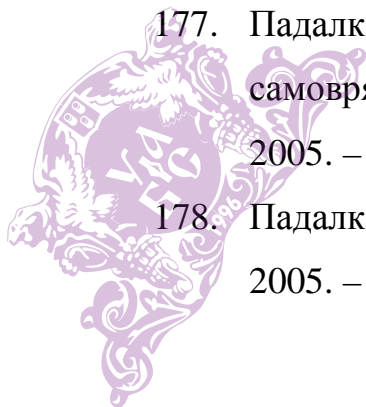
146. Любкіна О.В. Фінансові ринки у контексті глобалізації // Фінанси України. – 2005. – № 9. – С. 122-128
147. Люта О.В. Школьник І.О. Проблемні аспекти розвитку фінансового лізингу в Україні // Економіка: проблеми теорії та практики. Збірник наукових праць. Випуск 220: В 3 т. Том III. – Дніпропетровськ: ДНУ, 2006. – С. 621-627
148. Лютий І.О., Міщенко В.І. Проблеми розвитку сучасного міжнародного фінансового ринку та інтеграційний курс України // Фінанси України. – 2006. – № 5. – С. 21-31
149. Майзенберг Ф., Велигора Д., Гусева М. Рекомендации международных организаций по модернизации депозитарной деятельности // Международный опыт. – 2006. – № 1. – С. 12-18
150. Макаренко М.І. Макроекономічні чинники міжбанківської конкуренції на грошово-кредитному ринку України // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. Т.16. – Суми, 2006. – С.13-20.
151. Макро- і мікроекономічні складові розвитку: Монографія / Стельмах В.С.;Спіфанов А.О.;Сало І.В.;Дяконова І.І.;Спіфанова М.А. – Суми: ВТД "Університетська книга", 2006.-505 с.
152. Материалистическая диалектика. Краткий очерк теории, – М., 1985.
153. Международная конвергенция измерения капитала и стандартов капитала: новые подходы. – Июнь 2004. – Банк международных расчетов. Базель // www.cbr.ru
154. Мельников А.В. Риск-менеджмент: стохастический анализ рисков в экономике финансов и страхования. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Анкил, 2003. – 159 с.
155. Мендрул О. Корпоративне управління: усталені характеристики та особливості їх реалізації в національній моделі // Ринок цінних паперів України. – 2002. – № 9 – 10. – С. 51-58



156. Методичні рекомендації щодо оцінки рівня економічної безпеки України / Національний інститут проблем міжнародної безпеки; За ред. А.І. Сухорукова. – К., 2003. – 64 с.
157. Мещеряков А.А. Аналіз економічної сутності понять "ринок фінансових послуг" та "ринок банківських послуг" // Формування ринкових відносин в Україні. – 2007. – № 5. – С.31-35
158. Мещеряков А.А. Організація діяльності комерційного банку: Навчальний посібник: Навчальне видання.- К.: ЦУЛ, 2007.- 608 с.
159. Мещеряков А.А. Теоретико - практичні засади побудови фінансового менеджменту банку // Формування ринкових відносин в Україні. – 2006. – № 6. – С.53-57
160. Мещеряков А.А. Формування та використання ресурсної бази банку // Фінанси України. – 2006. – № 3. – С.89-94
161. Мишкін Фредерік С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків / Пер. з англ.. С. Панчишин, Г. Стеблій, А. Стасишин. – К.: Основи, 1998. – 963 с.
162. Міщенко В.І., Шаповалов А.В., Юрчук Г.В., Електронний бізнес на ринку фінансових послуг: практик. Посіб. – К.: Т-во «Знання», 2003. – 278с.
163. Мозговий О., Лук'яненко Д. Ринок цінних паперів: регуляторна структура в умовах глобалізації // Ринок цінних паперів. Вісник Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. – 2005. – № 9. – С.3-13
164. Моисеев С.Р. Глобализация финансовых рынков: миф или реальность? // Дайджест-Финансы. – № 3. – 2002. – С. 18-24
165. Мойсейчик Г. Развитие финансовых холдингов в Республике Беларусь // Банкаўскі веснік, 2006. – май. – С. 22-29
166. Москаленко В.П., Ткаченко А.А. Инвестирование развития предприятий и кредиты банков.- Сумы: Собор; УАБД НБУ, 2005.- 48 с.



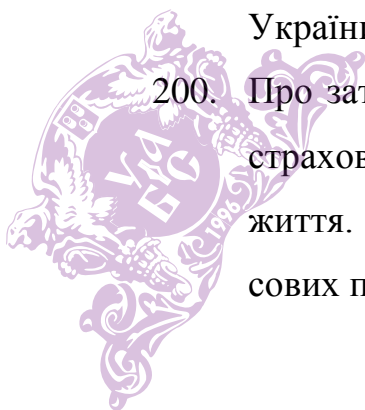
167. Науменкова С.В., Міщенко С.В. Сучасна модель фінансової системи: Порівняльний аналіз основних підходів // Фінанси України. – № 6. – 2006. – С. 44-56
168. Невошинська Л., Стасюк Ф. Антологія українського ринку цінних паперів // Ринок цінних паперів України. – 2004. – № 5 – 6. – С. 3-16
169. О Национальном банке Молдовы. Закон Республики Молдова от 21. 07. 1995 г. № 548-ХІІІ // [www. base.spinform.ru](http://www.base.spinform.ru)
170. О Национальном банке Таджикистана. Закон Республики Таджикистан от 14. 12. 1996 г. № 383 // www. nbt.tj
171. О ценных бумагах и фондовой бирже. Закон Республики Таджикистан от 4. 11. 1995 г. № 126 // www.bei-ca.net
172. Опарін В.М. Фінанси (Загальна теорія): Навч. посібник. – 2-ге вид., доп. і перероб. – К.: КНЕУ, 2001. – 240 с.
173. Основні засади грошово-кредитної політики на 2008 рік. Схвалені рішенням Ради Національного банку України від 28 листопада 2007 р. № 18 // www. bank.gov.ua
174. Основні принципи ефективного банківського нагляду. Базельський комітет з питань банківського нагляду. Банк міжнародних розрахунків.: Базель. – Жовтень 2006 р // www.bis.org
175. Охріменко О. Вплив ринку державних цінних паперів України на функціонування кредитного ринку // Економічний часопис. – 2004. – № 9
176. Оцінка кредитоспроможності та інвестиційної привабливості суб'єктів господарювання: Монографія / А.О. Єпіфанов, Н.А. Дехтяр, Т.М. Мельник, І.О. Школьник та ін. / За ред. Доктора економічних наук А. О. Єпіфанова. – Суми: УАБС НБУ, 2007. – 286с.
177. Падалка В.М. Запозичення фінансових ресурсів органами місцевого самоврядування України на ринку єврооблігацій // Фінанси України. – 2005. – № 6. – С. 82-92
178. Падалка В.М. Ризики муніципальних запозичень // Фінанси України. – 2005. – № 2. – С. 114-122



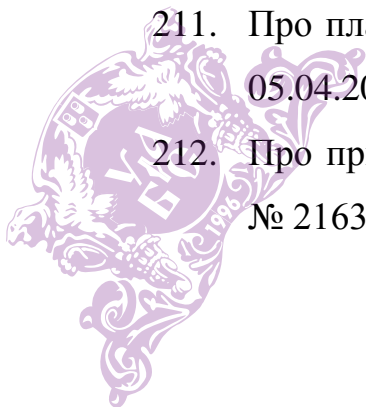
179. Панфилов В.С., Шураков А.Г., Стуков А.С. Анализ текущего состояния и перспектив развития финансового сектора // Проблемы прогнозирования. – 2005. – № 1. – С. 3-34
180. Партин Г., Тивончук О. Роль небанківських фінансових посередників у фінансуванні інноваційного розвитку // Вісник НБУ. – 2005. – травень. – С. 46-51
181. Перспективы развития мировой экономики. Глобализация и инфляция. Апрель 2006 г // www.imf.org
182. Перспективы розвитку світової економіки. Доповідь Міжнародного Валютного фонду. Квітень 2006 р // www.imf.org
183. Пикуш Ю.П. Оценка уровня либерализации рынков банковских услуг. – Сумы: УАБД НБУ. – 2006. – 72 с.
184. Поворозник В.О. Фондовый рынок Украины на современном этапе: проблемы та шляхи їх вирішення // Стратегічні пріоритети. – 2007. - № 1. – С. 127-132
185. Положення про Державну комісію з регулювання ринків фінансових послуг України. Затверджено Указом Президента України від 4. 04 2003 р. № 292/2003 // www.rada.gov.ua
186. Положення про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку. Затверджено Указом Президента України від 12. 06 1995 р. № 446/95 // www.rada.gov.ua
187. Положення про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку. Затверджено Указом Президента України від 14. 02. 1997 р. № 142/97 // www.rada.gov.ua
188. Положення про Міністерство фінансів України. Затверджено постановою Кабінету Міністрів України від 27. 02. 1993 р. № 147 // www.rada.gov.ua
189. Положення про Міністерство фінансів України. Затверджено постановою Кабінету Міністрів України від 27.12. 2006 р. № 1837 // www.rada.gov.ua



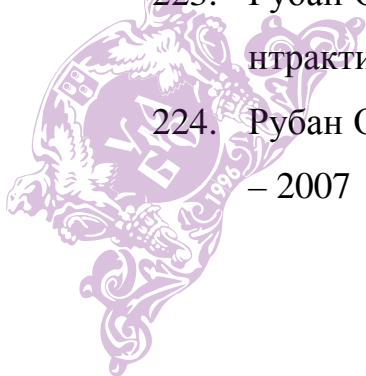
190. Положення щодо організації діяльності банків та їх відокремлених структурних підрозділів при здійсненні ними професійної діяльності на ринку цінних паперів. Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 16.03.2006. – № 160 // www.ssmc.gov.ua
191. Порядок та умови видачі ліцензії на провадження окремих видів професійної діяльності на фондовому ринку, переоформлення ліцензії, видачі дубліката та копії ліцензії. Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 26.05.2006. – № 345 // www.ssmc.gov.ua
192. Прасад Инвар, Раджан Рагурам, Субраманьян Арвинд. Парадокс капитала // Финансы & развитие. – 2007. – Март. – С. 16-19
193. Про банки та банківську діяльність. Закон України від 07.12.2000. – № 2121-III // www.rada.gov.ua
194. Про видачу ліцензії на здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів. Наказ Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 21 квітня 2005 р. - № 346 // www.ssmc.gov.ua
195. Про державне прогнозування та розроблення програм економічного і соціального розвитку України: Закон України від 23. 03. 2000 № 1602-III // www.rada.gov.ua
196. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні. Закон України від 30. 10. 1996. – № 448/96-ВР // www.rada.gov.ua
197. Про Державну програму приватизації. Закон України від 18.05.2000. – № 1723-III // www.rada.gov.ua
198. Про Державну програму приватизації на 1999 рік. Указ Президента України від 24.02.1999. – № 209/99 // www.rada.gov.ua
199. Про єдину систему органів приватизації в Україні. Указ президента України від 19. 02. 1994 р. № 56/94 // www.rada.gov.ua
200. Про затвердження Змін до Правил формування, обліку та розміщення страхових резервів за видами страхування, іншими, ніж страхування життя. Розпорядження Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України від 14.12.2005 року. – № 5117 // www.rada.gov.ua



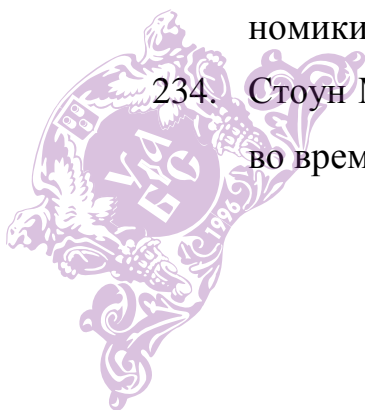
201. Про затвердження Правил розміщення страхових резервів із страхування життя. Розпорядження Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України від 26.11.2004 року. – № 2875 // www.rada.gov.ua
202. Про затвердження положення про Державний комітет фінансового моніторингу України. Постанова Кабінету Міністрів України від 31.01.2007 р. № 100 // www.rada.gov.ua
203. Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії. Указ Президента України від 19.02.1994 № 55/94 // www.rada.gov.ua
204. Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди). Закон України від 15 березня 2001 року. – № 2299-III // www.rada.gov.ua
205. Про іпотеку. Закон України від 05.06.2003 № 898-IV // www.rada.gov.ua
206. Про іпотечні облігації. Закон України від 22.12.2005 № 3273-IV // www.rada.gov.ua
207. Про Національний банк України. Закон України від 20.05.1999. – № 679-XIV // www.rada.gov.ua
208. Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні. Закон України від 10 12. 1997 р. № 710/97-ВР // www.rada.gov.ua
209. Про недержавне пенсійне забезпечення. Закон України від 9 липня 2003 року. – № 1057-IV // www.rada.gov.ua
210. Про основи національної безпеки. Закон України від 19.06.2003. - № 964-IV // www.rada.gov.ua
211. Про платіжні системи та переказ грошей в Україні. Закон України від 05.04.2001. – № 2346-III // www.rada.gov.ua
212. Про приватизацію державного майна. Закон України від 04.03.1992. – № 2163-XII // www.rada.gov.ua



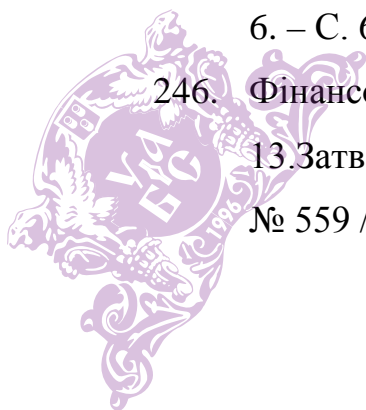
213. Про Рахункову палату. Закон України від 11. 07. 1996 р. № 315/96-ВР // www.rada.gov.ua
214. Про тимчасове положення про Фонд державного майна України. Постанова Верховної Ради України від 7. 07. 1992 р. № 2558-ХІІ // www.rada.gov.ua
215. Про цінні папери та фондову біржу. Закон України від 18.06.1991. – № 1201-ХІІ // www.rada.gov.ua
216. Про цінні папери та фондовий ринок. Закон України від 23. 02. 2006. № 3480-IV // www.rada.gov.ua
217. Райзберг Б.А. Курс економіки: Учебник / Под ред. Б.А. Райзберга. – М.: ИНФРА – М, 1997. – 720 с.
218. Риск-менеджмент інновацій. Васильєва Т.А., Дибенко О.Н., Елифанов А.А. и др. – Сумы: «Деловые перспективы», 2005. – 260 с.
219. Розанова Н. Развивающиеся рынки капитала: чему учит мировой опыт // Мировая экономика и международные отношения. – 2007. – № 2. – С. 24-31
220. Романенко О.Р. Фінанси: Підручник. – К.: Центр навчальної літератури, 2004. – 312 с.
221. Рот А., Захаров А., Миркин Я., Бернард Р., Баренбойм П., Борн Б. Основы государственного регулирования финансового рынка. Зарубежный опыт: Учебное пособие для юридических и экономических вузов. – М.: Юридический Дом «Юстицинформ», 2002. – 411 с.
222. Роу А., Пічі С. Консолідація банківського сектора: порівняльне дослідження України та інших країн з перехідною економікою. Світовий банк, Oxford Policy Management. – 2003. - 24 с.
223. Рубан О. Спец проект «Корпоративні фінанси»: Сек'юриті-сервіс // Контракти. – 2007. – № 6
224. Рубан О. Чому кредити в гривні стануть дешевими // Контракти. – № 8. – 2007



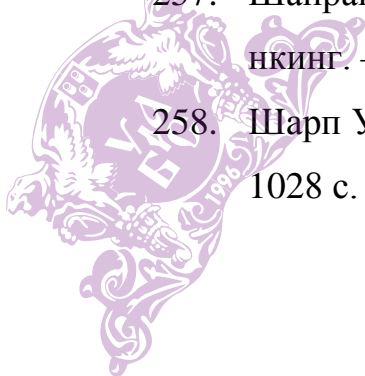
225. Рудый К.В. Финансовые кризисы: теория, история, политика. – М.: Новое знание, 2003. – 400 с.
226. Сало І.В., Петренко Ю.М. Проблеми українського ринку М&А на сучасному етапі його розвитку // Вісник Української академії банківської справи.- 2007.- № 1.- С.96-103.
227. Сандлер Д.М. Особливості впровадження системи недержавного пенсійного забезпечення в умовах України // Економіка: проблеми теорії та практики: Збірник наукових праць. – Випуск 233: В 5 т. – Т 2. – Дніпропетровськ: ДНУ. – 2007. С. 539-545.
228. Самофалов П.П., Терещенко Г.М. Напрями підвищення ефективності управління державними корпоративними правами на ринку цінних паперів та збільшення доходів бюджету // Фінанси України. – 2006. – № 4. – С. 124-132
229. Світові фінанси: Навчальний посібник /С. М. Козьменко, В.М. Нечепуренко, О.М. Костюк та ін. – Суми: ВТД «Університетська книга», 2002. – 116 с.
230. Сігайов А.О. Фінансова система Австрії // Фінанси України. – 2005. – № 6. – С. 125-130
231. Сідолако М.С. Банківські ризики та управління ними // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. Збірник наукових праць. – Том 20. – Суми: УАБС НБУ, 2007. – С. 261-264
232. Сірко А.В. Корпоративний сектор: структура, місце та роль в сучасній економіці // Вісник ВПІ. – 2004. – № 4. – С. 17-24
233. Скоробогатов А. Фондовый рынок, институциональная структура и проблема стабильности капиталистической экономики // Вопросы экономики. – 2006. – № 12. – С. 80-97
234. Стоун М. Реструктуризация корпоративного сектора. Роль государства во времена кризиса. – Июнь 2002 // www.imf.org



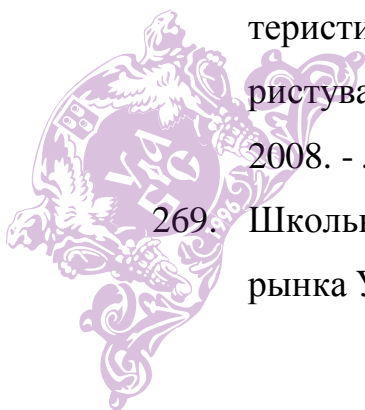
235. Стратегія застосування міжнародних стандартів фінансової звітності в Україні. Схвалено розпорядженням Кабінету Міністрів України від 24 жовтня 2007р. - № 911-р. // www.nau.kiev.ua
236. Стрельбицька Л.М., Стрельбицький М.П. Основи безпеки банківської системи України та банківської діяльності: Монографія: К. – Кондор, 2004. – 600 с.
237. Стукало Н.В. Глобалізація та розвиток фінансової системи України // Фінанси України. – 2005. – № 5. – С. 29-35
238. Суржко А.В. Банковская система и рынок ценных бумаг: конкуренция в условиях конвергенции // Финансы и кредит. – 2007. – № 12. – С. 17-25
239. Суэтин А.А. Международный финансовый рынок: учебник. – М.: КНОРУС, 2007. – 264 с.
240. Токмакова І.В., Краснов В.Г. Сутність і структура фінансового ринку // Фінанси України. – 2001. – № 12. – С. 112-121
241. Українська економіка сьогодні – досягнення проблеми, перспективи / Я.А.Жалило, Я.Б. Базилюк, Я. Белінська та ін. – К.: НІСД, 2007. – 92 с.
242. Управление данными и рисками во всем мире в 2005 году // Банковские технологии. – 2006. - № 1. – С.14-21
243. Управление данными и рисками во всем мире в 2005 году // Банковские технологии. – 2006. – № 2. – С.14-19
244. Федотов Д. Комплексный подход к управлению рисками // Финансовый бизнес. – 2007. - № 5. – С. 70-78
245. Фетисов Г. Ставка рефинансирования и система рыночных процентных ставок // Мировая экономика и международные отношения. – 2005. – № 6. – С. 66-75
246. Фінансові інструменти. Положення (стандарту) бухгалтерського обліку 13. Затверджено Наказом Міністерства фінансів України від 30.11.2001 № 559 // www.rada.gov.ua



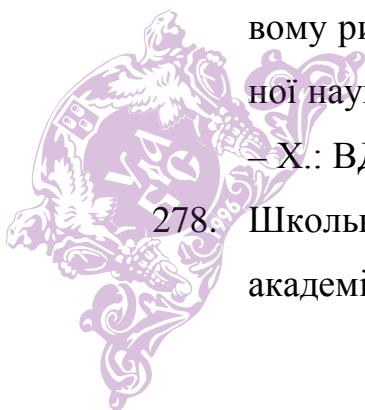
247. Фінансово-кредитна системи України-Росії (XVIII - XX ст.): Навчальний посібник / Ред. І.В. Сало.- К., 2000.- 312 с.
248. Хандруев А. О целесообразности создания мегарегулятора на российском рынке финансовых услуг // www. bfi.ru
249. Ханин Г.И., Фомин Д.А. Потребление и накопление основного капитала в России: альтернативная оценка // Проблемы прогнозирования. – 2007. – № 1. – С. 26-51
250. Ходаківська В.П., Беляєв В.В. Ринок фінансових послуг: теорія і практика. Навчальний посібник. – К.: ЦУЛ, 2002. – 616 с.
251. Хорольський В.П., Коровіна О.В., Харін С.А. Економіка України: позитивна динаміка та структурні проблеми розвитку // Економіка: проблеми теорії та практики: Збірник наукових праць. – Випуск 233: В 5 т. – Т 1. – Дніпропетровськ: ДНУ. – 2007. С. 31-38
252. Хохлов Е. Риск менеджмент: национальные особенности // Банковский менеджмент. – 2006. - № 3. – С.8-18
253. Циклы воспроизводства капитала: Монография/Козьменко С.Н.;Васильева Т.А.;Скляр И.Д.;Епифанов А.А.; Леонов С.В.;Костель Н.В.- Сумы: Деловые перспективы, 2005.- 221 с.-(Мастер-класс)
254. Цыганов А.А., Гришин П.А. Интеграционные структуры банковско-страховых групп // Финансы и кредит. – 2007. – № 36. – С. 51-57
255. Чжен Ён Хан Финансовые холдинговые компании: международная практика и возможности для России // Проблемы прогнозирования. – 2005. – № 1. – С. 115-120
256. Шапран В. Royal Bank of Scotland Group – королевский стандарт // Банковские технологии. – 2006. - № 1. – С.51-57
257. Шапран Н.С. Банки и биржи: тайна двух систем // Инвестиционный банкинг. – 2007. – № 2. – С. 2-10
258. Шарп У., Александер Г., Бейли В. Инвестиции. – М.: Инфра-М, 1997. – 1028 с.



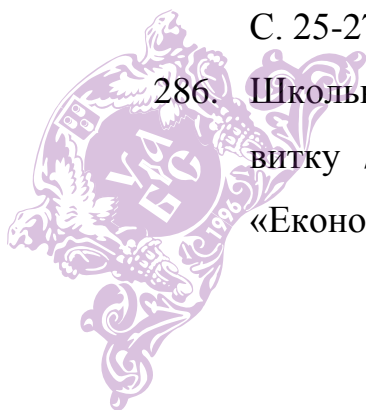
259. Шафран В.С. Инвестиционные банки в США: история перемен // Банковское дело. – 2007. - № 6. – С. 53-56
260. Швец С. Структура рынка облигаций Украины: основные участники // Рынок ценных бумаг. – 2006. – № 8. – С. 57-61
261. Шелудько В.М. Фінансовий ринок: Навч. посібник. – 2-ге вид., випр. і доп. – К.: Знання – Прес, 2003. – 535 с.
262. Шинази Г.Дж. Сохранение финансовой стабильности. МВФ. – 2005. – // www.imf.org
263. Школьник І.О. Андеррайтинг та його роль в розвитку ринку капіталу України // Економічний аналіз. Збірник наукових праць кафедри економічного аналізу Тернопільського національного економічного університету. Тернопіль. – Випуск. 2. – № 18. – С. 179-182
264. Школьник І.О. Банкрутство як наслідок ринкових перетворень // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Збірник наукових праць: Т.5. – Суми: ВВП «Мрія-1» ЛТД, 2002. – С.217- 220
265. Школьник І.О. Вплив приватизаційних процесів на формування фінансового ринку в Україні // Вісник Хмельницького національного університету. Економічні науки. Хмельницький, 2007. – № 6. – Т. 1. – С. 46-49
266. Школьник І.О. Державне регулювання фінансового ринку: вітчизняний та зарубіжний досвід // Науковий вісник Ужгородського університету. Серія «Економіка». Спецвипуск 22. – Ужгород. – 2007. – С. 140-145
267. Школьник І.О. Деякі аспекти пенсійної реформи в Україні // Проблеми трансформації економіки України. Збірник наукових праць.–Д.:Вид-во Дніпропетровського ун-ту, 2000. –С.195-199.
268. Школьник І.О. Етапи розвитку фінансового ринку України та їх характеристика // Механізм регулювання економіки, економіка природокористування, економіка підприємства та організація виробництва. – 2008. - № 1. – С. 208-213
269. Школьник И.А. К вопросу о рыночной капитализации финансового рынка Украины // Бизнес-Информ. – 2007. – № 10 (1). – С. 62-65



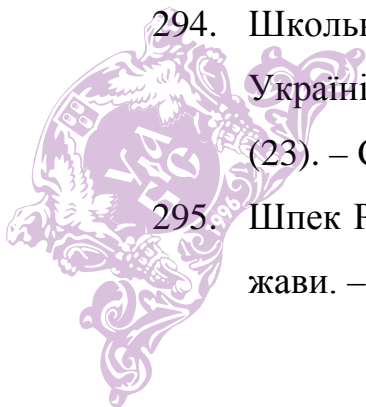
270. Школьник І.О., Люта О.В. Базель II: основні складові та їх характеристика // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Збірник наукових праць. Т. 20. – Суми: УАБС НБУ, 2007. – С. 165-171
271. Школьник І.О., Макаренко О.М. Проблемні аспекти оцінки кредитоспроможності позичальника // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Збірник наукових праць. Т. 19. – Суми: УАБС НБУ, 2007. – С. 201-208
272. Школьник І.О., Мельник Т.М. Фінансовий менеджмент як необхідна складова ефективної системи управління підприємством // Вісник Української академії банківської справи. – 2003. – № 1 (14). – С. 29-32
273. Школьник И.А. Международный финансовый рынок: современные тенденции развития // Бизнес-Информ. – 2007. – № 12 (1). – С. 168-171
274. Школьник І.О. Моделі фінансового ринку та перспективи їх розвитку // Економіка: проблеми теорії та практики. Збірник наукових праць. Випуск 233. В 5 т. Том 2. – Дніпропетровськ: ДНУ, 2007. – С. 442-448.
275. Школьник І.О. Особливості державного регулювання фінансового ринку в Україні // Світ фінансів. Науковий журнал Тернопільського національного економічного університету. Тернопіль.: ТНЕУ. – 2007. – № 4. (13). – С. 86-93
276. Школьник І.О. Особливості державного регулювання фінансового ринку України на сучасному етапі // Формування єдиного наукового простору Європи та завдання економічної науки. Матеріали міжнародної наук.-практ. Конференції. Тези доп. (24-26 жовтня). – Тернопіль. – 2007. – С. 361-362
277. Школьник І.О. Особливості руху капіталу на міжнародному фінансовому ринку // Фінансові ринки та інститути: Тези доповідей міжнародної науково-практичної конференції 7 – 8 грудня 2007 р. У 2-х т. – Т. 1. – Х.: ВД «ІНЖЕК», 2007. – С. 326-328
278. Школьник І.О. Підсумки процесу приватизації // Вісник Української академії банківської справи. – 2001. – № 2. – С. 81-85



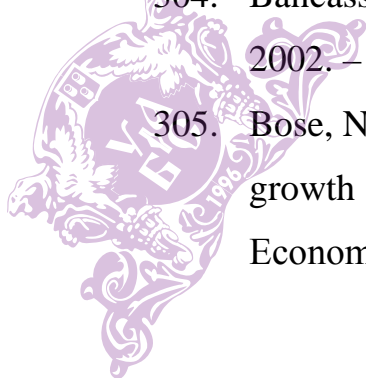
279. Школьник І.О., Пігуль Н.Г. Особливості формування структури акціонерної власності підприємств машинобудівної галузі України // Економіка: проблеми та практика. Збірник наукових праць. Випуск 191: В 4-х томах. Том I. – Дніпропетровськ: ДНУ, 2004. – С. 110-115.
280. Школьник І.О., Рекуненко І.І. Структура фінансового ринку країни в умовах розвитку ринкових відносин // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. Збірник наукових праць. – Випуск 21. – Суми: УАБС НБУ, 2007. – С. 89-97.
281. Школьник І.О. Роль банків у процесі формування національної моделі фінансового ринку // Вісник Української академії банківської справи. – 2008. - № 1. (24) – С. 64-70.
282. Школьник І. О. Роль банків у процесі формування національної моделі фінансового ринку // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. Збірник тез доповідей X Всеукраїнської науково-практичної конференції (22-23 листопада 2007 р.): У 2-х т. – Т.1. – Суми: УАБС НБУ, 2007. – С. 106-107
283. Школьник І.О. Роль банків в розвитку фінансового ринку України // Забезпечення сталого розвитку банківської діяльності: Матеріали між нар. Наук.-практ. конф. – К.: КНЕУ, 2007. – С. 300-303
284. Школьник І.О. Сучасний стан посередників на фінансовому ринку та проблеми їх розвитку // Економіка: проблеми теорії та практики. Збірник наукових праць. Випуск 235. В 4 т. – Т. 2. – Дніпропетровськ: ДНУ, 2008. – С. 465-471
285. Школьник І.О. Фінансовий аспект приватизаційних процесів в Україні // Вісник Української академії банківської справи. – 2001. (10) – № 1. – С. 25-27
286. Школьник І.О. Фінансове посередництво в Україні: сучасний стан розвитку // Вісник Хмельницького національного університету. Серія «Економічні науки». – 2008. – №1. – Т.1. – С. 105-109



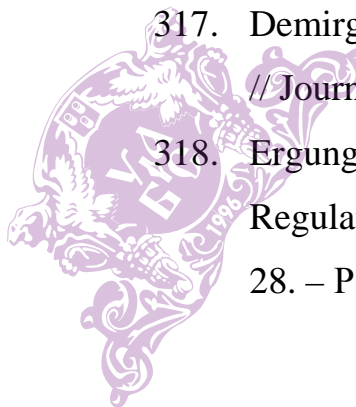
287. Школьник І.О. Фінансовий ринок та його роль в інвестуванні реально-го сектору економіки // Вісник СумДУ. Серія «Економіка». – 2008. – № 1. – С. 200-206
288. Школьник І.О. Фінансовий ринок та його роль у фінансовій системі країни // Теорія і практика сучасної економіки. Матеріали VIII міжнародної науково-практичної конференції: Черкаси, 26-28 жовтня 2007 р. – Черкаси: ЧДТУ, 2007. – С. 184-187
289. Школьник І.О. Фінансовий ринок України в контексті розвитку світової фінансової системи: Монографія. – Суми: УАБС НБУ, 2007. – 98с.
290. Школьник І.О. Фінансовий ринок України: сучасний стан і стратегія розвитку: Монографія. – Суми: ВВП «Мрія» ТОВ, УАБС НБУ, 2008. – 348 с.
291. Школьник І.О. Фінансовий ринок як складова фінансової системи країни, його роль і значення // Збірник наукових праць Черкаського державного технологічного університету. Серія «Економічні науки». Випуск 19. – 2008. – С. 56-59
292. Школьник І.О. Фінансові посередники та їх роль в розвитку фінансового ринку // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. Збірник наукових праць. – Випуск 22. – Суми: УАБС НБУ, 2007. – С. 272-281
293. Школьник І.О. Фінансові ринки країн, що розвиваються в контексті глобалізаційних процесів // Розвиток наукових досліджень 2007: Матеріали третьої міжнародної науково-практичної конференції, м. Полтава, 26-28 листопада 2007 р.: - Полтава: вид-во «ІнтерГрафіка», 2007. – Т. 13. – С.88-91
294. Школьник І.О., Шпиг Ф.І. Сучасний стан розвитку ринку капіталу в Україні // Вісник Української академії банківської справи. – 2007. - № 2 (23). – С. 34-40.
295. Шпек Р.В. Проблеми зовнішніх запозичень і економічної безпеки держави. – 10 с. // www.niurr.gov.ua



296. Эль-Эриан А. Мохамед. Имея дело с изменениями глобального характера // Финансы & развитие. – 2007. – Март. – С. 32-34
297. Ярошенко С.П. Поєднання національних і регіональних інтересів у фінансово-кредитній сфері // Фінанси України.- 2000.- № 9.- С. 44-49.
298. Ярошенко С.П. Системний підхід до розбудови фінансової системи та відтворювальних процесів у виробництві - запорука розвитку економіки України // Росія-Україна: проблеми і можливості наукового та економічного співробітництва: Збірник наукових праць.- Суми, 2000.- С. 120-129.
299. Ярошенко С.П., Іванов С.В. Об'єднання банківського і промислового капіталів: "за" і "проти" // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Збірник наукових праць. Т. 4.- Суми, 2000. – С. 7-13
300. Allen F., D. Gale, Diversity of Opinion and the Financing of New Technologies // Journal of Financial Intermediation. – 1999. – № 8. – P. 68 – 89.
301. Allen F., Stock markets and resource allocation. In C. Mayer and X. Vives (eds.) // Capital Markets and Financial Intermediation. Cambridge: Cambridge University Press. – 1993
302. Amel D., Barnes C., Panetta F., Salleo C. Consolidation and Efficiency in the Financial Sector: A Review of the International Evidence // Journal of Banking and Finance. – 2004. - № 28. – P. 2493 – 2519.
303. Baier S., Dwyer Jr. G., Tamura R. How Important Are Capital and Total Factor Productivity for Economic Growth? // Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper. – 2002. – № 2a.
304. Bancassurance developments in Asia – shifting into a higher gear //Sigma. – 2002. – 7. – P. 40
305. Bose, Niloy & Cothren, Richard, Equilibrium loan contracts and endogenous growth in the presence of asymmetric information // Journal of Monetary Economics – Elsevier, 1996. – October. – vol. 38 (2). – P. 363-376,



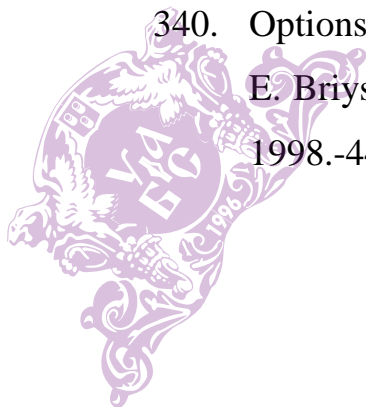
306. Bowen A. The Financial Stability Report of the Central Bank of Iceland: a review // *Financial Stability*. – 2007. – P. 84-97
307. Beck T., Levine R., External dependence and industry growth: does financial structure matter? // *World bank working paper*. – 2000
308. Beck T., Levine R., Loayza N. Finance and the Sources of Growth // *Journal of Financial Economics*. – 2000. – № 58. – P. 261-300.
309. Beck, T., Demirguc-Kunt A., Levine R., A new database on financial development and structure Washington, D.C: World Bank, mimeo, 1999
310. Beck T., Demirguc-Kunt A., Levine R. Finance, Inequality, and Poverty: Cross-Country Evidence // *National Bureau of Economic Research. – Working Papers*. – № 10979. – 2004.
311. Beck, T., Levine, R. Stock Markets, Banks, and Growth: Panel Evidence // *Journal of Banking and Finance*. – 2004. - № 28. – P. 423-442.
312. Bencivenga V., Smith B. Financial Intermediation and Endogenous Growth // *Review of Economic Studies*. – 1991. – № 58. – P. 195 – 209.
313. Boot A., A.V. Thakor, 1997. Financial systems architecture // *Review of Financial Studies*. – 1997. – № 10. – P. 693-733.
314. Campos, N., Coricelli, F. Growth in Transition: What We Know, What We Don.t, and What We Should // *William Davidson Institute Working Paper*. – 2002. – № 470.
315. Copeland, M.A. A study of the Money flows in the United States. NBER. – New York, 1952
316. Demirguc-Kunt A., Levine R., Bank-based and market-based financial systems: cross-country comparisons // *Washington D.C.: World Bank, mimeo*. – 1999
317. Demirguc-Kunt, A., Maksimovic V., 1998. Law, Finance, and Firm Growth // *Journal of finance*. – 1998. - № 53. – P. 2107-2137.
318. Ergungor, E. Market- vs. Bank-Based Financial Systems: Do Rights and Regulations Really Matter? // *Journal of Banking and Finance*. – 2004. – № 28. – P. 2869-2887.



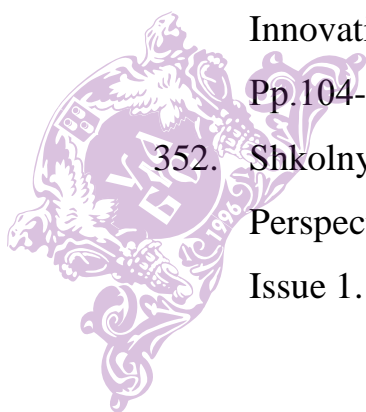
319. Goldsmith R. Financial Structure and Development, Yale University Press, New Haven, 1969.
320. Financial Stability Review // European Central Bank. – 2005. – June. // www.ecb.int
321. Flow of Funds Accounts of the USA. Release Date: March 9, 2006. // www.federalreserve.gov
322. Flow of Funds Accounts of the USA. Release Date: December 6, 2007. // www.federalreserve.gov
323. Global development finance. The Globalization of Corporate Finance in Developing Countries. Review, analysis, and outlook 2007. The world bank. – 2007 // www.imf.org
324. Hartman P., Maddaloni A., Manganelli S., The Euro Area Financial System: Structure, Integration And Policy Initiatives // European Central Bank, Working Paper series. – 2003. – May. – № 230
325. Herrmann S., Jochem A. The international integration of money markets in the central and east European accession countries: deviations from covered interest parity, capital controls and inefficiencies in the financial sector // Discussion paper. Economic Research Centre of the Deutsche Bundesbank. – 2003. – March. – 40 p.
326. Holscher J. Money and Credit Market Integration in the Run Up of EU Eastern Enlargement // University of Brighton. – 2003. – 24 p.
327. Howitt P. Economic-Growth, Technological-change, and Canadian economic-policy – Lipsey, RG. Canadian public policy-analyse de politiques 1997. 23, 4 с.
328. Hupkes Eva, Quintyn Marc, Taylor Michael W. Accountability Arrangements for Financial Sector Regulators. – International Monetary Fund. – 2006. – P. 24
329. International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues.-Washington: IMF, 1996, September.-159 p.-(World Economic and Financial Surveys)



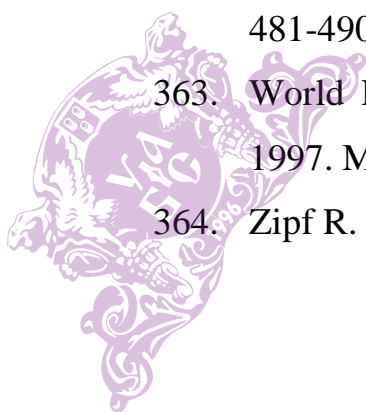
330. International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues.-Washington: IMF, 1997, November.-266 p.-(World Economic and Financial Surveys)
331. King R., Levine R. Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence // Journal of Monetary Economics. – 1993. – № 32. – P. 513-542.
332. Koetter M., Wedow M. Finance and growth in a bank-based economy: is it quantity or quality that matters? // Discussion Paper, Series 2: Banking and Financial Studies. – 2006. – № 2
333. Levine R. Finance and Growth: Theory and evidence. – National Bureau of economic research. – Working Paper. – № 10766. – September 2004. – 118 p. – www.nber.org/papers
334. Levine R. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda // Journal of Economic Literature. – 1997. – № 35. – P. 688 – 726.
335. Levine R. Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better? // Journal of Financial Intermediation. – 2002. – № 11. – P. 398-428.
336. Levine, R., Loayza, N., and Beck, T. Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes // Journal of Monetary Economics. – 2002. – № 46. – P. 31-77.
337. Levine, R., Zervos, S. Stock Markets, Banks, and Economic Growth // World Bank Working Paper. – 1996. - № 1690.
338. Managing the Enterprise in Transition while Coping with Inflation / Ed. D. Mozes. -Washington: The World Bank, 1994.-38 p.-(EDI Seminar Paper; N 47)
339. OECD Financial Sector review, Report № 17554-LAC, May 27, 1998. – P. 33
340. Options, Futures and Exotic Derivatives: Theory, Application and Practice/ E. Briys, M. Bellalah, H.M. Mai et al.-New York:John Wiley & Sons, Inc., 1998.-449p.-(Wiley Frontiers in Finance)



341. Petersen M., R. Rajan, The Effect of Credit Market Competition on Lending Relationships // Quarterly Journal of Economics. – 1995. - № 110. – P. 407-443.
342. Private Market Financing for Developing Countries.- Washington: IMF, 1995, November.- 89 p.- (World Economic and Financial Surveys)
343. Production and Capital Collected Papers of Kenneth J. Arrow, Volume 5, (Collected Papers of Kenneth J. Arrow) by Kenneth J. Arrow (Hardcover - Sep 30, 1985)
344. Quirk P.J. Capital Account Convertibility: A New Model for Developing Countries.-S.l.: IMF, 1994.-22 p.- (IMF Working Paper; 1994, July)
345. Recommendations 2000. – International Securities Services Association ISSA // www.issanet.org
346. Research Quarterly. Bond Market Association. – 2001 // www.Bondmarkets.com
347. Rioja, F., Valev, N. Finance and the Sources of Growth at Various Stages of Economic Development // Economic Enquiry. – 2004. – № 42. – P. 127-140.
348. Roberts M., Setterfield M. What is Endogenous Growth Theory? – October 2005. – p. 5.
349. Romer P. Increasing Returns and Long-run growth. - Journal of Political Economy. – October 1986. – vol. 94. – p. 1002-1037
350. Schinasi G. J. Defining Financial Stability // IMF Working Paper. – 2004. – October. – 19 p.
351. Shkolnyk I., Kozmenko O. The peculiarities of the financial market development in Ukraine // Investment Management and Financial Innovations. International Research Journal. Volume 5, Issue 1. – 2008. – Pp.104-112
352. Shkolnyk I. Risk management of financial supermarkets // Problems and Perspectives in Management. International Research Journal. Volume 6, Issue 1. – 2008. – № 1. – Pp. 24-30



353. Statistics on other financial intermediaries, financial markets and interest rates in the accession countries // Money, banking and financial market statistics in the accession countries. – Volume II. – May. – 2003. – European Central Bank //www.ecb.int
354. Stock markets and economic growth. World Bank Policy Research Bulletin March, April 1995. – Volume 6, Number 2
355. Sundaresan S.M. Fixed Income Markets and Their Derivatives. – Cincinnati, Ohio, 1997.
356. Tadesse S. Financial Architecture and Economic Performance: International Evidence // William Davidson Working Paper. – August 2001. – № 449. – 39 p.
357. Tadesse Solomon. Financial Architecture and Economic Performance: International Evidence / The University of South Carolina. – August 2001. – 39 p.
358. Tadesse, S., The Information and Monitoring Role of Capital Markets: Theory and International Evidence. University of South Carolina, Working Paper, 2000.
359. The European Bond Markets. An Overview and Analysis for Money Managers and Traders./Editor N.Battley. 6th Edition. - London, 1997.
360. The global economy in Tranzition. Harlow, 1996. – P. 78
361. Tomova B. Market mechanisms of financing culture in accession countries // Final Research Paper. OSI International Policy Fellowship – 2003. – 110 p.
362. Trew A. Finance and Growth: A Critical Survey // The Economic Record, The Economic Society of Australia, 2006. – December. – vol. 82(259), p. 481-490.
363. World Economic Outlook, International Monetary Fund, UN, Wash. DC, 1997. May. P45.
364. Zipf R. How Municipal Bonds Work. - New York Institute of Finance, 1995.



365. www.ufg.com.ua – офіційний сайт корпорації «Українська фінансова група»
366. www.ukrsibbank.com.ua – офіційний сайт банку «АКІБ«Укрсиббанк»
367. www.ulc.com.ua – офіційний сайт Української лізингової компанії
368. www.ukrsibfunds.com.ua – офіційний сайт компанії «Укрсиб Естет Менеджмент»
369. www.mega-polic.com.ua – офіційний сайт фінансового супермаркету «Мега поліс»
370. www.tas-group.com.ua – офіційний сайт фінансової групи ТАС
371. www.vabgroup.com.ua – офіційний сайт VAB груп
372. www.otpbank.com.ua – офіційний сайт ОТП банк



Державний вищий навчальний заклад
«УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ»

Додаток А

Структура чистої доданої вартості та чистого заощадження за секторами економіки України
(за даними Державного комітету статистики)

Сектори економіки	Чиста додана вартість						Чисте заощадження					
	2004 р.		2005 р.		2006 р.		2004 р.		2005 р.		2006 р.	
	млн. грн.	у %	млн. грн.	у %	млн. грн.	у %	млн. грн.	у %	млн. грн.	у %	млн. грн.	у %
Нефінансові корпорації	170368	63,94	217046	64,20	264834	63,68	15266	24,36	1881	2,99	7148	10,40
Фінансові корпорації	20077	7,53	18274	5,41	23513	5,65	13688	21,84	10965	17,46	14097	20,51
Сектор загального державного управління	34191	12,83	48476	14,34	64494	15,52	2958	4,72	4592	7,31	3815	5,55
Домашні господарства	44720	16,78	59803	17,69	73993	17,79	31077	49,58	45651	72,67	44203	64,33
Некомерційні організації, що обслуговують домашні господарства	2389	0,90	1859	0,55	2033	0,49	-314	-0,50	-272	-0,43	-548	-0,79
Оплата послуг фінансових посередників	-5275	-1,98	-7402	-2,19	-13009	-3,13	0	0,00	0	0,00	0	0,00
Вся економіка	266470	100,00	338056	100,00	415858	100,00	62675	100,00	62817	100,00	68715	100,00





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

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

Додаток Б

Показники продажу державних пакетів акцій
відкритих акціонерних товариств на фондових біржах та ПФТС
(за даними ДКЦПФР, ПФТС, та ФДМУ)

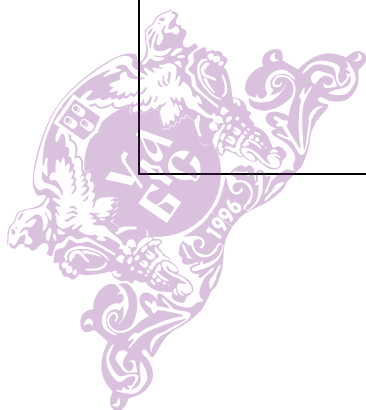
Показники	Рік				
	2002	2003	2004	2005	2006
Кількість ВАТ, акції яких пропонувались, грн.	443	330	226	140	173
Кількість запропонованих пакетів акцій, грн.	490	369	256	204	189
Кількість пакетів акцій за якими відбувся продаж, грн.	139	125	100	28	52
Вартість запропонованих акцій за номіналом, грн.	587,2	907,1	641,6	1068,0	598,9
Вартість проданих акцій: за укладеними контрактами, грн.	132,3	212,9	202,3	535,7	332,3
за номіналом, грн.	116,9	298,9	242,7	506,9	110,9
Коефіцієнт продажу акцій	0,20	0,33	0,38	0,48	0,19
Коефіцієнт співвідношення ринкової ціни акцій до їх номіналу	1,13	0,71	0,83	1,05	3,0
Загальний обсяг торгів акціями на організованому ринку, млн. грн.	940	840	1840	4480	6950



Додаток В

Характеристика етапів розвитку фінансового ринку України з позиції формування моделі (складено автором)

Параметри фінансового ринку	Приватизаційний період 1996 -2000 рр.	Постприватизаційний період 2001-2006
Перетворення заощаджень в інвестиції	Ринково орієнтована (англо-американська)	Банкоцентрична (континентальна)
Реальний рух фінансових потоків	Банкоцентрична (континентальна)	Банкоцентрична (континентальна)
Концентрація власності емітентів	«Розпорошення власності». Переважання дрібних акціонерів. (Ринково орієнтована)	Посилення концентрації власності. Основні власники – промислово-фінансові групи, а не банки. (трансформаційна модель)
Домінування в управлінні суб'єкта господарювання	Майже повна монополія менеджерів суб'єкта господарювання. (трансформаційна модель)	Перехід від управління менеджерами до управління власниками. (трансформаційна модель)
Рівень корпоративної відкритості	Домінування закритих акціонерних товариств над відкритими. (трансформаційна модель)	Домінування закритих акціонерних товариств над відкритими. Відкриті акціонерні товариства, з метою уникнення зміни структури власності, юридично будучи відкритими фактично перетворюються на закриті. (трансформаційна модель)
Асиметричність інформації	Асиметричність інформації в сторону емітентів. (ринково орієнтована)	Асиметричність інформації в сторону емітентів. (ринково орієнтована)
Характер операцій на фондовому ринку	Короткострокові, спекулятивні. (трансформаційна)	Короткострокові, спекулятивні. (трансформаційна)
Депозитарна система	Дворівнева Нижній рівень – зберігачі та реєстратори Верхній рівень – Національний депозитарій України; депозитарії, що ведуть рахунки для зберігачів, що здійснюють кліринг і розрахунки. Національний банк України – депозитарій для державних цінних паперів. (трансформаційна)	Дворівнева Нижній рівень – зберігачі та реєстратори Верхній рівень – Національний депозитарій України; депозитарії, що ведуть рахунки для зберігачів, що здійснюють кліринг і розрахунки. Національний банк України – депозитарій для державних цінних паперів. (трансформаційна)



Продовж. додатку В

Параметри фінансового ринку	Приватизаційний період 1996 - 2000 рр.	Постприватизаційний період 2001-2006
Система обліку прав власності	Наявність реєстраторів характерне для ринково орієнтованої моделі. Наявність зберігачів – характерна риса банкоцентричної континентальної моделі. (трансформаційна)	Наявність реєстраторів характерне для ринково орієнтованої моделі. Наявність зберігачів – характерна риса банкоцентричної континентальної моделі. (трансформаційна)
Інформаційна система	ПФТС, консалтингові компанії. Практично повна відсутність ролі аудиторських компаній. (трансформаційна)	ПФТС, консалтингові компанії. Поступове зростання ролі аудиторських компаній. (трансформаційна)



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

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

Додаток Д

Особливості державного регулювання фінансового ринку на ранніх стадіях розвитку в різних країнах
(складено автором)

Країна	Регулюючий орган (органи)	Статус органу та підзвітність	Сектори, що регулюються	Законодавство
Казахстан	Агентство з регулювання та нагляду фінансового ринку та фінансових організацій	Єдиний уповноважений орган регулювання та нагляду. Підзвітний Президенту	Банківський сектор Страховий ринок Ринок цінних паперів Ринок пенсійних послуг	Закон «Про державне регулювання та нагляд фінансового ринку та фінансових організацій». 2003 р.
Російська Федерація	Федеральна служба з фінансових ринків	Є федеральним органом виконавчої влади. Підзвітний Уряду	Ринок цінних паперів Ринок фінансових послуг (за виключенням страхового ринку)	Постанова Уряду «Про федеральну службу з фінансових ринків». 2004 р.
	Центральний банк РФ	Особливий публічно-правовий інститут, не є органом державної влади. Підзвітний Державній Думі Федерального зібрання	Грошовий ринок	Федеральний Закон «Про центральний банк Російської федерації». 2002 р.
	Федеральна служба страхового нагляду	Федеральний орган виконавчої влади. Підзвітний Міністерству фінансів	Страховий ринок	Постанова Уряду «Положення про федеральну службу страхового нагляду». 2004 р.
Білорусія	Департамент по цінним паперам.	Структурний підрозділ Міністерства фінансів	Ринок цінних паперів.	Постанова Ради міністрів «Положення про департамент по цінним паперам Міністерства фінансів республіки Білорусія». 2006 р.
	Національний банк Республіки Білорусія	Державний орган. Підзвітний Президенту	Грошовий ринок	Банківський кодекс республіки Беларусь. 2000 р.



Продовж. додатку Д

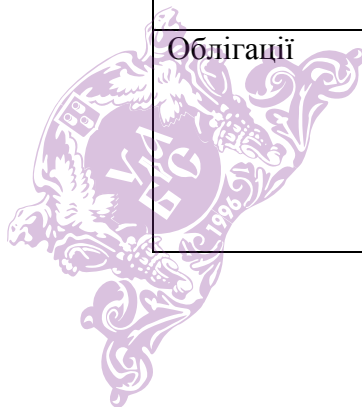
Країна	Регулюючий орган (орган)	Статус органу та підзвітність	Сектори, що регулюються	Законодавство
Узбекистан	Центральний банк республіки Узбекистан	Державний орган. Підзвітний Сенату Олій Мажліса	Грошовий ринок	Закон «Про центральний банк республіки Узбекистан» 1995 р.
	Центр з координації та контролю за функціонуванням ринку цінних паперів	Структурний підрозділ Державного комітету по управлінню державним майном Міністерства фінансів	Ринок цінних паперів	Закон «Про механізм функціонування ринку цінних паперів» 1996 р.
Молдавія	Національний банк Молдови	Самостійний публічний орган. Підзвітний Парламенту	Грошовий ринок	Закон «Про Національний банк Молдови». 1995 р.
	Національна Комісія з фінансового ринку	Самостійний орган. Підзвітний Парламенту	Ринок цінних паперів. Ринок фінансових послуг	Закон «Про мегарегулятор» 2007 р.
Таджикистан	Національний банк Таджикистану	Самостійний орган. Підзвітний Маджліси намояндагон Маджліси Олі (Нижня палата Парламенту)	Грошовий ринок	Закон «Про Національний банк Таджикистана» 1996 р.
	Агентство з цінних паперів та іноземних інвестицій	Структурний підрозділ при Міністерстві фінансів	Ринок цінних паперів	Закон «Про цінні папери та фондові біржі» 1995 р.
Україна	Національний банк України	Особливий державний орган центрального управління. Звітує Верховній Раді.	Грошовий ринок	Закон «Про Національний банк України». 1999 р.
	Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку	Центральний орган виконавчої влади. Підпорядкований Президенту. Підзвітний Верховній Раді.	Ринок цінних паперів	Указ Президента. «Положення про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку». 1997 р.
	Державна комісія з регулювання ринку фінансових послуг	Центральний орган виконавчої влади. Підпорядкований Президенту.	Ринок фінансових послуг	Указ Президента. «Положення про Державну комісію з регулювання ринків фінансових послуг України». 2003 р.



Додаток Е

Характеристика видів цінних паперів згідно чинного законодавства

Вид цінного паперу	Класифікаційна ознака	Характеристика
Акції	За формою випуску - Іменні. - (Акції на пред'явника згідно законодавства не емітують.)	Іменні – у сертифікаті акції зазначається ім'я власника
	За обсягом реалізації прав акціонера: - Прості.	Прості – надають їх власникам право на отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів, на участь в управлінні акціонерним товариством, на отримання частини майна акціонерного товариства в разі його ліквідації та інші прав, передбачені законом, що регулює питання створення, діяльності та припинення діяльності акціонерних товариств. Не підлягають конвертації у привілейовані акції та інші цінні папери акціонерних товариств.
	- Привілейовані Різних класів з різним обсягом прав	Надають їх власникам переважні, стосовно власників простих акцій, права на отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів та на отримання частини майна акціонерного товариства у разі його ліквідації, а також надають права на участь в управлінні акціонерним товариством у випадках передбачених, статутом і законом, який регулює питання створення, діяльності та припинення діяльності акціонерного товариства. Привілейовані акції різних класів можуть бути конвертовані у прості акції, або у привілейовані інших класів. Частка привілейованих акцій становить не більше 25% статутного капіталу.
	За моментом емісії	Попередньої емісії. Нової емісії.
Облігації	За емітентами	Корпоративні Банківські Корпоративних інвестиційних фондів Пайових інвестиційних фондів
	За формою існування	Документарні Бездокументарні
	За формою виплати доходу	Відсоткові – передбачається виплата відсотків. Цільові – виконання зобов'язань у вигляді товарів, послуг. Дисконтні - різниця між ціною придбання та номінальною вартістю є доходом і виплачується під час погашення.



Продовж. додатку Е

Вид цінного паперу	Класифікаційна ознака	Характеристика
	За ознакою терміну погашення	З фіксованим терміном – єдиним для всього випуску. З достроковим погашенням – за вимогою власників за умови, що така можливість передбачена умовами розміщення облігацій.
	За формою існування	В документарній формі. В бездокументарній формі.
	За формою погашення	Грошима Майном
	За формою випуску	Іменні. На пред'явника
	За емітентами	Облігації підприємств Облігації місцевих позик Державні облігації: - облігації внутрішніх державних позик; - облігації зовнішніх державних позик; - цільові облігації внутрішніх державних позик.
Казначейські зобов'язання	За терміном погашення	Короткострокові Середньострокові Довгострокові
	За формою існування	В документарній формі. В бездокументарній формі.
	За терміном погашення	Короткострокові Середньострокові Довгострокові
Інвестиційні сертифікати	За формою існування	В документарній формі. В бездокументарній формі.
	За емітентами	Інвестиційний фонд Інвестиційна компанія Компанія з управління активами пайового інвестиційного фонду
	За терміном розміщення	Не обмежені
Ощадні (депозитні) сертифікати	За формою існування	В документарній формі. В бездокументарній формі.
	За формою випуску	Іменні. - в документарній формі На пред'явника - в бездокументарній формі
	За терміном розміщення	На певний термін
Іпотечні облігації	За формою випуску	Іменні
	За емітентами	звичайні іпотечні облігації – іпотечний кредитор; структуровані іпотечні облігації – спеціалізована іпотечна установа
Заставні	За порядком розміщення	неемісійні

Додаток Ж

Рейтинг учасників ринку за обсягами торгів державними облигаціями (за даними ДКЦПФР)

№	Рік									
	2002		2003		2004		2005		2006	
	Учасники	Млн грн.	Учасники	Млн грн.	Учасники	Млн грн.	Учасники	Млн грн.	Учасники	Млн грн.
1	ВАТ АППБ «Аваль»	3000	ЗАТ «ПУМБ»	521	ВАТ «АКБ «Укр-соцбанк»	217	ЗАТ «АБ «ІНГ Банк Україна»	3143	ЗАТ «АБ «ІНГ Банк Україна»	5045
2	ВАТ «Державний ощадний банк»	635	ВАТ «Укрексім-банк»	168	ТОВ «Он-лайн капітал»	113	ЗАТ «АКІБ «УкрСиббанк»	1093	ЗАТ «АКБ «ХФБ Банк Україна»	1873
3	ЗАТ «ПУМБ»	512	ВАТ АППБ «Аваль»	105	ЗАТ «АКІБ «Укр-Сиббанк»	180	ЗАТ «АКБ «ХФБ Банк Україна»	387	ВАТ «Державний ощадний банк»	1183
4	ВАТ «АКБ «Укр-соцбанк»	392	ВАТ «АКБ «Укрсоцбанк»	57	ВАТ «АБ «Укргаз-банк»	96	НБУ	276	ВАТ «АКБ «Укр-соцбанк»	455
5	ЗАТ «КБ «Приват-банк»	301	ЗАТ «АКІБ «УкрСиббанк»	29	ВАТ «Державний ощадний банк»	85	ВАТ «АКБ «Надра»	117	ТОВ «КБ «Фінансова ініціатива»	418
6	ВАТ «Укрексім-банк»	98			ВАТ «АКБ «Надра»	53	ВАТ «Державний ощадний банк»	80	ЗАТ «АКІБ «Укр-Сиббанк»	391
7	ВАТ «ВАБанк»	35			ЗАТ «ПУМБ»	77	ТОВ «КБ «Ар-ма»	60	ВАТ «КБ «Хрещатик»	334
8	ЗАТ «АКІБ «Укр-Сиббанк»	24			ЗАТ «Донгорбанк»	47	ВАТ «АБ «Укр-газбанк»	46	ЗАТ «Донгорбанк»	311
9	ЗАТ «АБ «ІНГ Банк Україна»	0,002			ВАТ «Банк «Універсальний»	21	ЗАТ «Банк НРБ»	30	ВАТ «АБ «Укргаз-банк»	235
10					ВАТ АППБ «Аваль»	12	ЗАТ «Донгор-банк»	23	ВАТ «Укрексім-банк»	180



Додаток 3

Рейтинги банківських та фінансових установ в торгівлі цінними паперами, 2006 рік (за даними ДКЦПФР)

№ пч	Загальний обсяг торгів		Обсяг торгів акціями		Обсяг торгів корпоративними облигаціями		Обсяг торгів муніципальними облигаціями		Обсяг торгів державними облигаціями	
	Компанія / Банк	Млн. грн.	Компанія / Банк	Млн. грн.	Компанія / Банк	Млн. грн.	Компанія / Банк	Млн. грн.	Компанія / банк	Млн. грн.
1	ЗАТ "АБ"ІНГ Банк Україна"	8059,0	ТОВ "Драгон Капітал"	1932,8	КБ "Фінансова Ініціатива"	4311,1	ЗАТ "АКІБ "УкрСиббанк"	773,4	ЗАТ "АБ"ІНГ Банк Україна"	5044,6
2	ЗАТ "АКІБ "УкрСиббанк"	5359,6	ТОВ "Конкорд Капітал"	935,6	ЗАТ "АКІБ "УкрСиббанк"	4157,0	ЗАТ "АБ"ІНГ Банк Україна"	569,0	ЗАТ "АКБ "ХФБ Банк Україна"	1873,5
3	КБ "Фінансова Ініціатива"	4378,1	ЗАТ "ІК "Сінком"	573,6	ЗАТ "АБ"ІНГ Банк Україна"	2445,4	ЗАТ "ПУМБ"	168,8	ВАТ "Державний ощадний банк України"	1182,8
4	ТОВ "Драгон Капітал"	1995,2	ТОВ "Міленіум Капітал"	493,9	ЗАТ "ПУМБ"	1716,0	КБ "Фінансова Ініціатива"	128,0	ВАТ "АКБ "Укрсоцбанк"	455,3
5	ЗАТ "ПУМБ"	1944,0	ТОВ "Ренесанс Капітал Україна"	470,1	ВАТ "Банк БІГ Енергія"	1408,1	ВАТ "АКБ "Надра"	70,3	КБ "Фінансова Ініціатива"	418,0
6	ЗАТ "АКБ "ХФБ Банк Україна"	1914,7	ЗАТ "Альтерафінанс"	301,7	ВАТ "АБ Укргазбанк"	1171,4	ВАТ "КБ Хрещатик"	49,5	ЗАТ "АКІБ "УкрСиббанк"	391,1
7	ВАТ "Банк БІГ Енергія"	1439,8	ТОВ "ФК "Сократ"	280,4	ВАТ "КБ Кредитпромбанк"	883,8	ЗАТ "Альфа Банк"	25,1	ВАТ "КБ Хрещатик"	333,7
8	ВАТ "АБ Укргазбанк"	1406,8	ЗАТ "Філіп Сел'юрітіз Нью Юроп"	217,9	ВАТ "АБ Експрес банк"	436,2	ЗАТ "Альтерафінанс"	20,9	ЗАТ "Донгорбанк"	311,5
9	ВАТ "Державний ощадний банк України"	1289,9	ТОВ "ФК "Українет"	203,6	ВАТ "СКБ "Дністер"	370,1	ЗАТ "ОТП Банк"	16,4	ВАТ "АБ Укргазбанк"	235,2
10	ВАТ "КБ Кредитпромбанк"	1176,6	ВАТ "КБ Кредитпромбанк"	196,0	ВАТ "АКБ "Форум"	272,1	ВАТ "АКБ "Капітал"	4,9	ВАТ "Укрексімбанк"	179,9



Додаток И

Частка промисловості в структурі валового внутрішнього продукту країн світу(за даними МВФ)

Групи	Рік					
	2000	2001	2002	2003	2004	2005
від 0 % до 20 %	Гонконг, Греція	Гонконг, Греція, Люксембург	Гонконг, Люксембург	Гонконг, Люксембург	Гонконг, Люксембург, Португалія	Гонконг, Люксембург, Португалія
від 21 % до 30 %	Австралія, Бельгія, Естонія, Німеччина, Данія, Індія, Італія, Канада, Колумбія, Люксембург, Мексика, Нідерланди, Нова Зеландія, Польща, Португалія, США, Туреччина, Франція, Естонія,	Австралія, Австрія, Бельгія, Великобританія, Німеччина, Данія, Індія, Ісландія, Іспанія, Італія, Канада, Колумбія, Мексика, Нідерланди, Нова Зеландія, Португалія, США, Туреччина, Фінляндія, Франція, Швейцарія, Швеція,	Австралія, Бельгія, Великобританія, Німеччина, Греція, Данія, Індія, Ісландія, Іспанія, Колумбія, Мексика, Нідерланди, Нова Зеландія, Польща, Словаччина, США, Туреччина, Франція, Швейцарія, Швеція, Естонія, ПАР	Австралія, Австрія, Бельгія, Великобританія, Німеччина, Греція, Данія, Індія, Ісландія, Іспанія, Колумбія, Мексика, Нідерланди, Нова Зеландія, Словаччина, США, Тайвань, Туреччина, Франція, Швейцарія, Швеція, Естонія, Японія	Австралія, Бельгія, Великобританія, Німеччина, Греція, Данія, Індія, Ісландія, Іспанія, Італія, Колумбія, Мексика, Нідерланди, Нова Зеландія, Словаччина, США, Тайвань, Туреччина, Франція, Швейцарія, Швеція, Естонія	Австралія, Бельгія, Великобританія, Німеччина, Греція, Данія, Ізраїль, Індія, Ісландія, Іспанія, Італія, Колумбія, Мексика, Нідерланди, Нова Зеландія, Словаччина, США, Тайвань, Туреччина, Фінляндія, Франція, Швейцарія, Швеція, Естонія, ПАР
від 31 % до 40 %	Австралія, Аргентина, Бразилія, Великобританія, Угорщина, Ізраїль, Ірландія, Ісландія, Іспанія, Малайзія, Норвегія, Сінгапур, Словаччина, Словенія, Таїланд, Тайвань, Філіппіни, Фінляндія, Чилі, Швейцарія, Швеція, ПАР, Японія	Аргентина, Бразилія, Угорщина, Ізраїль, Ірландія, Норвегія, Польща, Португалія, Росія, Словаччина, Словенія, Таїланд, Тайвань, Філіппіни, Чилі, Естонія, ПАР, Японія	Аргентина, Австрія, Бразилія, Угорщина, Ізраїль, Ірландія, Італія, Канада, Норвегія, Португалія, Росія, Сінгапур, Словенія, Тайвань, Філіппіни, Фінляндія, Чехія, Чилі, Японія	Аргентина, Бразилія, Угорщина, Ізраїль, Італія, Канада, Норвегія, Польща, Республіка Корея, Росія, Сінгапур, Словенія, Таїланд, Філіппіни, Фінляндія, Чехія, Чилі, ПАР	Аргентина, Австрія, Бразилія, Угорщина, Ізраїль, Ірландія, Канада, Норвегія, Польща, Республіка Корея, Росія, Сінгапур, Словенія, Філіппіни, Фінляндія, Чехія, Чилі, ПАР, Японія	Аргентина, Австрія, Бразилія, Угорщина, Ірландія, Канада, Норвегія, Польща, Республіка Корея, Росія, Сінгапур, Словаччина, Словенія, Таїланд, Філіппіни, Чехія, Японія
від 41 % до 50 %	Венесуела, Індонезія, Китай, Республіка Корея, Росія, Чехія, Україна	Венесуела, Індонезія, Малайзія, Республіка Корея, Чехія, Україна	Венесуела, Індонезія, Малайзія, Республіка Корея, Таїланд, Україна	Венесуела, Індонезія, Ірландія, Малайзія, Україна	Венесуела, Індонезія, Малайзія, Таїланд, Україна	Венесуела, Індонезія, Китай, Малайзія, Чилі, Україна
> 51%		Китай	Китай	Китай	Китай	



Додаток К

Частка сільського господарства у ВВП, у %

Країна	Рік				
	2001	2002	2003	2004	2005
Австралія	3	4	4	4	3
Австрія	2	2	2	2	2
Аргентина	5	5	5	10	10
Бельгія	1	2	1	1	1
Бразилія	8	8	10	10	10
Великобританія	1	1	1	1	1
Угорщина	4	4	4	5	4
Венесуела	5	5	5	5	5
Германія	1	1	1	1	1
Гонконг	0	0	0	0	0
Греція	7	7	7	7	6
Данія	2	3	2	2	2
Ізраїль	2	2	2	2	2
Індію	25	25	25	28	23
Індонезія	16	17	17	15	13
Ірландія	5	5	3	3	2
Ісландія	10	11	8	9	7
Іспанія	4	3	3	3	3
Італія	2	3	2	2	3
Канада	2	1	2	2	2
Китай	15	14	15	15	12
Колумбія	15	16	14	14	12
Люксембург	1	1	1	1	1
Малайзія	8	8	8	8	8
Мексика	4	4	4	4	4
Нідерланди	3	3	3	3	2
Нова Зеландія	7	8	8	8	7
Норвегія	2	2	1	1	1

Продовж. додатку К

Країна	Рік				
	2001	2002	2003	2004	2005
Польща	3	3	3	2	2
Португалія	4	6	6	6	3
Республіка Корея	4	4	4	3	3
Росія	7	7	6	5	5
Сінгапур	0	0	0	0	0
Словаччина	4	4	4	4	5
Словенія	3	3	3	3	3
США	2	1	1	1	1
Таїланд	10	10	10	9	9
Тайвань	2	2	2	2	2
Туреччина	15	13	13	12	11
Україна	14	13	11	10	9
Філіппіни	20	19	15	15	14
Фінляндія	3	4	3	3	4
Франція	3	3	3	3	2
Чехія	5	4	3	3	3
Чилі	9	9	5	6	5
Швейцарія	2	2	2	2	1
Швеція	2	3	2	2	2
Естонія	7	5	5	5	3
ПАР	3	4	4	3	3
Японія	1	1	1	1	1



Додаток Л

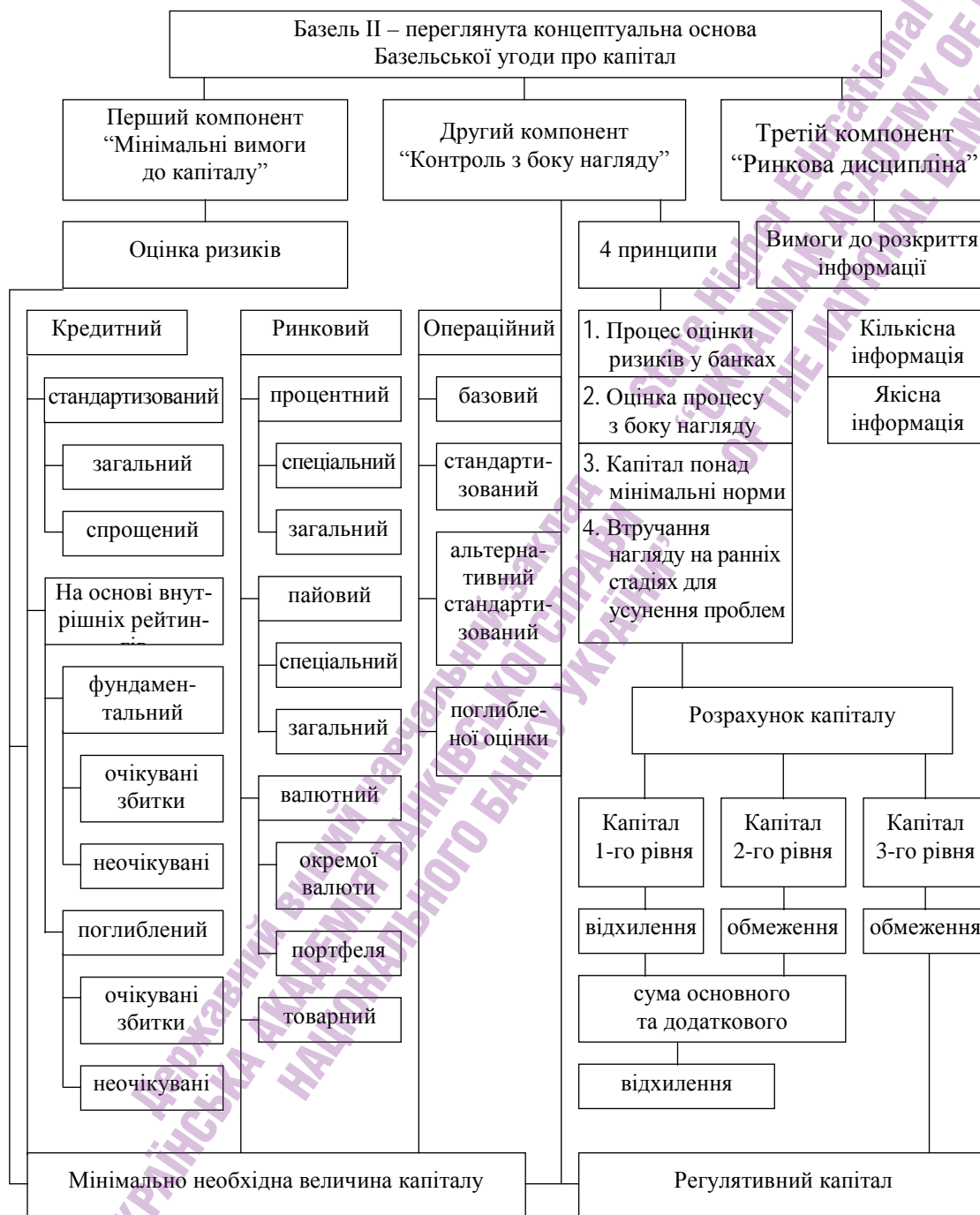
Основні показники діяльності інвестиційних банків США за 2006 фінансовий рік, млрд. дол.

Показники	Goldman Sachs Group	Morgan Stanley	Merrill Lynch & Co.	Lehman Brothers Holdings	Franklin Resources	The Charles Schwab Corp.	The Bear Stearns Companies	Mellon Financial Corp.	Ameriprise Financial	T. Rowe Price Group	Разом
Капіталізація, млрд. дол.	91,129	88,93	79,021	39,962	33,453	23,646	18,275	18,031	14,056	13,195	419,698
Чистий прибуток, млрд. дол.	9,537	7,472	7,499	4,007	1,267	1,227	2,053	0,898	0,631	0,529	35,12
Рентабельність продаж, %	12,82	8,98	10,06	7,98	22,82	27,84	11,59	17,91	7,64	27,87	15,55
Активи, млрд. дол.	838,201	1120,65	841,299	503,545	9,499	48,992	350,432	41,478	104,172	2,765	3861,0
Рентабельність активів, %	1,14	0,67	0,89	0,8	13,34	2,5	0,59	2,17	0,61	19,13	4,18
Власний капітал, млрд. дол.	35,786	35,364	39,038	19,191	6,684	5,008	12,129	4,676	7,925	2,427	168,23
Рентабельність власного капіталу, %	26,65	21,13	19,21	20,88	18,96	24,50	16,93	19,20	7,96	21,80	19,72
Активи в управлінні	676,0	478,0	35,6	225,0	511,3	0	52,5	995,0	0	335,0	3308,4
Активи в управлінні / Активи	0,81	0,43	0,04	0,45	53,83	0,0	0,15	23,99	0,0	121,16	20,086
Капіталізація / Прибуток	10,68	10,66	9,87	10,85	21,53	27,17	10,74	18,48	23,07	25,37	16,842
Капіталізація / Балансовий капітал	2,77	2,45	2,21	2,13	4,83	4,93	1,45	3,72	1,87	5,25	3,161
Бета	1,14	1,52	1,47	1,24	1,22	1,68	0,81	1,39	1,37	1,61	1,345



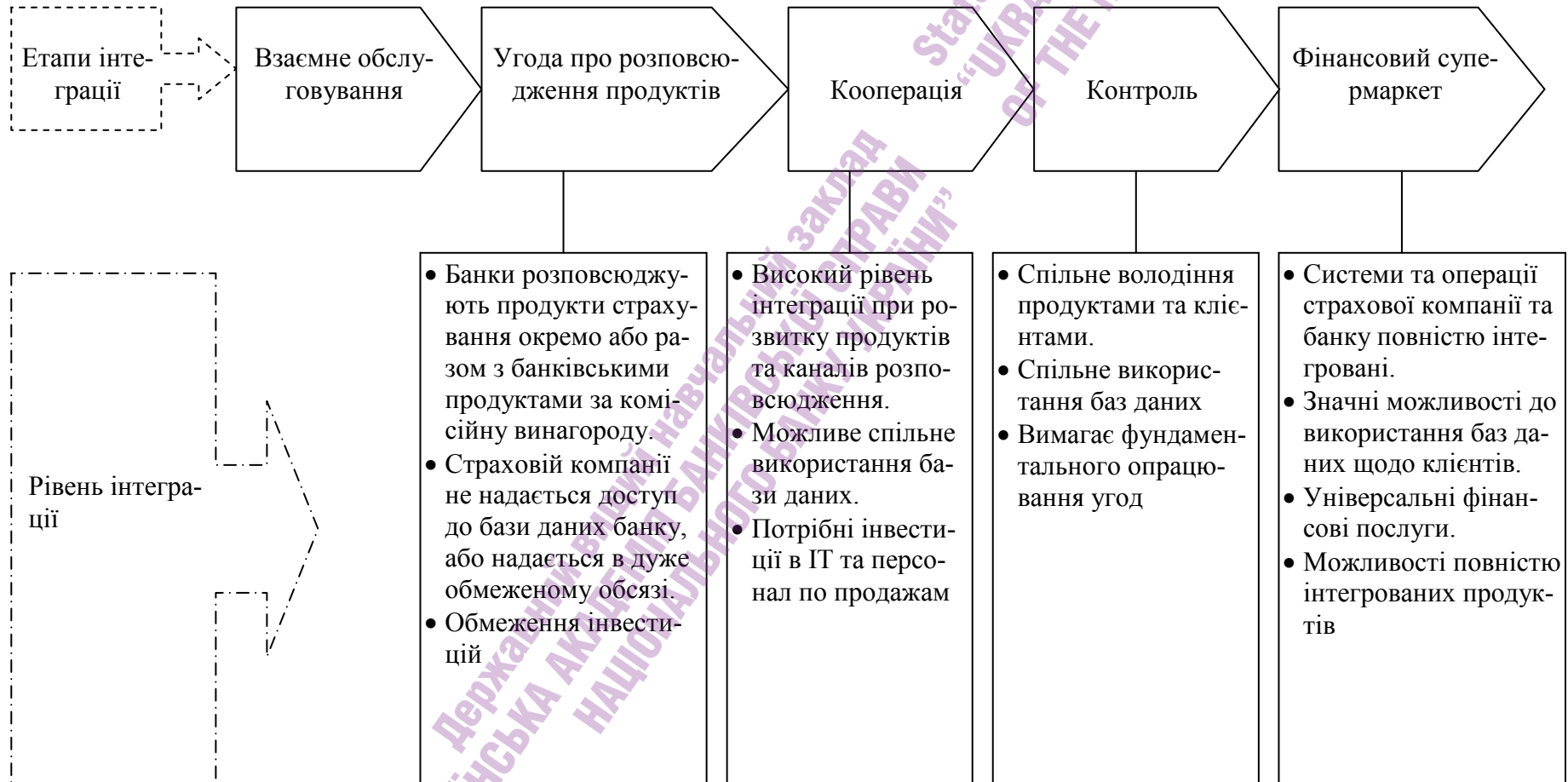
– Додаток М

Три компоненти-опори Базеля II



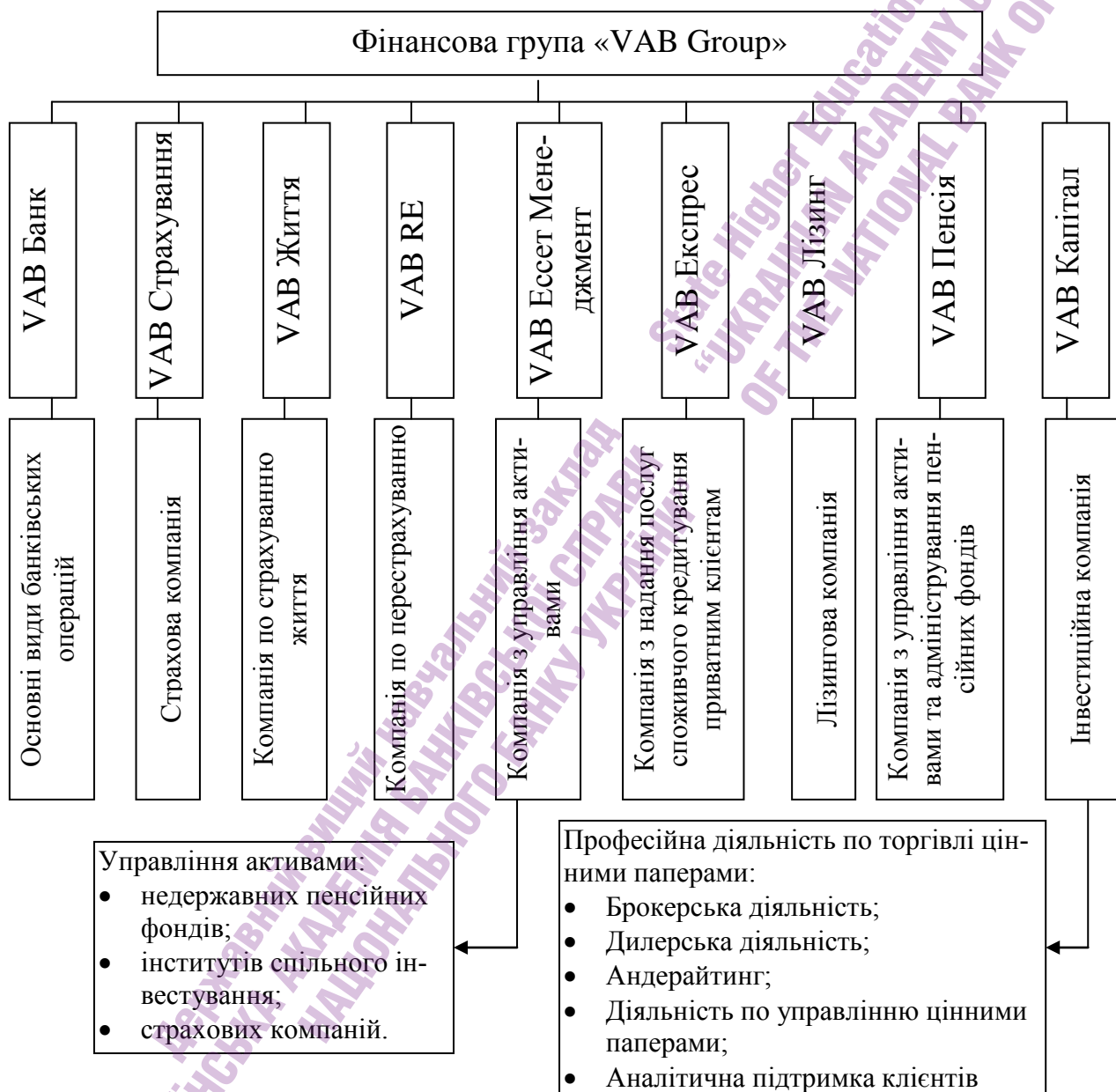
Додаток Н

. Етапи співпраці та конвергенція діяльності банку та страхової компанії



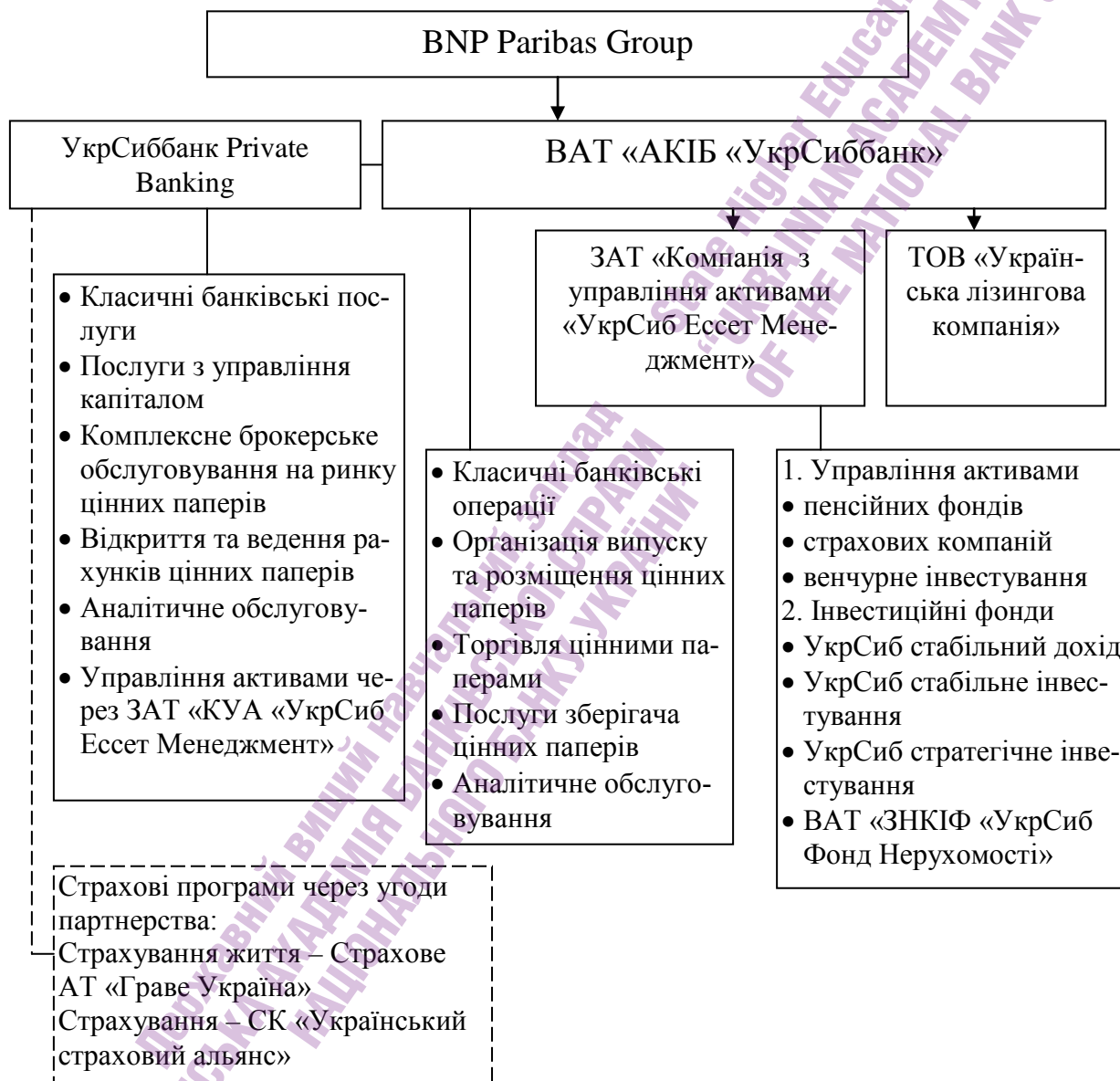
Додаток П

Структура фінансового супермаркету на прикладі «VAB Group» (американська модель)



Додаток Р

Структура фінансового супермаркету ВАТ «АКІБ «УкрСиббанк»
«BNP Paribas Group» (британська модель)



Додаток С

Проблеми фінансового ринку, обумовлені впливом інституційних чинників

Чинники	Характеристика проблемної ситуації
Рівень законодавчої та політичної стабільності	Високий рівень державного регулювання – політика державного «дирижизму»
	Розбалансованість законодавчого регулювання: наявність ознак як банкоцентричної так і ринково орієнтованої моделі
	Низький рівень захисту прав власності
	Відсутність державного регулювання процесів злиття та поглинання (ринку M&A)
Відкритість учасників ринку	Низький рівень корпоративного управління особливо фінансового менеджменту
	Інформаційна закритість, низький рівень прозорості учасників фінансового ринку
	Незначний рівень конкуренції на ринку капіталу
Рівень розвитку інститутів фінансового ринку	Незначний рівень конкуренції між фінансовими інститутами на ринку капіталу
	Високий рівень витрат, пов'язаних з виходом на ринок капіталу



Додаток Т

Проблеми фінансового ринку, обумовлені впливом економічних чинників

Чинники	Характеристика проблемної ситуації
Загальні макроекономічні чинники	Не зважаючи на нестійку динаміку темпів приросту обсягу ВВП, побудована трендова лінія свідчить про те, що темп приросту обсягу ВВП знаходиться майже на одному рівні і останнім часом має незначну, але низхідну тенденцію.
	Галузева структура економіки значно викривлена в сторону промисловості – близько 50%, сфера ж послуг становить лише 5 %. На відміну від економічно розвинених країн, в яких галузь промисловості становить від 20 до 30 %. Це свідчить про невисокий рівень розвитку економіки, і також підтверджує в тому числі недорозвиненість фінансових посередників в країні.
	Регіональна структура економіки суттєво викривлена в бік регіонів таких як м. Київ в якому зосереджена основна частина фінансових потоків країни, м. Донецьк, м. Дніпропетровськ, м Харків, які є потужними промисловими центрами країни, і відповідно відтягують частину фінансових потоків країни.
	Експортно орієнтовані підприємства в першу чергу промислової галузі мають досить високий рівень інвестиційної привабливості для національного фінансового ринку, але з врахуванням всіх інституціональних проблем, розглядають його виключно як стартову площадку для виходу на міжнародний фінансовий ринок для залучення значних обсягів інвестицій, які не спроможний надати саме національний фінансовий ринок країни. Як правило розміщення цінних паперів відбувається на Лондонській фондовій біржі.
Чинники, що формуються в межах фінансової системи	Коефіцієнт монетизації має низьке значення, що свідчить про наявність грошового дефіциту в країні та створення ситуації за якої суттєво знижується ділова активність суб'єктів господарювання.
	Операції з облігаціями внутрішньої державної позики є недостатньо ефективними. Ці державні папери, що повинні бути міцним фундаментом розвитку фінансового ринку країни є недостатньо надійними. Операції, що проводяться з ними відбуваються нерівномірно, кількість запланованих операцій значно нижче кількості фактично проведених. Обсяги субнаціональних облігацій, емітованих органами місцевого самоврядування на ринку капіталу країни мають не суттєву частку, рівень їх надійності є досить низьким. Зростають потреби в довгострокових джерелах фінансування діяльності. Формується неспівпадіння заощаджень та інвестицій в розрізі терміновості, що може привести до серйозних кризових ситуацій на фінансовому ринку.

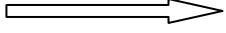
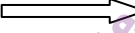


Додаток У

Інерційна модель розвитку фінансового ринку

Ситуація (причина) 	Наслідок 	Характеристика елементів моделі
Відсутність у підприємств реального сектору економіки можливості суттєвого нарощення обсягів довгострокових джерел фінансування через низький рівень плато- та кредитоспроможності	Погіршення майнового стану підприємств, зростання коефіцієнта зносу, зниження конкурентоспроможності на мікро- та на макrorівні. Формування системної кризи в реальному секторі економіки.	Зниження інвестиційної привабливості вже існуючих фінансових інструментів, емітованих підприємствами реального сектору економіки. Зниження інвестиційної привабливості ринку капіталу. Зростання обсягів довгострокового кредитування суб'єктів господарювання, але значно нижчими темпами.
Низький рівень захисту прав інвесторів.	Відкриті акціонерні товариства приймають рішення про закритість і не допускають власні цінні папери (акції) у відкритий обіг.	Звуження ринку капіталу. Скорочення кількості емітентів. Зниження якості цінних паперів.
Недостатній рівень інформаційної прозорості діяльності емітентів та професійних учасників ринку капіталу.	Високий рівень ризику фінансових інструментів. Недовіра населення та суб'єктів господарювання до фінансових інструментів.	Використання заощаджень не через механізм фінансового ринку, а шляхом вкладення в іноземну валюту. Зниження рівня національних інвестицій.
Суттєве переважання неорганізованого фінансового ринку	Відсутність ефективної системи ціноутворення на фінансові інструменти.	Відсутність справедливої ціни ресурсів виробництва
Низький рівень інвестиційної спроможності фінансових установ – інвестиційних фондів, недержавних пенсійних фондів, страхових компаній в зв'язку з незначним розміром активів.	Низький рівень попиту на організованому фінансовому ринку з боку національних інвесторів. Вільна ніша поступово заповниться іноземним капіталом.	Відсутність попиту, адекватному пропозиції. Втрата національної юрисдикції над значними фінансовими потоками та частиною обороту стратегічно важливих ресурсів. Якісне зростання залежності від економіки від кон'юнктури зовнішніх фінансових ринків.

Продовж. додатку У

Ситуація (причина) 	Наслідок 	Характеристика елементів моделі
Недосконалість законодавчої бази, наявність значної кількості державних інституцій з регулюючими функціями (див. розділ 1)	Дублювання нормативно-інструктивних матеріалів, відсутність можливості оперативного обміну інформацією.	Неефективне державне регулювання.
Ототожнення ринку капіталу з фінансовим ринком країни	Неприйняття ключової ролі банків в розвитку фінансового ринку	Фрагментарний розвиток інститутів фінансового ринку. Відсутність адекватної оцінки конкуренції на ринку.
Одноразове проведення операцій IPO потужними суб'єктами господарювання.	Використання національного ринку капіталу як експериментальної площадки з метою подальшого виходу на зовнішні ринки капіталу та залучення коштів іноземних інвесторів.	Перерозподіл інвестицій на користь експортно-орієнтованих підприємств та підприємств за участю іноземних інвесторів. Поступове витіснення з ринку вітчизняного інвестора. Зниження рівня доходності вітчизняних інвесторів. Загроза національній економічній безпеці країни через ринок капіталу.



Додаток Ф

Основні показники структури світової економіки за 2005 рік, %

(за даними Світового банку)

Регіон, країна	ВВП		Експорт товарів та послуг		Населення	
	За групами країн	Світова економіка	За групами країн	Світова економіка	За групами країн	Світове
Країни з розвинутою економікою	100,0	52,3	100,0	68,9	100,0	15,3
США	38,4	20,1	14,6	10,1	30,6	4,7
Зона Євро	28,3	14,8	42,9	29,5	32,1	4,9
– Німеччина	7,9	4,1	13,0	9,0	8,5	1,3
– Франція	5,7	3,0	6,4	4,4	6,4	1,0
– Італія	5,2	2,7	5,3	3,6	6,0	0,9
– Іспанія	3,4	1,8	3,3	2,2	4,3	0,7
Японія	12,2	6,4	7,8	5,3	13,2	2,0
Об'єднане королівство	5,7	3,0	6,6	4,5	6,2	0,9
Канада	3,5	1,8	4,9	3,4	3,3	0,5
Інші країни з розвинутою економікою	11,9	6,2	23,3	16,1	14,6	2,2
Інші країни з ринками, що формуються та країни, що розвиваються	100,0	47,7	100,0	30,8	100,0	84,7
Африка	6,9	3,3	7,9	2,4	15,0	12,7
Центральна та Східна Європа	6,9	3,3	14,1	4,4	3,4	2,9
Країни Азії, що розвиваються	56,7	27,1	38,9	12,1	61,5	52,1
– Китай	32,3	15,4	21,5	6,7	24,3	20,6
– Індія	12,5	5,9	4,0	1,3	20,2	17,1
Близький Схід	5,9	2,8	14,8	4,6	4,8	4,1
Західна півкуля	15,5	7,4	14,5	4,5	10,0	8,5
– Бразилія	5,4	2,6	3,4	1,1	3,4	2,9
– Мексика	3,7	1,8	3,9	1,2	2,0	1,7



Додаток Х

Темпи зміни обсягу виробництва в світі, у % до попереднього періоду
(за даними Світового банку)

Показники	Рік			
	2005	2006	2007*	2008*
Обсяг виробництва в світі	4,9	5,4	4,9	4,9
Країни з розвинуеною економікою	2,5	3,1	2,5	2,7
США	3,2	3,3	2,2	2,8
Зона Євро	1,4	2,6	2,3	2,3
Німеччина	0,9	2,7	1,8	1,9
Франція	1,2	2,0	2,0	2,4
Італія	0,1	1,9	1,8	1,7
Іспанія	3,5	3,9	3,6	3,4
Японія	1,9	2,2	2,3	1,9
Об'єднане Королівство	1,9	2,7	2,9	2,7
Канада	2,9	2,7	2,4	2,9
Інші країни з розвинуеною економікою	3,9	4,3	3,8	3,8
Нові індустріальні країни Азії	4,7	5,3	4,6	4,6
Інші країни з ринками, що формуються та країни, що розвиваються	7,5	7,9	7,5	7,1
Африка	5,6	5,5	6,2	5,8
Центральна та Східна Європа	5,5	6,0	5,5	5,3
СНД	6,6	7,7	7,0	6,4
Росія	6,4	6,7	6,4	5,9
Україна	2,7	7,1	8,0	7,5
Країни Азії, що розвиваються	9,2	9,4	8,8	8,4
Китай	10,4	10,7	10,0	9,5
Індія	9,2	9,2	8,4	7,8
Близький Схід	5,4	5,7	5,5	5,5
Бразилія	2,9	3,7	4,4	4,2
Мексика	2,8	4,8	3,4	3,5

Додаток Ц

Виплати країнами, що розвиваються офіційним кредиторам

(за даними Світового банку)

Країни	Виплати в 2006 р. (млрд.\$)	Офіційні кредитори	Зовнішній борг до ВВП, %		Іноземні резерви (млрд.\$)		Резерви під покриття імпорту	
			2005 р.	2006 р.	Грудень 2005 р.	Грудень 2006 р.	Грудень 2005 р.	Грудень 2006 р.
Росія	22,0	Паризький клуб	30,0	25,4	175,9	295,6	15,4	18,2
Аргентина	9,6	МВФ	60,2	45,6	27,2	30,9	10,6	11,0
Мексика	9,0	Світовий банк	22,1	19,1	74,1	76,3	3,7	3,5
Алжир	8,0	Паризький клуб	22,3	21,8	56,3	77,9	27,7	28,7
Індонезія	8,0	МВФ	50,6	37,9	33,0	40,9	6,8	8,4
Туреччина	7,5	МВФ	48,0	56,7	50,6	61,1	4,6	4,9
Нігерія	7,5	Паризький / Лондонський клуб	22,5	5,9	28,3	42,4	12,0	16,2
Уругвай	2,5	МВФ	90,5	64,5	3,1	3,1	8,7	8,7
Бразилія	2,0	Паризький клуб	25,6	22,4	53,6	85,6	6,7	11,3



Додаток Ш

Кореляція показників заощадження у % до ВВП по регіонам світу за період 2000 – 2006 роки (складено автором)

Регіон	Весь світ	Країни з розвинутою економікою	США	Зона Євро	Німеччина	Франція	Італія	Японія	Великобританія	Канада	Нові індустріальні країни Азії	Інші країни з ринком, що формується	Африка	Центральна та Східна Європа	СНД	Країни, Азії, що розвиваються	Близький Схід	Західна півкуля	Україна
Весь світ	1	0,512	0,316	0,602	0,794	-0,03	-0,053	0,804	-0,666	0,981	0,554	0,493	0,825	0,798	0,913	0,37	0,741	0,419	0,129
Країни з розвинутою економікою		1	0,961	0,544	-0,013	0,816	0,082	0,909	0,254	0,369	0,062	-0,483	-0,034	0,620	0,802	-0,602	-0,188	-0,496	0,343
США			1	0,440	-0,230	0,922	0,237	0,788	0,424	0,164	-0,211	-0,668	-0,247	0,577	0,636	-0,758	-0,393	-0,701	-0,642
Зона Євро				1	0,536	0,300	0,420	0,591	0,591	0,593	0,300	0,034	0,360	0,583	0,710	-0,059	0,259	-0,031	0,711
Німеччина					1	-0,500	-0,118	0,341	-0,818	0,858	0,678	0,819	0,904	0,420	0,561	0,736	0,930	0,782	0,178
Франція						1	0,255	0,545	0,649	-0,190	-0,425	-0,869	-0,529	0,296	0,352	-0,917	-0,661	-0,891	-0,343
Італія							1	-0,052	0,174	-0,009	-0,573	-0,265	-0,155	0,459	-0,027	-0,223	-0,210	-0,434	0,985
Японія								1	-0,168	0,686	0,297	-0,090	0,373	0,760	0,964	-0,227	0,225	-0,136	-0,356
Великобританія									1	-0,740	-0,469	-0,923	-0,954	-0,382	-0,344	-0,896	-0,963	-0,816	0,642
Канада										1	0,606	0,614	0,890	0,759	0,835	0,504	0,820	0,538	0,060
Нові індустріальні країни Азії											1	0,603	0,632	-0,007	0,457	0,511	0,624	0,724	0,915
Інші країни з ринком, що формується												1	0,876	0,106	0,126	0,988	0,943	0,967	-0,227
Африка													1	0,504	0,562	0,812	0,973	0,789	-0,269
Центральна та Східна Європа														1	0,786	0,024	0,379	-0,063	-0,439
СНД															1	-0,014	0,429	0,076	0,063
Країни, Азії, що розвиваються																1	0,890	0,946	-0,356
Близький Схід																	1	0,880	-0,244
Західна півкуля																		1	0,078



Додаток Ю

Найдорожчі корпорації світу, на початок 2007 року

Компанія	Галузь	Капіталізація, млрд. \$	Питома вага в першій двадцятці, %
Exxon Mobil Corporation (США)	Нафтогазова	455,315	9,8
General Electric Company (США)	Багатогалузева	383,131	8,24
Microsoft Corporation (США)	Програмне забезпечення	293,796	6,32
Citigroup Inc. (США)	Фінансова	266,514	5,73
AT & T Inc. (США)	Телекомунікації	244,156	5,25
Royal Dutch Shell plc (Нідерланди)	Нафтогазова	231,859	4,99
Petro China Company Limited (Китай)	Нафтогазова	228,510	4,92
Bank of America Corporation (США)	Фінансова	228,257	4,91
British Petroleum plc (Великобританія)	Нафтогазова	220,780	4,75
HSBC Holdings plc (Великобританія)	Фінансова	218,689	4,71
Wal – Mart Stores, Inc. (США)	Роздрібна торгівля	200,354	4,31
The Procter & Gamble Company (США)	Побутова хімія	195,800	4,21
Toyota Motor Corporation (Японія)	Автомобілебудування	195,423	4,21
Pfizer Inc. (США)	Медицина	192,160	4,13
American International Group, Inc. (США)	Фінансова	186,318	4,01
Johnson & Johnson (США)	Побутова хімія	186,030	4,00
China Mobile ltd. (Китай)	Телекомунікації	185,627	3,99
Total S.A. (Франція)	Нафтогазова	183,339	3,95
J.P. Morgan Chase & Co. (США)	Фінансова	180,141	3,88
Chevron Corporation (США)	Нафтогазова	171,036	3,68
Разом:	X	4647,235	100,00

