

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
Державний вищий навчальний заклад
«КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
імені ВАДИМА ГЕТЬМАНА»

В. Л. СМАГІН

ФОРМУВАННЯ
ТА РОЗВИТОК
ФІНАНСОВОГО РИНКУ
В УМОВАХ
ТРАНСФОРМАЦІЙНОЇ
ЕКОНОМІКИ

Монографія

ББК 65.262.1
С 50

Рецензенти

З. С. Варналій, д-р екон. наук, проф.
(Національний інститут стратегічних досліджень,
засл. діяч науки і техніки України)

М. І. Діба, д-р екон. наук, проф.
(Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана)

В. М. Лич, д-р екон. наук, проф.
(Київський національний університет будівництва та архітектури)

Рекомендовано до друку Вченою радою КНЕУ
Протокол № 10 від 29 березня 2007 р.

Смагін В.Л.

С 50 Формування та розвиток фінансового ринку в умовах
трансформаційної економіки: Монографія. — К.: КНЕУ, 2008.
— 232 с.

ISBN 978–966–483–046–8

Розглядаються теоретико-методологічні проблеми функціонування та розвитку фінансового ринку в умовах трансформації економічної системи. Викладено системні засади взаємозв'язку фінансового ринку і реального сектора національної економіки. Визначено соціально-економічну роль і місце фінансового ринку в трансформації відносин власності, виявлено вплив фінансового ринку на активізацію інвестиційної діяльності. Дано позитивний аналіз інституціональних засад розвитку фінансового ринку в Україні. Висвітлено соціально-економічні аспекти регулювання фінансового ринку в трансформаційних економічних системах.

Для викладачів і студентів економічних факультетів, наукових працівників, працівників державних установ, практиків фінансового бізнесу.

ББК 65.262.1

Розповсюджувати та тиражувати
без офіційного дозволу КНЕУ заборонено

ISBN 978–966–483–046–8

© В.Л. Смагін, 2008
© КНЕУ, 2008

Наукове видання

СМАГІН Володимир Леонтійович

**ФОРМУВАННЯ ТА РОЗВИТОК
ФІНАНСОВОГО РИНКУ В УМОВАХ
ТРАНСФОРМАЦІЙНОЇ ЕКОНОМІКИ**

Монографія

Редактор *Н. Підлужна*
Художник обкладинки *О. Покорницька*
Технічний редактор *О. Бабич*
Коректор *В. Антонюк*
Верстка *К. Водовенко*

Підп. до друку 11.01.08. Формат 60×84/16. Папір офсет. № 1.
Гарнітура Тип Таймс. Друк офсетний. Ум.-друк. арк. 13,48.
Обл.-вид. арк. 15,34. Наклад 300 пр. Зам. 07-3345.

Державний вищий навчальний заклад
«Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»
03680, м. Київ, проспект Перемоги, 54/1
Свідоцтво про внесення до Державного реєстру
суб'єктів видавничої справи (серія ДК, № 235 від 07.11.2000)
Тел./факс (044) 537-61-41; тел. (044) 537-61-44
E-mail: publish@kneu.kiev.ua



ЗМІСТ

ПЕРЕДМОВА	5
<i>Розділ 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ДОСЛІДЖЕННЯ ФІНАНСОВОГО РИНКУ</i>	<i>9</i>
1.1. Ринкова система та фінансовий ринок як об'єкти теоретичного дослідження	9
1.2. Еволюція теорії фінансового ринку	25
<i>Розділ 2. ФІНАНСОВИЙ РИНОК У КОНТЕКСТІ ІНСТИТУЦІОНАЛЬНОЇ ТЕОРІЇ</i>	<i>40</i>
2.1. Закономірності інституціоналізації фінансового ринку	41
2.2. Суб'єктно-об'єктний аналіз фінансового ринку	55
2.3. Інституціональні передумови становлення фінансового ринку	72
2.4. Інституціональні особливості формування фінансового ринку в Україні	82
<i>Розділ 3. РОЛЬ ФІНАНСОВОГО РИНКУ В ТРАНСФОРМАЦІЙНИХ ПРОЦЕСАХ СУЧАСНОЇ ЕКОНОМІКИ</i>	<i>97</i>
3.1. Теоретична модель фінансового ринку для трансформаційної економіки	97
3.2. Особливості взаємозв'язку фінансового ринку та національного виробництва	111
3.3. Вплив глобалізації на розвиток фінансового ринку в трансформаційній економіці	131
3.4. Проблема збалансованості структури фінансового ринку	145
3.5. Фінансово-інвестиційний потенціал економічного зростання в Україні	158

Розділ 4. РЕГУЛЮВАННЯ ФІНАНСОВОГО РИНКУ В УМОВАХ ТРАНСФОРМАЦІЙНОЇ ЕКОНОМІКИ	173
4.1. Особливості поєднання саморегулювання та регулювання фінансового ринку	173
4.2. Фінансова політика в трансформаційній економіці	185
4.3. Форми та методи державного регулювання фінансового ринку в Україні.....	197
 ПІСЛЯМОВА	211
 ЛІТЕРАТУРА	214



ПЕРЕДМОВА

Фінансовий ринок є одним з найважливіших складових економічної системи, що інтегрує економічні та фінансові відносини в єдине ціле. Досвід країн з трансформаційною економікою 90-х років ХХ ст. показав, що за слабого керування процесів, що відбуваються на фінансовому ринку, економіка вияв-ляється неспроможною вирішити гострі проблеми розбалансованості системи фінансових відносин. З урахуванням нових умов і реальної ситуації в українській економіці теоретичні проблеми фінансового ринку, закономірності його функціонування й державного регулювання, пошуку оптимальної для цього етапу теоретичної моделі вимагають нових політико-еко-номічних досліджень і виробки науково обґрунтованих практич-них рекомендацій. Ця проблематика для економічної теорії є актуальною з миті зародження товарно-грошових відносин і появи держави.

Основні положення теорії фінансового ринку й фінансового капіталу закладено в працях А. Сміта, К. Маркса, А. Маршалла, Р. Гільфердінга, Дж. М. Кейнса. Темі фінансового ринку, механізмам і методам його регулювання присвячено значну кіль-кість сучасних наукових праць і публікацій. Водночас ці проблеми в теоретичному плані висвітлюються явно недостатньо. Бракує наукових праць, які комплексно, з позицій політико-економічної теорії розкривають закономірності становлення та розвитку фінансового ринку в трансформаційній економіці у зв'язку з посиленням ролі держави щодо його регулювання. У літературі не лише відсутня єдність думок з питань навіть сутності фінансового ринку, а й часто-густо даються протилежні висновки, пропозиції та рекомендації. Такий стан речей не сприяє розробці теоретичної концепції розвитку українського фінансового ринку.

Актуальність проблеми розвитку та регулювання фінансового ринку, її недостатня пропрацьованість у теоретичному плані зумовили вибір теми монографічного дослідження. Проблематика функціонування фінансового ринку, його місце й роль у трансформаційній економіці є теоретичною проблемою, яка має важливе практичне значення.

У вітчизняній економічній та фінансовій літературі немає чіткого й повного тлумачення категорії «фінансовий ринок». Останній термін найчастіше підміняють термінами «ринок цінних паперів» чи «фондовий ринок». Фінансовий ринок, по суті, не досліджений з погляду органічної цілісності всіх його сегментів.

Метою дослідження в монографії є комплексний теоретичний аналіз фінансового ринку в контексті його впливу на розвиток відносин власності та активізацію інвестиційного процесу в умовах трансформаційної економічної системи. Важливе значення має розробка теоретичних проблем функціонування сучасного фінансового ринку, виявлення закономірностей розвитку економічних відносин, що мають місце на фінансовому ринку України, формування концепції регулювання фінансового ринку на сучасному етапі. У монографії досліджена роль фінансового ринку в досягненні макроекономічної й фінансової стабілізації в умовах трансформаційної економіки.

Відповідно до визначеної мети, у монографії поставлені такі завдання: розкрити теоретико-методологічні засади дослідження процесів формування та функціонування фінансового ринку, з'ясувати його зміст і структуру; визначити роль фінансового ринку в структурі ринкових відносин в умовах трансформаційної економіки; розкрити фактори, що впливають на процес формування й розвитку фінансового ринку в економіці України; проаналізувати напрями й умови досягнення збалансованості структури фінансового ринку; розглянути еволюцію моделей фінансового ринку, їх зміст, механізми й методи реалізації; на основі політекономічного підходу визначити необхідні та достатні умови впливу фінансового ринку на розвиток відносин власності; дослідити інституційні основи збалансованості різних сегментів фінансового ринку в сучасних умовах; розкрити теоретичні основи впливу фінансового ринку на процес інвестиційної діяльності; визначити закономірності регулювання фінансового ринку на різних етапах його становлення та розвитку.

Об'єктом дослідження в цій монографії є соціально-економічний механізм функціонування та розвитку фінансового ринку трансформаційної економіки. Фінансовий ринок при цьому розглядається як сукупність фінансових відносин з приводу купівлі-продажу фінансових активів. Взаємодія суб'єктів фінансових відносин здійснюється в ринковому середовищі, що являє собою фінансовий ринок — сферу обігу фінансових активів. Об'єкт дослідження розглядається в монографії комплексно: загальнотеоретичне розуміння сутності фінансового ринку підтверджується аналізом практики його функціонування в країнах з трансформаційною економікою.

Предметом дослідження в монографії є економічні відносини, що виникають і діють під час функціонування фінансового ринку в умовах трансформаційної економіки.

Методологічну й теоретичну основу дослідження в монографії становлять фундаментальні положення сучасної економічної теорії. Особливе значення має інституціональний підхід до вивчення соціально-економічних явищ і процесів, що пов'язані з функціонуванням фінансового ринку.

Відправною точкою дослідження стала ідея про підвищення значущості фінансового ринку в системі інвестиційної діяльності та трансформації відносин власності в умовах сучасної економіки. Подальший розвиток економіки супроводжується істотними змінами в системі фінансового ринку, що визначають необхідність вироблення нових підходів і вимог до його політекономічного дослідження.

У центрі уваги монографії — дослідження впливу розвитку фінансового ринку на трансформацію відносин власності. Переважна більшість досліджень фінансового ринку лежить у площині аналізу передумов і наслідків розвитку акціонерної власності, проте більш глибокі питання принципових взаємозв'язків між фінансовим ринком і відносинами власності загалом залишаються поза увагою вітчизняних економістів.

Важливим є аналіз базових інституціональних засад фінансового ринку, що розвивається, як особливого соціально-економічного механізму. У цьому зв'язку пріоритетним у монографії є дослідження сутнісних проблем економічних відносин, пов'язаних з розвитком інститутів фінансового ринку.

Ця праця пропонує більш широкий погляд на сутність і механізм функціонування фінансового ринку, з огляду на ті якісні зміни, що відбулися впродовж останнього часу в світі, а також завдання соціально-економічного розвитку країн з

трансформаційною економікою. Сподіваємося, що наукові результати проведеного дослідження будуть затребувані в процесі подальшого теоретичного аналізу фінансового ринку, його місця й ролі в трансформаційній економічній системі.

Теоретична значущість проведеного дослідження визначається тим, що висновки й рекомендації, викладені в монографії, служитимуть основою для подальшого дослідження фінансового ринку в умовах трансформаційної економіки.

Автор висловлює щиру подяку всім колегам і фахівцям, які допомагали в проведенні дослідження й підготовці монографії.



РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ДОСЛІДЖЕННЯ ФІНАНСОВОГО РИНКУ

Характерною особливістю організації і функціонування економічних систем у сучасних умовах є високий рівень розвитку ринку і ринкових відносин. Дослідження ринків — одна з головних проблем сучасної економічної науки.

Ринок є ключовою структурою ринкової економічної системи; він визначає інституціональну основу і кінцеву ефективність усього суспільного відтворення. Визначення ринку лише як місця, де реалізуються угоди з приводу обміну (купівлі-продажу) товарів, не можна вважати достатнім.

Поняття фінансовий ринок має складний синтетичний характер. Щоб досліджувати його властивості, спочатку необхідно розглянути більш загальну категорію «ринок».

Згідно із таким розумінням співвідношення категорій «ринок» і «фінансовий ринок», і структурований пер-ший розділ монографії. Його головним завданням є розгляд методологічних проблем дослідження фінансового ринку, його інституційних форм.

1.1. Ринкова система та фінансовий ринок як об'єкти теоретичного дослідження

Як складовий елемент процесу відтворення ринок охоплює сферу обігу, яка опосередковує виробництво й обумовлений ним розподіл, з одного боку, і споживання — з іншого. Завдяки ринку задовольняються платоспроможні потреби економічних суб'єктів безпосередньо через купівлю-продаж товарів. При цьому кожний товаровиробник дізнається на ринку, наскільки його праця потрібна суспільству, якою мірою вона включена в систему суспільного поділу праці.

Зміст, характер використання, закономірності розвитку ринку визначаються економічними відносинами суспільства. Своєю чергою, сутність ринку визначає конкретну роль, яку він виконує в соціально-економічному та організаційно-економічному механізмі національного господарства.

Ринок — це необхідна складова ефективного функціонування сучасної економіки. Мірою зростання продуктивності суспільної праці й розвитку товарно-грошових відносин межі національного ринку розширюються. В обмін втягуються не лише вироблені продукти, а й товари, які не є безпосереднім результатом праці.

Поняття ринку багатогранне за своїм економічним змістом. У працях А. Сміта і Д. Рікардо ринок розглядався як одне з визначальних явищ економіки. А. Маршалл писав про ринок як про «механізм відносин продавця й покупця один з одним, де ціни регулюються без зовнішнього втручання»¹.

В економічній літературі знаходимо чимало визначень категорії «ринок», в яких відображаються різні сторони цієї багатогранної категорії. У підручнику «Економікс» ринок розглядається як «...інститут або механізм, який зводить покупців (представників попиту) і продавців (постачальників) окремих товарів і послуг»². Лауреат Нобелівської премії з економіки П. Самуельсон вважає ринок механізмом, за допомогою якого «...покупці й продавці взаємодіють, щоб визначити ціну і кількість товару»³. У Словнику сучасної економічної теорії Макміллана ринок трактується як «деякий контекст, в якому здійснюються купівля та продаж товарів і послуг»⁴. Видатний маркетолог Ф. Котлер визначає ринок як «сферу потенційних обмінів»⁵.

В інституціональній теорії прийнято розглядати ринок як організований інституціоналізований обмін⁶. Головну роль тут відіграють ті інститути, що сприяють упорядкуванню цін, встановленню консенсусу між ринковими агентами, поширенню інформації про продукти, ціни, обсяги, а також про потенційних покупців і продавців.

¹ *Маршалл А.* Принципы экономической науки. — М.: Прогресс, 1993. — С. 6.

² *Макконнелл К. Р., Брю С. Л.* Экономикс: В 2-х т. — М.: Республика, 1992. — Т. 1. — С. 61.

³ *Самуельсон П., Нордхауз В.* Макроекономика. — К.: Основи, 1995. — С. 75.

⁴ *Словарь современной экономической теории Макмиллана.* — М.: ИНФРА-М, 1997. — С. 310.

⁵ *Котлер Ф.* Основы маркетинга. — Новосибирск: Наука, 1992. — С. 18.

⁶ *Ходжсон Дж.* Экономическая теория и институты: Манифест современной институциональной экономической теории. — М.: Дело, 2003. — С. 112.

У вітчизняній економічній теорії зазвичай на перший план під час визначення сутності ринку висувається система або певна сукупність економічних відносин. Ці економічні відносини визначаються об'єктивними економічними процесами та явищами, що й формує, зрештою, зміст категорії «ринок». При цьому важливими є відносини як на самому ринку, так і в його взаємозв'язку з іншими сферами економіки. На ринку діють об'єктивні економічні закони вартості, попиту та пропозиції, граничної корисності, конкуренції, які зумовлюють реальні можливості раціональної діяльності всіх економічних суб'єктів відповідно до умов ринкових відносин. На ринку відбувається суспільне визнання якості та ціни товарів (послуг).

Отже, ринок можна охарактеризувати як систему економічних відносин між індивідами, що охоплює сферу товарно-грошового обміну. Ринок — це складний механізм функціонування економіки, заснований на поєднанні різноманітних форм і видів власності. Доволі типовим для трансформаційних економік є явище квазіринку, який стимулює вигідність володіння власністю як такою (з погляду контролю за фінансовими потоками), а не ефективне її використання в процесі виробництва, що провокує тінізацію економіки та ухиляння від сплати податків.

Важливе значення для розвитку ринку має свобода підприємницької діяльності, що передбачає здатність ринкових суб'єктів самостійно вибирати партнерів та укладати з ними контракти (угоди) за взаємовигідними цінами, вільно розпоряджатися прибутком (після сплати податків), виробничими й фінансовими ресурсами, самостійність в ухваленні управлінських рішень тощо. Й. Шумпетер писав, що «не існує інституту більш демократичного, ніж ринок»¹.

На основі функціонування ринку забезпечується безперервність усіх сфер суспільного відтворення. Йдеться насамперед про прямий та опосередкований зв'язок між виробництвом і споживанням, а отже — забезпечення цілісності економічної системи. Особливо важливу роль у досягненні такої цілісності відіграють зворотні економічні зв'язки, що йдуть від споживачів через ринок до товаровиробників.

Ринок — це інституціональний спосіб співпраці людей, який ґрунтується на товарно-грошових відносинах і передбачає для кожного економічного суб'єкта свободу вибору партнера за

¹ Шумпетер Й. А. Капитализм, социализм и демократия — М.: Экономика, 1995. — С. 248.

трансакціями й свободу встановлення цін на свої товари. П. Самуельсон акцентує увагу на особливому значенні в ринковій системі механізму цін, що, діючи через пропозицію та попит на конкурентних ринках, має на меті розв'язання трьох основних проблем економічної організації: «що, як і для кого виробляти?»¹.

Загалом ринок можна трактувати як складне багатофункціональне комплексне поняття, що включає цілісну систему взаємодії та взаємозв'язку ринкових суб'єктів, через яку ідентифікується певний механізм господарювання. До основних атрибутів ринку належать: економічна свобода учасників ринкових відносин, вільне встановлення цін, об'єктивна інформація про попит і пропозицію, можливість альтернативного використання фінансових, трудових і матеріальних ресурсів, вільна конкуренція.

Ринок можна трактувати як у широкому, так і вузькому сенсі. У широкому сенсі ринок — це система організації економіки, що виникла в результаті її природно-історичного розвитку та еволюції економічних відносин. Іншими словами, це загальна форма взаємозв'язку суб'єктів економічної діяльності, за допомогою якої реалізуються трансакції товарів, робочої сили, активів і капіталів відповідно до змін рівня їх дохідності. Обов'язковою умовою успішного функціонування ринкової економічної системи є формування ринкових структур у національному масштабі, забезпечення цілісності національного ринку, створення дієвого фінансового ринку.

У вузькому значенні під поняттям ринок можна розуміти взаємозв'язок попиту й пропозиції. Вирішальним при цьому є взаємодія продавця та покупця, яка сприяє вирівнюванню попиту й пропозиції, що відбувається через механізм ціноутворення. Покупці та продавці, виробники й споживачі, кредитори та позичальники у відносинах між собою намагаються отримувати найбільший зиск. У такий спосіб виявляється закон конкуренції.

Основну роль у ринковій системі відіграє ціна. Саме цей його атрибут відбиває збалансованість попиту та пропозиції, стан ринкової рівноваги, ступінь задоволення економічних інтересів усіх його учасників. Пріоритетна роль ціни у системі атрибутів ринку визначає особливу роль ціноутворення в механізмі його функціонування. За допомогою такого ринкового сигналу, як ціна

¹ Самуельсон П. А. Экономика: В 2-х т. — М.: Алгон, 1997. — Т. 1. — С. 48—49.

(відсоткова ставка на фінансовому ринку) ринкові суб'єкти оперативно вносять зміни в свою економічну діяльність.

Глибинною основою ціни є вартість. Теоретичне дослідження ціни є аналізом розвитку вартості в системі різних економічних відносин.

В історії економічної думки виокремлюють два основних підходи до визначення вартості — трудова теорія вартості А. Сміта — Д. Рікардо — К. Маркса й теорія граничної корисності австрійської школи У. Джевонса — Л. Вальраса — Є. Бем-Баверка. Згідно з трудовою теорією вартості визначальним чинником, що впливає на умови обміну товарів, є уречевлена в них праця, а вартість визначається суспільно необхідними затратами праці, вкладеної у виробництво товару. За теорією граничної корисності, кожен споживач обирає обсяги попиту на товари, щоб максимізувати корисність (ступінь задоволення потреб) за заданих обмежень¹.

А. А. Гриценко, розглядаючи вартість як феномен розвитку спільно-розділених відносин, доходить висновку, що дослідження становлення і розвитку вартості як системи економічних відносин є по суті аналізом логіки усїєї економічної історії суспільства².

Важливою особливістю ринкового ціноутворення є зростання ціни за умов підвищення попиту за незмінної пропозиції або скорочення пропозиції за незмінного попиту. Якщо пропозиція стабільно перевищує попит, виникає ринок покупця. Якщо попит стабільно перевищує пропозицію, формується ринок продавця.

Динаміка атрибутів ринку (попиту, пропозиції, ціни, конкуренції) є надзвичайно складним економічним явищем, що формується під впливом великого масиву різнорідних і різноспрямованих макро- і мікроекономічних факторів. Кон'юнктура ринку є формою прояву системи факторів (умов), що характеризують стан попиту, пропозиції, цін і конкуренції на ринку загалом, окремих його видах і сегментах.

У сучасній науці загальноприйнятим є критерій визначення ефективності функціонування ринку, запропонований італійським економістом і соціологом В. Парето (Парето-ефективність або Парето-оптимальність). Йдеться про те, що ринок є ефективним (оптимальним), якщо на ньому забезпечується вигода для будь-якого ринкового суб'єкта, щоб іншим не було завдано шкоди.

¹ Див.: Фишер С., Дорнбуш Р., Шмалензи Р. Экономика. — М.: Дело, 1993. — С.98—105.

² Гриценко А. А. Развитие форм обмена, стоимости и денег. — К.: Основы, 2005. — С.107.

Важливою є інформаційна функція ринку. Ринкові суб'єкти не можуть мати повної інформації про ринкову кон'юнктуру, що не дає змоги приймати оптимальні рішення про трансакційні угоди. Ринкові суб'єкти, особливо в трансформаційній економіці, вимушені діяти в умовах невизначеності, неповної чи асиметричної інформації. При цьому на ринку в трансформаційний період допускається можливість нерівноваги.

В економічній науці сформувався однозначний погляд, згідно з яким економічної кризи в розбалансованій економіці перехідного типу неможливо вийти, сподіваючись винятково на автоматичну регуляцію ринкових механізмів. Вони «допомагають» лише в розвиненій збалансованій економіці зрілого типу і то зазвичай у поєднанні з методами державного регулювання. Стало також очевидно, що не можна відривати фінансову сферу від процесу виробництва й думати, що можна позбутися інфляції, а тим біль-ше кризи, забезпечивши лише фінансову стабільність.

Сучасний ринок у трансформаційній економіці має виконувати важливу регулюючу роль в економіці, сприяючи разом з державою встановленню оптимальних відтворювальних пропорцій. Недооцінка ролі ринку призводить до порушення пропорційності в економіці, ускладнення збалансованості економічного розвитку.

Оскільки основною причиною незбалансованості української економіки наприкінці 80-х — на початку 90-х років XX ст. вважалося економічно слабе регулювання кінцевого попиту (завищення його розмірів щодо можливостей виробництва), передусім для здійснення ринкових реформ було запропоновано підсилити роль ринкових регуляторів саме в цій сфері. З цією метою було припинено директивне державне планування, скасовано пряме державне регулювання цін, скорочені державні видатки. Лібералізація господарської діяльності була доповнена переходом до ринкового механізму зайнятості й оплати праці, знеціненням і практично повною ліквідацією заощаджень населення, які розглядались як небажаний «грошовий навіс», що лише заважав стабілізації внутрішнього ринку.

При цьому передбачалося, що розвиток конкуренції не лише приведе кінцевий попит у відповідність з реальними обсягами виробництва, а й одночасно змусить товаровиробників перебудовувати свою діяльність, виходячи з вимог ринку. У межах такої схеми ринкових реформ інфляція вважалася спершу

благом — вимушеним, але і необхідним заходом, бо давала змогу швидко зняти зайвий «грошовий навіс» і створити стимули збільшення доходу для компенсації підвищення цін.

Перші ж роки ринкових реформ в Україні показали, що їх реальний перебіг не вкладається у рамки запропонованої абстрактної моделі, оскільки здійснення намічених заходів зазвичай давало очікувані результати¹. Попит зменшився у значно більших обсягах, ніж прогнозувалося, однак це не забезпечило стабілізаційного, а тим більше стимулюючого впливу на суспільне виробництво. Прорахунок був допущений і щодо оцінювання масштабів можливої інфляції, що виявилася в кіль-ка разів більше очікуваної.

Дослідження ринку як категорії загального передбачає розгляд його особливих складових частин.

Класифікація окремих (особливих) ринків, яка зустрічається в економічній літературі, доволі різноманітна, в її основу покладено різні критерії. Якщо ринок є взаємодією економічних суб'єктів, то форми цієї взаємодії істотно відрізняються залежно від об'єкта трансакцій, їх призначення, часу здійснення і т. ін. Отже, у національній економіці функціонує система особливих ринків, які диференціюються за видами на основі певних критеріїв. За об'єктами національний ринок країни поділяють на ринок благ (товарів, послуг, робіт), ринок робочої сили та фінансовий (грошей, капіталу, цінних паперів) ринок. Усі ці три ринки постійній взаємодіють, виконують специфічні функції єдиної ринкової системи господарювання.

Розвинута ринкова економічна система передбачає функціонування розвинутого фінансового ринку. Порівняно з плановим господарством у ринковій економіці значно посилюється роль фінансів і фінансових відносин, що потребує зміцнення фінансової системи та створення ефективного фінансового ринку.

Початковою посилкою теоретико-методологічного дослідження фінансового ринку є визнання того, що цей ринок є складовою (сегментом) структури загальної ринкової системи. Цей сегмент — відносно самостійний, зі своїм економічним змістом, породженим розвитком товарно-грошових відносин.

¹ Див.: Чухно А. А. Твори: У 3-х т. — К.: НАН України, Київ. нац. ун-т ім. Т. Шевченка, Наук.-дослід. фін. ін-т при М-ві фін. України, 2006. — Т. 1. — С. 43—49.

Висхідною методологічною основою дослідження фінансового ринку в трансформаційних економіках вважають триєдине твердження про те, що фінансовий ринок, по-перше, є складовою процесу інвестиційного забезпечення економічного розвитку країни; по-друге, функціонування фінансового ринку невіддільне від процесу руху власності та капіталу; по третє, перспективи й напрями розвитку фінансового ринку визначаються загальними тенденціями ринкових трансформацій у країнах з перехідною економікою. Це методологічне положення визначає структуру та логіку подальшого дослідження, розставляє акценти на найважливіших питаннях і напрямках теоретико-економічного аналізу фінансового ринку в монографії. Йдеться насамперед про системність розуміння сутності фінансового ринку, комплексний вибір методів та інструментів його дослідження.

Фінансовий ринок доцільно розглядати з інституційних позицій тому, що при цьому з'являється можливість виокремити системоутворюючі зв'язки між елементами — складовими ринку, урахувати інвестиційні наміри та вподобання ринкових суб'єктів¹.

Фінансовий ринок у цьому сенсі може розглядатися як сукупність інтегрованих фінансових інститутів, що перебувають у постійній динамічній взаємодії. Це означає, що в основі композиційної побудови фінансового ринку лежить множинність інституційних одиниць фінансового сектору національного господарства.

Одним із чинників неефективності фінансового ринку в трансформаційних економіках є нерозривність основних його інститутів. Йдеться насамперед про інститути, що забезпечують права приватної власності, функціонування підприємства, сприяють ефективності каналів руху фінансових активів.

Фінансовий ринок з'явився з появою фінансів в умовах достатньо високого рівня розвитку товарно-грошових відносин. Розвиток товарного виробництва та ринку на певному історичному етапі привів до появи у його учасників потреби в додатковому капіталі для подальшого розширення виробничого процесу. Фінансовий ринок тим самим стає важливим каналом фінансування товарного виробництва. Поняття фінансового ринку як цілісної системи розвинутих товарно-грошових

¹ Корнєєв В. В. Кредитні та інвестиційні потоки капіталу на фінансових ринках. — К.: НДФІ, 2003. — С. 20.

відносин пов'язане з інтенсивністю руху фінансових активів та еволюцією відповідних фінансових інститутів.

На визначальне значення в ринковій економіці інститутів, пов'язаних з власністю, вказує відомий перуанський економіст Е. де Сото. Він зазначає: «Сфера відносин власності — це і є той самий простір, в якому ми визначаємо та використовуємо активи, складаємо з них усілякі комбінації й встановлюємо зв'язок з іншими активами. В цьому просторі й виникає капітал»¹.

Розвиток економічної теорії вимагає, на нашу думку, теоретико-методологічного осмислення багатьох проблем фінансової системи. Нині підвищується насамперед значущість методологічних аспектів дослідження фінансів і фінансових відносин. На жаль, ці проблеми стають предметом дослідження вчених-фінасистів², а не економістів-теоретиків.

Об'єктивні процеси посилення ролі фінансів в економічних відносинах мають отримати належну наукову оцінку в економічній теорії. Практичне застосування наукових положень економічної теорії до цього об'єкта полягає в розробці теоретико-методологічних підходів до дослідження фінансових відносин, що підпорядковуються загальній ідеології ринкової економіки.

Що ж таке фінанси як економічна категорія? Для відповіді на це запитання насамперед слід чітко визначити співвідношення між категоріями «фінанси» та «гроші». Зауважимо, що у вітчизняній економічній теорії проблематика грошей досліджена доволі ґрунтовно, чого не можна сказати про аналіз сутності фінансів.

Відомим є твердження, що фінанси — це гроші. Фінанси неможливі без грошей, адже саме вони є інструментом фінансових відносин. Своєю чергою, зовнішнім видимим проявом фінансових відносин є грошові потоки.

Вітчизняні автори часто вважають, що функціонування грошей без фінансів багато в чому втрачає сенс і зводиться до суто технічних питань обліку³. Однак, з позицій економічної теорії, гроші самі по собі є дуже складною категорією з

¹ Де Сото Э. Загадка капитала. Почему капитализм торжествует на Западе и терпит поражение во всем остальном мире. — М.: Олимп-Бизнес, 2004. — С. 53.

² Див.: Опарін В. М. Фінансова система України (теоретико-методологічні аспекти). — К.: КНЕУ, 2005.

³ Федосов В., Опарін В., Львовичкін С. Фінансова реструктуризація в Україні: проблеми і напрями. — К.: КНЕУ, 2002. — С. 178.

різноманітними й багатоаспектними функціями, реалізація яких аж ніяк не зводиться до технічних питань.

Безумовно, фінанси як система вартісних відносин ґрунтується на використанні грошей. На основі ціни як грошового вираження вартості складаються та структуруються вартісні пропорції обміну. Процес виробництва, розподілу й перерозподілу суспільного продукту в ринковій економіці опосередкований рухом вартості в грошовій формі (розподіл ресурсів через механізм цін)¹. На основі сталого грошового обігу, що повторюється, й виникають фінанси. Як вартісна категорія фінанси виражають «еко-номічні відносини з приводу утворення, розподілу і використання грошових доходів і нагромаджень підприємницького сектора, держави і домашніх господарств»².

Поза сумнівом, грошові відносини не є суть вираження лише фінансів. У реалізації фінансових відносин задіяні різні вартісні категорії, такі як гроші, кредит, ціна та ін. Фінансові відносини з'являються лише як частина грошових відносин, пов'язаних з формуванням і використанням фондів фінансових ресурсів. Однак грошові відносини об'єктивно не можуть виражати лише відносини сфери фінансів. Грошові відносини об'єктивно звернені не лише до фінансів, вони функціонують і поза ними.

Фінанси як теоретико-економічна категорія виявляють зміст наявних фінансових відносин. Зауважимо, що головним змістом фінансових відносин зазвичай вважають формування фондів грошових коштів. Фінансам притаманні три ознаки, що діють в сукупності: 1) це завжди грошові відносини; 2) це грошові відносини, викликані фактом існування держави як органа управління; 3) це відносини перерозподілу вже розподіленого сукупного продукту³.

Фінансові відносини — це специфічна підсистема економічних відносин, що виявляються в процесі розподілу й перерозподілу вартості валового внутрішнього продукту (ВВП) на складові частини, утворення різних форм грошових доходів і нагромаджень. Рух вартості ВВП у процесі розподілу й перерозподілу набуває форми фінансових потоків. Суб'єктами фінансових відносин, між якими формуються фінансові потоки, є: підприємства й підприємці (фінанси підприємств), населення (фінанси домашніх господарств),

¹ Малий І. Й. Теорія розподілу суспільного продукту. — К.: КНЕУ, 2000. — С. 59.

² Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами. — М.: Финансы и статистика, 1997. — С. 35.

³ Берлин С. И. Теория финансов. — М.: Приор, 2000. — С. 71.

держава (державні фінанси) та фінансові посередники. Масштаб та інтенсивність фінансових потоків залежать від ділової активності суб'єктів фінансових відносин, а також фінансової політики держави.

Сукупність фінансових відносин з приводу формування, розподілу, перерозподілу й використання фінансових ресурсів є фінансовою системою. За своєю внутрішньою будовою фінансова система є сукупністю відносно відособлених, але взаємозв'язаних сфер і ланок фінансових відносин.

Фундаментом фінансової системи, що надає їй стабільності й усталеності, є фінансовий ринок. Фінансовий ринок — це особливий механізм взаємодії продавців та покупців, де об'єктом купівлі-продажу є, власне, гроші¹. Основні характеристики фінансового ринку полягають у ступені універсалізації та спеціалізації фінансових інститутів, формах і джерелах фінансування реального сектора, рівнях диверсифікації інвестиційних потоків та ін. Забезпечуючи мобілізацію, розподіл та ефективне використання вільного грошового капіталу, фінансовий ринок сприяє прискоренню обороту національного капіталу загалом.

З економіко-теоретичних позицій, фінансовий ринок є сферою реалізації економічних відносин, що відображаються через оборот фінансового капіталу. З організаційно-економічного погляду, — фінансовий ринок — це операції з фінансовими активами й платіжними засобами. Рух фінансових активів є зовнішнім віддзеркаленням руху власності, а рух платіжних засобів — відображенням руху інвестиційних ресурсів. Відносини власності виявляються через випуск спеціальних документів — цінних паперів, які мають власну вартість і можуть продаватися, купуватися й погашатися². Фінансовий ринок оперує різноманітними фінансовими інструментами, обслуговується специфічними фінансовими інститутами. Поза фінансовим ринком економічні процеси в ринковій системі не можуть здійснюватися ефективно. У своїй праці «Основи інвестування» Л. Дж. Гітман і М.Д. Джонк визначають фінансовий ринок як «механізм, що поєднує тих, хто пропонує фінансові ресурси, з тими, хто їх шукає

¹ Задоя А. О., Ткаченко І. П. Структура та функції сучасного фінансового ринку // Фінанси України. — 1999. — № 5. — С. 4—9.

² Алексеев М. Ю. Рынок ценных бумаг. — М.: Финансы и статистика, 1992. — С. 5.

для укладання угод зазвичай за допомогою посередників, таких як фондові біржі»¹.

У вітчизняній політико-економічній літературі процес становлення та функціонування фінансового ринку, на жаль, не отримав повного відображення, хоча фінансовому ринку в ринковій економіці й належить винятково важлива роль.

Щодо сутності фінансового ринку серед зарубіжних і вітчизняних економістів немає однозначного трактування. По суті, кожен автор дає своє визначення сутності фінансового ринку². Що являють собою фінансовий ринок і ринок фінансового капіталу? Який взаємозв'язок фінансового ринку й ринку цінних паперів? Ці питання залишаються відкритими й відповіді на них здебільшого неоднозначні.

Різні трактування сутності фінансового ринку відображають суперечливу ретроспективу його розвитку, а дискусійність підкреслює економічну динамічність цього ринку та його органічне поєднання з тенденціями та закономірностями соціально-економічного розвитку.

У західній економічній літературі доволі поширеним є підхід, відповідно до якого в поняття «фінансовий ринок» включають усі ринки фінансової системи, за допомогою яких економічні суб'єкти можуть фінансувати свою діяльність. До складу фінансового ринку включаються грошовий ринок і ринок капіталів. Грошовий ринок надає в розпорядження економічних суб'єктів короткострокові фінансові ресурси; ринок капіталів, навпаки, задовольняє середньо- і довгострокові фінансові потреби.

У сучасній економічній літературі часто використовуються як термін «фінансовий ринок», так і «фінансові ринки». З погляду теорії, важливо підкреслити розходження в їх змістовному навантаженні залежно від контексту, у якому вживаються зазначені поняття. У широкому сенсі термін «фінансовий ринок»

¹ Гитман Л. Дж., Джонс М. Д. Основы инвестирования: Пер. с англ. — М.: Дело, 1997. — С. 15.

² Немає сенсу наводити тут ці різноманітні трактування. Вкажемо лише на джерела, в яких читач зможе знайти найтипівіші формулювання: Балабанов И. Т. Финансовый менеджмент. — М.: Финансы и статистика, 1997. — С. 27; Бланк И. А. Основы финансового менеджмента: В 2-х т. — К.: Ника-Центр, 1999. — Т. 1. — С. 185; Гроші та кредит / За ред. проф. Б. С. Івасіва. — К.: КНЕУ, 1999. — С. 74; Долан Э. Дж., Кемпбелл К. Д., Кемпбелл Р. Дж. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика — М.: Дело, 1998. — С. 16; Сакс Дж. Д., Ларрен Ф. Б. Макроэкономика. Глобальный поход. — М.: Дело, 1996. — С. 675; Торкановский В. С. Рынок ценных бумаг и его финансовые институты. — СПб.: Комплект, 1994. — С. 7; Токмакова І. В., Краснов В. Г. Сутність і структура фінансового ринку // Фінанси України. — 2001. — № 12. — С. 115.

має узагальнюючий характер і допускає розгляд усіх його структурних елементів і ланок (окремих ринків) в єдності й цілісності, тобто як системного утворення. У вузькому сенсі термін «фінансовий ринок» означає окремо взятий структурний елемент системи (зокрема, ринок цінних паперів, ринок страхових послуг, валютний ринок і т. д.). У монографії ми будемо використовувати узагальнене поняття «фінансовий ринок» і не застосовуватимемо термін «фінансові ринки». Це принципова позиція автора.

Очевидно, що насамперед фінансовий ринок можна розглядати як сферу концентрації й перерозподілу фінансових активів на основі торгівлі ними. Через відповідні інституції фінансового ринку всі ринкові суб'єкти можуть як розмістити на ньому свої тимчасово вільні кошти, так і мобілізувати необхідні фінансові ресурси.

Активи — це щось реально існуюче, що має ринкову вартість й утворює частину багатства або власності його власника. В економічній теорії є важливий поділ на реальні активи (матеріальні ресурси) й фінансові активи (гроші, акції, облігації та ін.) Фінансові активи є вимогою або правом на отримання доходу чи цінності від інших осіб¹.

Сутність фінансового ринку як економічної категорії виявляється в такому: фінансовий ринок — це підсистема економічних відносин купівлі-продажу фінансових активів, у якій формуються попит і пропозиція, а також ціни на них з метою фінансового забезпечення національного виробництва. Метою утворення та функціонування фінансового ринку є акумулювання та ефективне розміщення заощаджень в економіці, ефективний перелив інвестиційних коштів від тих, хто має заощадження, до тих, у кого на цю мить є потреба в капіталі.

Фінансовий ринок є важливим економічним простором, в якому створюються умови для акумуляції та перерозподілу фінансових потоків між економічними суб'єктами з метою забезпечення безперервності суспільного відтворення. Таким чином, фінансовий ринок — це ринкова структура, яка є основою ефективного функціонування національного капіталу. Ринковий економіці необхідний фінансовий ринок як система взаємозалежних спеціалізованих інститутів, що обслуговують потік грошей і фінансових активів. Ринкова система має потребу в розвиненій системі акумуляції заощаджень. У ринковій

¹ Словарь современной экономической теории Макмиллана. — М.: ИНФРА-М, 1997. — С. 29.

економіці реально має місце ситуація, коли одні економічні суб'єкти не мають у своєму розпорядженні необхідний капітал для розширення виробництва. У той час як інші, навпаки, зіштовхуються з проблемою прибуткового розміщення своїх заощаджень. Для вирішення зазначеної суперечності, тобто перетворення заощаджень в інвестиції, ринковій системі потрібен фінансовий ринок. Недостатній розвиток фінансового ринку призводить до погіршення інвестиційного клімату в економіці, недовіри потенційних інвесторів і, як наслідок, — до загроз економічній безпеці держави.

Фінансовий ринок також можна розглядати з позиції розподілу та перерозподілу прав власності. У цьому контексті він є сферою прояву відносин власності на основі її розподілу (перерозподілу) шляхом обміну грошей на фінансові активи. Виходячи з цього, фінансові активи можна визначити як об'єкти, що мають вартість і перебувають у власності економічних суб'єктів, від яких слід очікувати в майбутньому отримання прибутку або інших доходів¹.

Виникнення фінансових (на відміну від матеріальних) активів — головної форми багатства в ринковій системі, пов'язане з розвитком відносин власності. Поява та рух фінансових активів формують ринок, на якому різні дематеріалізовані субстанції багатства (переважно гроші) продаються й купуються як особливий товар. Торгівля фінансовими активами супроводжується специфічними процедурними нормами, правилами й регламентом щодо зміни прав власності. Фінансовий ринок — це особлива притаманна лише ринковій економіці сфера економічних відносин, де здійснюється купівля-продаж (обмін), розподіл і перерозподіл фінансових активів.

З появою фінансових активів і розширенням їх використання поступово складається й інституційний механізм їх руху. Фінансові активи, як і будь-який інший товар, повинні мати стійку сферу свого вільного обігу, свій ринок. Ринок фінансових активів — це складна організаційно-економічна система особливих фінансових відносин. Фінансовий ринок відрізняється від усіх інших (товарних) ринків особливим характером товару, який обертається на ньому. Це визначає специфічний склад учасників ринку, його місце в економічній системі, порядок функціонування, правила регулювання та ін. Фінансовому ринку належить особливе місце в системі економічних відносин: розвиток сучасної

¹ Про запаси фінансових активів див. *Патинкин Д.* Деньги, процент и цены. Соединение теории денег и теории стоимости. — М.: Экономика, 2004. — С. 93.

економіки вимагає постійного використання його потенційних можливостей.

Сутність фінансового ринку як об'єкта теоретичного дослідження не можна розглядати поза фінансовим капіталом. Об'єктивною основою функціонування фінансового ринку є рух (обіг) фінансового капіталу. Фінансовий капітал, на нашу думку, — це капітал, утілений у фінансових активах, насамперед цінних паперах. Лише фінансові активи є «представниками» фінансового капіталу й відбивають його рух. Фінансовий ринок є специфічною формою взаємозв'язку фінансового капіталу й реального промислового капіталу суспільства.

Узагальнену характеристику місця фінансового ринку в процесі суспільного відтворення подано на рис. 1.1.

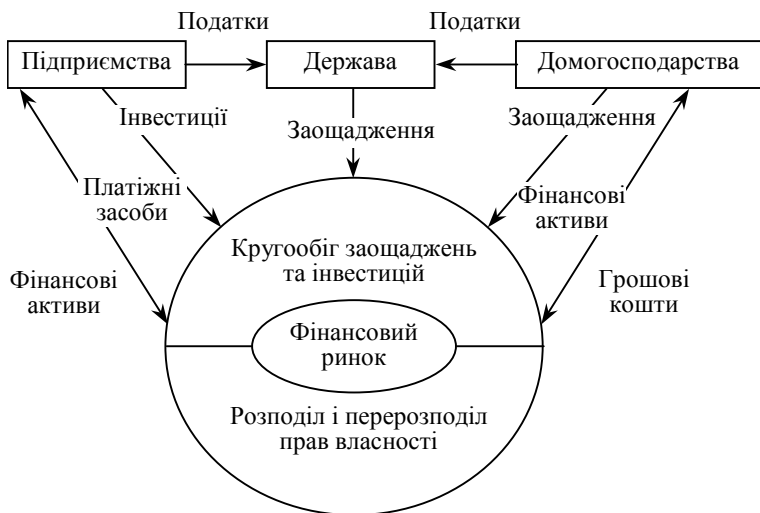


Рис 1.1. Місце фінансового ринку в процесі суспільного відтворення

З рис 1.1. видно, що згідно з критерієм призначення (мети функціонування) фінансовий ринок відноситься до ринку прав власності (фінансових активів) та інвестиційного ринку. Інвестиційний процес характеризується як процес кругообігу інвестицій (перетворення заощаджень в інвестиції — акумулювання заощаджень, наступного їх перерозподілу й використання як інвестицій). Фінансовий ринок покликаний обслуговувати процес суспільного відтворення, формувати й забезпечувати фінансові відносини в усьому різноманітті їх проявів.

Отже, фінансовий ринок має особливе значення у відтворювальному процесі, забезпечуючи вільний взаємопов'язаний рух грошових коштів і фінансових активів. За допомогою фінансових активів здійснюється збір (акумуляція) коштів від внутрішніх і зовнішніх заощаджень і передача їх для інвестування підприємствам (фірмам). Водночас завдяки фінансовому ринку забезпечується участь інвесторів у розподілі та перерозподілі прав власності.

Підкреслимо, що визначення Р. Гільфердінгом на початку ХХ ст. сутності фінансового капіталу як поєднання банківського та промислового капіталів («...фінансовий капітал: капітал, що знаходиться в розпорядженні банків і використовується промисловцями»¹) було статичним за змістом, воно не дає змогу розкрити реалії фінансової економіки на межі ХХ—ХХІ ст. Фінансовий капітал — категорія історична, і мірою економічного розвитку відбувається збагачення його змісту. Природа фінансового капіталу визначається способом його походження.

У сучасних умовах основою фінансового капіталу є фінанси великих корпоративних структур, і від рівня їх розвитку залежить стан фінансового ринку. Роль корпорацій (акціонерних товариств) у світі неухильно зростає. Разом з ними збільшується значення ринку корпоративних цінних паперів, який закономірно перетворився на центральний сегмент фінансового ринку. Корпоративні цінні папери стають основними представниками фінансових активів. Вони складаються з паперів з фіксованим відсотком (облігації) і паперів, що приносять дивіденд (акції).

Разом з розвитком корпорацій з'являється чимало акціонерів, які отримують свою частку від загального доходу акціонерної компанії. На основі цього процесу виникла теорія «народного капіталізму», яка стверджувала, що нібито капітал перестав бути власністю обраних і перетворився в здобуток усіх»².

У фінансовому капіталі вгасає конкретний матеріальний характер капіталу. Фінансовий капітал означає уніфікацію видів капіталу. В результаті капітал перетворюється на однорідний грошовий засіб, що панує в економіці. Усі форми капіталу, зокрема промисловий і торговельний, в сучасних умовах поставлені під контроль саме фінансового капіталу.

¹ Гильфердинг Р. Финансовый капитал. Исследование новейшей фазы развития капитализма. — М.: Изд-во соц-экон. литературы, 1959. — С. 301.

² Теория капитала и экономического роста / Под ред. С. С. Дзарасова. — М.: МГУ, 2004. — С. 251.

З політико-економічного погляду фінансовий ринок є сферою реалізації економічних відносин, які відображають рух фінансового капіталу й виявляються у сфері функціонування й розвитку фінансового капіталу. З цих позицій фінансовий ринок можна розглядати як ринок фінансового капіталу¹. Отже, ринок фінансового капіталу — це сфера формування попиту та пропозиції на фінансовий капітал, яка забезпечує його акумуляцію та перерозподіл.

Можна стверджувати, що фінансовий ринок — це система економічних відносин, що забезпечує перетворення вільних коштів у капітал і його перерозподіл між учасниками процесу відтворення. При цьому фінансовий ринок можна визначити як специфічну сферу фінансових відносин, де об'єктом угоди є капітал і де формуються попит і пропозиція на фінансові активи.

Залежно від класифікаційних ознак фінансовий ринок може бути умовно поділений на окремі агреговані сегменти (ринки в більш вузькому значенні цього слова). Беручи до уваги різні форми, у яких фінансові ресурси обертаються на фінансовому ринку, у його складі можна виділити насамперед: грошовий ринок, фондовий ринок (цінних паперів), ринок банківських послуг і ринок страхових послуг². Поділ фінансового ринку на такі сегменти проводиться за функціональною ознакою, тобто за тими функціями, які вони можуть виконувати у сфері ринкового перерозподілу фінансових ресурсів.

Поняття «фінансовий ринок» є значно ширшим, ніж поняття «ринок цінних паперів». Поняття «фінансовий ринок» охоплює не лише фінансові трансакції, а й значну кількість форм відносин власності, та її перерозподілу³.

Кожен з наведених сегментів фінансового ринку є незалежною ринковою структурою, зі специфічними фінансовими відносинами. Ці агреговані сегменти, своєю чергою, поділяються на фінансові підсегменти, зокрема: валютний ринок, депозитний ринок, ринок державних цінних паперів, ринок корпоративних цінних паперів, ринок дорогоцінних металів і золота, ринок похідних фінансових інструментів та ін.

¹ Див.: *Алексєнко Л. М.* Ринок фінансового капіталу: становлення, проблеми, перспективи розвитку. — К.: Максимум; Тернопіль: Економ. думка, 2004. — С. 12—14.

² Див.: *Савчук В. С., Федосов В. М.* Фінансовий ринок в Україні: економічно-правові аспекти // *Вчені записки КНЕУ*. — 1998. — Вип. 1. — С. 26.

³ *Ходаківська В. П., Беляєв В. В.* Ринок фінансових послуг: теорія і практика. — К.: ЦУЛ, 2002. — С. 15.

Високий соціально-економічний статус фінансового ринку зумовлений його провідним місцем у національному господарстві, системі економічних відносин, впливом на стабільність економічної системи суспільства.

Отже, можна зробити висновок, що фінансовий ринок — це складна сукупність економічних відносин, яка системно інтегрована в структуру національної економіки, забезпечує функціонування сфери обігу фінансових активів, їх перерозподіл між економічними суб'єктами. При цьому фінансовий ринок включає в себе специфічну сферу обмінних відносин, де об'єктами угод купівлі-продажу є фінансові активи в різних формах їх прояву. Фінансовий ринок як підсистема економічної системи суспільства є водночас відносно самостійним інституційним утворенням. Це зумовлює особливу значущість його розгляду як об'єкта теоретико-економічного дослідження.

1.2. Еволюція теорії фінансового ринку

Теорія фінансового ринку відображає рівень знань, нагромаджений у науці, сутність процесів, що відбуваються у фінансовій сфері. Ця теорія є продуктом історичного розвитку знань про фінанси та фінансові відносини.

Важливим кроком до всебічного обґрунтування економічної категорії є її дослідження відповідно до вимог принципу функціонування. У цьому випадку йдеться про теоретичний аналіз механізму функціонування фінансового ринку залежно від динаміки економічних відносин на мікро- та макрорівнях, тенденцій розвитку економічної системи суспільства.

Загальні закономірності функціонування фінансового ринку відображені на рис. 1.2. Ця схема відображає механізм реалізації суспільного взаємозв'язку власності, інвестиційних ресурсів і фінансових активів (фінансового капіталу) у процесі національного відтворення.

Теорія фінансового ринку має в історії економічної думки глибокі корені. У її становлення та розвиток внесли вагомий внесок чимало видатних економістів, які обґрунтували значення фінансового ринку для розуміння закономірностей функціонування економічних систем.

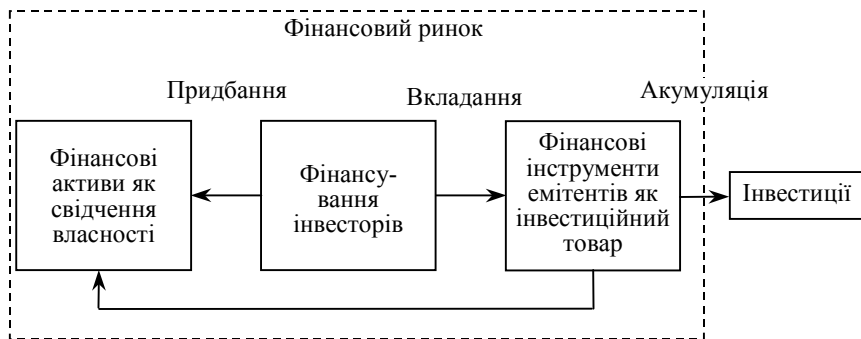


Рис 1.2. Схема функціонування фінансового ринку

Починаючи з XIX ст., економічна наука приділяла значну увагу вивченню природи фінансового ринку та механізму його функціонування, місця й ролі в економічній системі, аналізу впливу фінансового ринку на розвиток процесу суспільного відтворення. Найбільший інтерес викликала проблема залежності розвитку економіки від нагромадження капіталу, динаміки ринку капіталу та фінансових активів. Об'єктивно акціонерний капітал, який сформувався в другій половині XIX ст., не міг розвиватися на основі власних фінансових ресурсів і вимагав постійних інвестицій з фінансового ринку. Значну частину вільних коштів у розвинутих країнах стали вкладати у фінансові активи, при цьому кількісна оцінка капіталу закономірно коливалася разом зі змінами капіталізації вартості фінансових активів.

Тією чи іншою мірою проблемам фінансового ринку, закономірностям його функціонування присвячували свої праці майже всі видатні діячі економічної науки: А. Сміт, Д. Рікардо, К. Маркс, А. Маршалл, Дж. Кейнс, Ф. Хайєк, М. Фрідмен та ін. Сформульовані ними положення в процесі розвитку економічної теорії уточнювалися й поглиблювалися.

Значну увагу дослідженню фінансового ринку приділяли представники класичної політичної економії.

А. Сміт виокремив як основний фактор економічного прогресу суспільства нагромадження капіталу. Він довів, що нагромадження — ключ до багатства нації. Нагромадження неминуче вело до формування ринку, на якому заощадження повинні перетворюватися в промисловий капітал. В економіці при цьому формується механізм оптимального розподілу

капіталовкладень¹. Першим з класиків економічної науки до питань використання можливостей фінансового ринку для вирішення макроекономічних завдань звернувся Д. Рікардо (як відомо, він сам був одним з найбільших дилерів на ринку цінних паперів в Англії). Д. Рікардо розробив теоретичну модель, що описувала процес вирівнювання норми прибутку в економіці за рахунок міжгалузевого переливу капіталу. Він одним з перших економістів вказав на зростання ролі й значення позикового капіталу в розвитку капіталізму в період промислового піднесення.

Приділяючи важливу роль проблемам оподаткування, Д. Рікардо стверджував, що завданням податкової політики є заохочення «прагнення до нагромадження».

У другій половині XIX ст. питання функціонування фінансового ринку так чи так розглядалися різними школами економічної науки. Синтезував основні досягнення цих шкіл основоположник неокласичної теорії видатний англійський економіст А. Маршалл. Він обґрунтував сутність відсотка на капітал як винагороди за втрати, з якими пов'язане очікування матеріальних ресурсів. При цьому нагромадження багатства розглядалось як результат його очікування². Чимало його положень були покладені в основу нових напрямів економічної науки, що безпосередньо стосувалися проблематики фінансів і фінансового ринку.

Значну увагу дослідженню позикового капіталу фондового ринку, руху цінних паперів і природи позикового відсотка у третьому томі «Капіталу» приділив К. Маркс. Він виділив джерело виникнення позикового відсотка (процес виробництва), розглянув дивіденд як перетворену форму додаткової вартості, тобто, у кінцевому підсумку, як різновид вторинних доходів.

Важливим є Марксове розуміння сутності фіктивного капіталу. Хоча цінний папір номінально відображає вартість певного реального товару, однак власної вартості він не має. Коли ринковий попит на цінні папери перевищує їх пропозицію, на ринку формується підвищена ціна на них, і номінальна сума випущених цінних паперів перевищує капітал, реально втілений у виробничих ресурсах. Така ситуація фіктивності капіталу об'єктивно створює передумови для майбутніх фінансових криз.

¹ Блауг М. Экономическая мысль в ретроспективе. — М.: Дело, 1994. — С. 50.

² Маршалл А. Принципы экономической науки. — С. 311.

Отже, К. Маркс ввів у науковий обіг нову категорію — «фіктивний капітал» — капітал, представлений цінними паперами. Крім того, він показав відмінність між фіктивним і дійсним капіталом. Якщо дійсний капітал вкладається у виробництво, то цінні папери слугують титулами власності, що представляють цей капітал. Однак цей капітал не існує подвійно — один раз як капітальна вартість титулу власності, акцій і другий — як капітал, що справді вкладений або має бути вкладений у підприємства. Капітал лише тільки в цій останній формі, і акція є тільки титулом власності¹. Проте К. Маркс ніколи принципово не заперечував важливої ролі цінних паперів і фінансового ринку в капіталістичній економіці. Цінні папери, зокрема, акції є особливим способом організації і фінансування капіталу — на корпоративній основі (створення підприємств в організаційно-правовій формі акціонерного товариства). Разом з тим прикметник «фіктивний» стосовно до капіталу, представленому у формі цінних паперів, був сприйнятий багатьма радянськими дослідниками, які розвивали марксистську політичну економію капіталізму, механічно (прямолинійно). Так, типовим для політичної економії минулого був такий висновок: «Розбухання фіктивного капіталу на сучасному етапі загальної кризи капіталізму свідчить про посилення загнівання і паразитизму капіталістичної системи господарства»².

Не залишилися поза увагою К. Маркса проблеми, пов'язані з розвитком акціонерної форми підприємництва, обігу акцій і біржової справи. Він вказував на особливу заслугу акціонерних товариств у питаннях розширення меж використання грошового капіталу³, звернув увагу на те, що в акціонерних компаніях функція управління відокремлюється від функції володіння капіталом. Особливе значення відведене аналізу тенденції до акціонування галузей великої промисловості, що виявилися в другій половині XIX ст.⁴. Слід зазначити, що за часів К. Маркса ринок цінних паперів перебував на початкових етапах свого розвитку. Позитивно оцінюючи роль і значення акціонерних товариств, К. Маркс констатував, що завдяки їх поширенню відбулося «колосальне розширення масштабів виробництва і виникнення підприємств, що були неможливі для окремого

¹ Маркс К., Энгельс Ф. Твори. — Т. 25. — Ч. II. — С. 9.

² Финансово-кредитный словарь: В 2-х т. — М.: Финансы, 1964. — Т. 2. — С. 469.

³ Маркс К., Энгельс Ф. Твори. — Т. 25. — Ч. I. — С. 446—447.

⁴ Маркс К., Энгельс Ф. Твори. — Т. 25. — Ч. II. — С. 445.

капіталу»¹. Узагальнюючи досвід діяльності акціонерних підприємств на етапі, коли вони були ще нечисленні, К. Маркс бачив у цій сфері гострі суперечності, що свідчили, на його думку, про обмеженість капіталістичної приватної власності, необхідність усуспільнення засобів виробництва.

Кінець XIX ст. — початок XX ст. позначилися важливими змінами у фінансовий ринок розвинених країн, що знайшли відображення у працях економістів того часу. Мабуть, найбільш значущими в цьому сенсі стали праці А. Маршалла «Принципи економічної науки» та Р. Гільфердінга «Фінансовий капітал». Методологічною базою теорії фінансового ринку на рубежі XIX—XX ст. виступила неокласична концепція ефективної економіки й ринкової рівноваги Ф. Еджуорта і В. Парето².

За А. Маршаллом, у відомому сенсі можна увесь капіталістичний світ розглядати як єдиний ринок для багатьох видів цінних паперів. Цей ринок добре організовується, а фондова біржа стає зразком для формування всіх інших ринків.

А. Маршалл приділив значну увагу вивченню акціонерних відносин і високо оцінював здатність акціонерного капіталу утворювати великі промислові підприємства, зазначав значення їх гнучкості, навіть якщо розміри акціонерного підприємства ставали дуже значними³. А. Маршалл помітив, що особливі риси акціонерної форми капіталу роблять значущими її переваги в багатьох сферах господарської діяльності⁴.

Особливо слід відзначити дослідження сутності фінансового капіталу німецьким економістом Р. Гільфердінгом. У роботі «Фінансовий капітал. Дослідження новітньої фази розвитку капіталізму» (уперше виданій у 1910 р.) економіст дослідив проблему фінансового капіталу на тому етапі розвитку акціонерних товариств, коли вони вже стали переважною формою капіталістичних підприємств. Як відомо, Р. Гільфердінг трактував фінансовий капітал як «капітал, що знаходиться в розпорядженні банків і застосовується промисловцями»⁵, причому його поява знаменувала собою новітню фазу в розвитку капіталізму — епоху фінансового капіталу.

¹ Маркс К. Капитал. — Твори. — Т. 25. — Ч. 2. — С. 279.

² Див.: Блауг М. Экономическая мысль в ретроспективе. — С. 542—543.

³ Маршалл А. Принципы экономической науки. — Т. 2. — С. 7.

⁴ Маршалл А. Принципы экономической науки — Т. 3. — С. 22—23.

⁵ Гильфердинг Р. Финансовый капитал. Исследование новейшей фазы развития капитализма. — С. 301.

Згадаємо, що В. І. Ленін поглибив це визначення: «Концентрація виробництва, монополії, що виростають з неї, злиття або зрощування банків із промисловістю — от історія виникнення фінансового капіталу і зміст цього поняття»¹.

Сутність фінансового капіталу виявляється через складність його форм прояву. Основу фінансового капіталу становить промисловий капітал як його вирішальна функціональна форма. Логіка Р. Гільфердінга зводилася до послідовного дослідження грошей, кредиту та акціонерних товариств. За струк-турою праця «Фінансовий капітал» складалася з п'яти частин: I — «Гроші і кредит». II — «Мобілізація капіталу. Фіктивний капітал». III — «Фінансовий капітал. Обмеження вільної конкуренції». IV — «Фінансовий капітал і кризи». V — «Господарська політика фінансового капіталу». Розглянувши роль і значення банківського капіталу, він закономірно підійшов до аналізу діяльності фондової біржі як «ринку капіталів», у якій знаходять своє відображення відносини фінансового капіталу².

Не можна не зупинитися на роботі представника австрійської школи Є. Бем-Баверка «Капітал і прибуток», у якій сутність фінансів пояснювалася автором на основі дисконтування майбутніх благ, що перетворювало фактор часу у важливий чинник розуміння сутності фінансового ринку³. Відсоток при цьому розглядався як частина цінності майбутнього граничного продукту, який виробляється із застосуванням капіталу.

Американський економіст І. Фішер ввів поняття «інвестиційні можливості» («investment opportunity») як справжню (сьогоднішню) оцінку майбутньої віддачі капіталу⁴. Капітал за Фішером — це дисконтований потік доходу (йдеться про вартісну оцінку капіталу)⁵. І. Фішер довів, що в умовах розвинутого фінансового ринку різномірні переваги інвесторів (акціонерів) зводяться до єдиного знаменника, що є необхідною передумовою передачі функції управління професійним менеджерам, що стають представниками усіх інвесторів, чий інтереси мають дотримуватись однаковою мірою.

¹ *Ленін В. І.* Полн. собр. соч. — М.: Политиздат, 1970. — Т. 27. — С. 344.

² *Гильфердинг Р.* Финансовый капитал. Исследование новейшей фазы развития капитализма. — С. 82—83.

³ *Бем-Баверк Е.* Капитал и прибыль. История и критика теории процента на капитал. — СПб., 1909. — С. 51.

⁴ *Блауг М.* Экономическая мысль в ретроспективе. — С. 488—491.

⁵ *Фишер И.* Покупательная сила денег. — М.: Дело, 2001. — С. 215.

Слід зазначити важливий внесок у розвиток теорії акціонерного підприємництва у другій половині XIX — на початку XX ст. українських економістів М. Х. Бунге, І. Тарасова, М. І. Туган-Барановського¹.

Основоположником теорії фінансового ринку у XX ст., безумовно слід вважати видатного англійського економіста Дж. М. Кейнса. Теорія Дж. Кейнса знаменувала принципово новий підхід до питання про роль і місце фінансів в процесі суспільного відтворення й означала розрив з колишніми класичними теоріями капіталу К. Вікселля та І. Фішера значення фінансів. Виникнувши під впливом економічної кризи 1929—1933 рр., теорія Дж. Кейнса визнавала неможливість автоматичного досягнення рівноважного стану економіки внаслідок високого ступеня невизначеності фінансово-економічної системи. Нагадаємо, що сама Велика депресія почалася з краху фондового ринку. «Найбільш значимими пороками економічного суспільства, у якому ми живемо, є його нездатність забезпечити повну зайнятість, а також його довільний і несправедливий розподіл багатства і доходів»², — відзначав Дж. Кейнс. У цих умовах досягнення макроекономічної стабільності покладається на державу, якій пропонувалося впливати на три ключові макроекономічні змінні: схильність до споживання, граничну ефективність капіталу і норму відсотка.

Дж. Кейнс слід за Д. Рікардо, К. Марксом і А. Маршалом вважав, що нагромадження капіталу рано чи пізно призведе його граничну ефективність до нуля³. Дж. Кейнс писав про тенденцію до перевищення над можливостями їх прибуткового інвестування.

Центральною категорією в теорії Дж. Кейнса, безумовно, є «гранична ефективність капіталу», яка кількісно дорівнює очікуваній граничній прибутковості інвестицій. Основними чинниками, які має враховувати підприємець під час прийняття рішень про інвестиції, є гранична ефективність капіталу і норма процента. Норма процента при цьому розглядалася з позиції переваги ліквідності, тобто як ціна відмови від ліквідності.

¹ Історія економічних учень / За ред. В. Д. Базилевича. — К.: Знання, 2004. — С. 686—689.

² Дж. Кейнс. Общая теория занятости, процента и денег // Антология экономической классики. В 2-х т. — М.: Эконом, 1993. — С. 220.

³ Meltzer A. Keynes Monetary Theory: A Different Interpretation. — Cambridge: Cambridge University Press, 1988.

Заслуга Дж. Кейнса і практичне значення його наукових розробок, власне, й полягало в тому, що він обґрунтував антикризову програму стабілізації економіки США та інших західних країн у 30-х роках ХХ ст. Створена в той час Федеральна комісія США з фондових ринків і бірж почала відігравати значну роль у врегулюванні наслідків фінансових спекуляцій.

Дж. Кейнс велику увагу приділив проблемі ліквідності фінансового ринку. Так, він критикував спекулятивно організований, на його думку, ринок на Нью-Йоркській фондовій біржі, протиставляючи його більш підприємницькому ринку на Лондонській фондовій біржі. Дж. Кейнс вважав, що більш високі бар'єри входження й відповідно більш низька ліквідність перешкоджають перетворенню лондонського ринку на спекулятивний.

Дж. Кейнс виходив з автономного потоку інвестицій. На цій основі він довів, що за допомогою мультиплікатора створюється такий обсяг заощаджень, який необхідний для цього рівня інвестицій. Мультиплікаційний ефект при цьому веде до кратного збільшення національного доходу, викликаного початковим приростом інвестицій. Поняття мультиплікатора в теорії Дж. Кейнса привертало безпосередню увагу наступних дослідників до інвестицій як основного фактора економічної діяльності.

Опонентом кейнсіанській економічній концепції традиційно була неокласична теорія. Видатний австрійський економіст Ф.А. Хайек відрадив принцип захисту свободи підприємництва, забезпечення приватної ініціативи та конкуренції, найбільш повного використання ринкових сил у розвитку економіки. На цій основі сформулювалося положення про те, що фінансовий ринок може ефективно функціонувати лише за свого підпорядкування інтересам інвесторів.

Ф. Хайек довів, що конкуренція як своєрідний інформаційний механізм забезпечує отримання систематичних знань про економіку, без яких неможлива ефективна фінансово-господарська діяльність.

Для 1970—1980 рр. характерною стала криза кейнсіанської макроекономічної теорії й практики фінансового стимулювання економічного розвитку шляхом регулювання сукупного попиту в економіці. З приходом до влади уряду М. Тетчер у Великобританії й адміністрації Р. Рейгана в США концепція системи державного втручання у функціонування

фінансів і фінансового ринку була кардинально змінена¹. На озброєння урядів розвинених країн світу були взяті економічні концепції, які відображали головним чином неокласичні підходи й монетаристські погляди. Зміни, що спостерігалися в економічній науці в країнах з розвинутою економікою в 80-ті роки ХХ ст. були пов'язані з теорією «економіки пропозиції». У самій назві цієї теорії автори протиставили її кейнсіанству, який головну увагу приділяв регулюванню сукупного (ефективного) попиту.

Одним з основних постулатів теорії «економіки пропозиції» була ідея про зменшення втручання держави у фінансово-економічні процеси та стимулювання приватної ініціативи та підприємництва. Особлива роль при цьому приділялася приватним фінансам, зокрема, стимулюванню приватної фінансової активності. При цьому підтримувався переважно приватний характер інвестування. Прихильники нової фінансової стратегії вважали, що одним з найважливіших факторів стимулювання сукупної пропозиції має бути зменшення податків. За допомогою «податкової кривої» А. Лаффер довів, що збільшення ставки оподаткування негативно впливає на обсяги національного виробництва. Навпаки, зниження податкових ставок підвищує схильність населення до споживання, збільшує пропозицію позикового капіталу й знижує ставку відсотка, сприяючи пожвавленню інвестиційного процесу.

У напрямі протистояння кейнсіанській теорії розвивалася й теорія монетаризму, так звана чикагська школа М. Фрідмана, яка є принциповим противником державного втручання в економіку, розглядаючи його як загрозу ринку. В основі монетаризму лежить постулат, що гроші є головною сферою, що визначає розвиток суспільного виробництва. Слід зазначити, що монетаристські рецепти в чистому вигляді зазвичай рекомендуються лише для країн, що розвиваються. Країни зі стабільною економікою гнучко поєднують державне регулювання з ринковими механізмами на основі фінансового стимулювання виробництва.

М. Фрідман послідовно обстоював ідею про виняткове значення стійкості грошей для нормального функціонування економіки. Відхилення від цього правила означає розлад усіх ринкових механізмів².

¹ Див: Довбенко М. В. Сучасна економічна теорія. — К.: Академія, 2005. — С. 138.

² Фрідмен М. Количественная теория денег: новая формулировка. Если бы деньги заговорили. — М.: Дело, 1998. — С. 23—25.

Монетаристи бачать головну причину кризових явищ в економіці в інфляції, що, своєю чергою, є наслідком надмірної грошової емісії. Звідси випливає необхідність у двох принципових заходах: 1) обов'язковому збалансуванні бюджету; 2) стримуванні зростання грошової маси. Досвід багатьох країн наприкінці ХХ ст. спростував цілу низку монетаристських догм і свідчив про неможливість надмірного відособлення фінансового ринку від реальної економіки.

Макроекономічна політика на основі кейнсіанської теорії альтернативна монетаризму не як метод боротьби з інфляцією, а як метод стимулювання економічного зростання та зайнятості в умовах помірної (контрольованої) інфляції. Можливості уряду, що проводить політику на основі монетаристської теорії, щодо забезпечення макроекономічної стабілізації більш значущі там, де інфляція досягла високого рівня.

Важливе місце в теорії фінансового ринку кінця ХХ ст. посідає *q*-теорія інвестування Дж. Тобіна¹. Дж. Тобін — один з представників посткейнсіанства, вважав, що класичну теорему А. Сміта про «невидиму руку» ринку як основного його регулятора слід спрямувати в більш конструктивне русло². Згідно з *q*-теорією Дж. Тобіна, інвестиційні витрати фірми залежать від співвідношення її ринкової вартості на фондовому ринку стосовно відновлюваної вартості капіталу фірми. Коли *q* високе, то вартість капітального обладнання дешевша, ніж ринкова вартість фірми. Тоді компанії, які залучають капітал через випуск акцій, можуть придбавати більше інвестиційних товарів. Отже, зростання курсової вартості акцій полегшує фірмам фінансування інвестиційних проєктів, оскільки збільшується співвідношення вартості фірми на фондовому ринку порівняно з вартістю купівлі її капіталу на ринку продукції. Як наслідок — інвестиційні витрати фірми зростають, що приводить до розширення реального обсягу виробництва. *Q*-теорії має важливе значення як засіб вимірювання стимулів до здійснення інвестицій. На жаль, дія *q*-теорії інвестування Дж. Тобіна в Україні майже не виявляється внаслідок занадто низької капіталізації вітчизняного фінансового ринку й малого обсягу корпоративних акцій та облігацій.

¹ Довбенко М. В. Сучасна економічна теорія (економічна нобелелогія). — К.: Академія, 2005. — С. 58—61.

² Тобін Дж. Теорема о «невидимом руке» должна быть модифицирована // Рос. экон. журн. — 2002. — № 3. — С. 44.

1990-ті роки характеризували в розвитку економічної теорії як період поширення ідей інституціоналізму. У цей час Нобелівськими преміями з економіки були відзначені такі видатні представники інституціональної теорії, як Р. Коуз і Д. Норт. Теорія трансакційних витрат інституціоналізму претендує на розкриття вирішальних чинників ефективності організації фінансового ринку¹. Трансакційні витрати — це насамперед витрати, що забезпечують перехід прав власності з одних рук до інших й охорону цих прав. Пояснення організаційного механізму функціонування фінансового ринку на основі інституціональних підходів є важливим і перспективним. У цьому зв'язку фінансовий ринок можна представити як систему інституційних угод, що забезпечують трансформацію заощаджень в інвестиції та розподіл фінансових ресурсів серед альтернативних користувачів. Як індикатор реального сектора економіки фінансовий ринок повинен швидко реагувати на зміну структури капіталу корпорацій. Однак фінансовому ринку притаманна інформаційна недосконалість².

Р. Коуз довів, що ефективність теоретичного дослідження значно підвищується, якщо оперувати поняттями «права на використання активів». Ці права, які називають майновими, можуть охоплювати повну власність, різні види прав користувачів або обмежені права певними пунктами контрактів і внутрішніми правилами організації.

За Д. Нортом, трансакційні витрати складаються з витрат на вимірювання цінних атрибутів того, що обмінюється, витрат на захист прав, нагляд за дотриманням угод і забезпечення їх виконання³.

У межах теорії інституціоналізму розвиваються так звані «поведінкові фінанси» (behavioural finance), в яких аналізуються соціокультурні стандарти інвесторів, їхня психологія та особливості прийняття інвестиційних рішень. У біхевіористських концепціях (Д. Драйзер, Дж. Кінг та ін.) поведінка акціонерів є вирішальною. При цьому акції та облигації розглядаються як

¹ Див.: Уильямсон О. И. Экономические институты капитализма. — СПб.: Экон. школа, 1996. — С. 51.

² Див.: Стиглиц Дж. О создании финансовых систем в странах Восточной Европы, вставших на путь демократии / В кн.: Становление рыночной экономики в странах Восточной Европы. — М.: Рос. гос. гуманитар. ун-т, 1994. — С. 257—297.

³ Див.: Норт Д. Институции, институциональная зміна та функціонування економіки. — К.: Основи, 2000. — С. 40.

прості товари, адже споживачі підходять до купівлі цінних паперів так само, як і до придбання інших товарів¹.

По суті, усі напрями сучасного економіс (і неокласичний, і посткейнсіанський, і їх різноманітні проміжні версії) сходяться на тому, що головним критерієм оптимальності економічного розвитку є вищий рівень прибутковості у виробничому секторі порівняно з ринковою відсотковою ставкою². За цих умов важливим є аналіз конкретних форм організації фінансово-економічних відносин у суспільстві та місця фінансового ринку в інституційній структурі економіки. Характер взаємодії фінансового ринку й реального сектора економіки слід розглядати насамперед на інституціональній основі. Отже, механізм функціонування фінансового ринку та його місце в процесі суспільного відтворення вимагають застосування методів інституційного аналізу. Місце фінансового ринку в інституційній системі стає визначальним, коли значна частина прав власності опосередковується фінансовими активами різних типів.

У багатьох теоріях фінансовий ринок розглядається як основа нагромадження капіталу. Й. Шумпетер трактував нагромадження капіталу як чинник економічного зростання, який через розширення інвестиційних можливостей зумовлює позитивні зрушення в економіці³. Економічна динаміка ґрунтується при цьому на поширенні нововведень у різних формах.

Доволі докладно проблеми фінансового ринку розглядаються в теорії фінансового менеджменту⁴.

Особливостям обігу капіталу на фінансовому ринку присвячені дослідження Марковіца та У. Шарпа. В їхніх роботах знайшли відображення закономірності поведінки інвесторів на фінансовому ринку, їхнє прагнення забезпечувати рівновагу в своєму інвестиційному виборі за оптимізації залежності між ризиком і прибутковістю різних фінансових активів. Це зумовлює необхідність першочергового аналізу співвідношення розміру доходу від інвестицій і рівня ризику, пошуку можливостей подальшої максимізації оцінки доходів шляхом оптимізації портфеля фінансових активів на основі використання різних стратегій інвестування.

¹ Мусатов В. Т. США: біржа і економіка. — М.: Наука, 1985. — С. 224.

² Зимовець В. Місце фінансового сектора в сучасних концепціях інституціональної організації економіки // Економіка України. — 2004. — № 11. — С. 15—26.

³ Шумпетер Й. Теорія економічного розвитку. — М.: Прогрес, 1982. — С. 215.

⁴ Див. наприклад: Ван Хорн Дж. К. Основи управління фінансами. — М.: Финансы и статистика, 1996; Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент: В 2-х т. — СПб.: Эконом. школа, 1997.

Американський економіст Г. Марковіц вніс видатний вклад у теорію фінансових ризиків. У своїй роботі 1952 р. він сформулював теорію оптимального портфеля, або портфельну теорію¹. Ця теорія вирішила проблему вибору інвесторами портфеля фінансових активів, максимізуючого очікувану прибутковість за деякого прийнятного для інвесторів рівня ризику. За розробку цієї теорії в 1990 р. Г. Марковіцу було присуджено Нобелівську премію з економіки.

У теорії оптимального портфеля вперше було введено визначення ризику через дисперсію, тобто ризик визначався як ступінь можливих відхилень від очікуваного (середнього) значення. Завдяки цьому положенню портфельні менеджери отримали можливість на практиці кількісно порівнювати портфелі фінансових активів з різним ступенем ризику. Відповідно з'явилася можливість визначити оптимальний портфель як портфель фінансових активів з оптимальним співвідношенням їх прибутковості та ризику. Був сформульований критерій оптимізації портфеля фінансових активів за рахунок їх диверсифікації. Робота з різними ризиками на фінансовому ринку отримала своє теоретичне обґрунтування.

Портфельна теорія функціонування фінансового ринку заклала необхідні теоретичні засади для діяльності інститутів колективного інвестування. Через наявність різних фінансових інструментів у портфелі колективних інвесторів реалізується принцип диверсифікації портфеля фінансових активів.

Праці Г. Марковіца значною мірою вплинули на подальший розвиток теорії фінансового ринку. На основі його ідей було розроблено модель оцінки капітальних активів — Capital Asset Pricing model — CAMP, яка є нині основною моделлю неокласичної теорії фінансового ринку. Американський економіст У. Шарп наприкінці 60-х — на початку 70-х років XX ст. сформулював на цій основі теорію ринку капіталу, за що отримав також у 1990 р. Нобелівську премію з економіки². Ця теорія дала змогу більш чітко сформулювати поняття справедливої ринкової ціни фінансових активів, у результаті чого вона виявилася необхідною для перевірки рекомендацій інвестиційних аналітиків³. Теорія ринку капіталів сприяла більш глибокому осмисленню природи ризиків на фінансовому ринку.

¹ Markowitz H. Portfolio Selection // *Journal of Finance*. — 1952. — March. — P. 77—91.

² Див.: Довбенко М. В. Видатні незнайомці (наукові ідеї, здобутки та життя економістів — лауреатів Нобелівської премії). — К., 2000. — С. 211—216.

³ Sharpe W. *Portfolio Theory and Capital Markets*. — NY.: McGraw-Hill, 1970.

Перші роботи в сфері ризиків і доходу, що з'явилися на початку ХХ ст., носили переважно технічний характер. Вони ілюстрували залежність між ризиком і доходом і шляхи зниження ризику, але не давали відповіді на питання про природу цих взаємозв'язків.

Сучасна теорія фінансових ризиків, яка значною мірою спирається на роботи американського економіста та математика К. Эрроу, а також французького економіста Ж. Дебре, внесла істотні уточнення в розуміння ризику стосовно специфіки фінансового ринку.

К. Эрроу ввів поняття повного й неповного фінансового ринку, для яких управління ризиком істотно розрізняється. Поняття повного ринку допускає такий набір фінансових активів, який дає інвесторові можливість за реалізації будь-якої випадкової події отримувати гарантований доход, тобто повнота ринку припускає наявність широкого спектра інструментів управління ризиком. Іншими словами, повнота ринку дає змогу перетворювати невизначеність у ризик. Між цими двома поняттями існує принципова розбіжність: невизначеність не дає інвесторам можливість передбачати результати своєї діяльності, ризик же дає змогу оцінювати результати й, отже, здійснювати роботу з ризиками та управляти ними. Неповний фінансовий ринок, до якого належить й український, теоретично припускає відсутність інструментів страхування ризику. Кількість таких інструментів на практиці є недостатньою для врахування всіх факторів невизначеності¹.

Слід підкреслити важливість інформаційного аспекту концепції ефективного фінансового ринку, початок якій поклали Ю. Фама і Дж. Стіглер². Поняття асиметрії інформації вперше було введено в 1970 р. американським економістом Дж. Ейкерлофом, який досліджував вплив асиметрії інформації на ринок і ринкову поведінку продавців і покупців³.

Асиметрична інформація є різновидом неповної інформації. У цьому разі інформація нерівномірно розподілена між учасниками ринку (продавцями, покупцями), різні суб'єкти ринку мають різні обсяги інформації про ті самі ринкові явища.

¹ Див: *Стіглер Дж.* Экономическая теория информации // V кн.: Теория фирмы. — СПб.: Эконом. школа, 1995. — С. 507—529.

² *Arrow K.* The Role of Securities in the Optimal Allocation of Risk-bearing // *Review of Economic Studies.* — 1964. — Vol. 29. — P. 91—96.

³ *Akerlof G.* The Market for Lemons: Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism // *Quarterly Journal of Economics.* — 1970. — Vol. 84. — P. 488—500.

Про наукову важливість проблеми інформаційної асиметрії свідчить, зокрема, те, що у 2001 р. Нобелівську премію в галузі економіки було вручено Дж. Ейкерлофу, М. Спенсу та Дж. Стігліцу саме за їхній аналіз ринків з асиметричною інформацією.

Теорія інформаційної асиметрії передбачає два види нерівномірності розподілу інформації між ринковими суб'єктами: асиметрія інформації щодо якості товару (її підвидом є асиметрія інформації про ризики угоди) та асиметрія інформації про ціни товару.

Для подолання асиметрії інформації на фінансовому ринку необхідним є щонайповніше розкриття інформації перед інвестором про пропоновані фінансові активи.

Імпульсом до дослідження питання про необхідність захисту інтересів інвесторів як обов'язкової умови ефективного функціонування фінансового ринку стала робота Ф. Модільяні і М. Міллера «Вартість капіталу, фінанси корпорацій і теорія інвестицій», уперше надрукована у 1958 р. Розроблена в межах цієї праці теорема Модільяні—Міллера (теорема ММ) стверджувала, що ринкова вартість компанії не залежить від структури її капіталу і є відображенням лише майбутніх доходів компанії¹. Ця теорема лягла в основу теорії фірми, що розглядала підприємство як сукупність інвестиційних проектів, а випущені цим підприємством акції й облігації — як вимоги до майбутніх фінансових потоків підприємства. Фінансові активи при цьому опосередковують рух грошових коштів, даючи змогу співвідношення попиту та пропозиції оптимізувати процес встановлення цін.

У західних економічних концепціях важливе значення надається теорії корпоративних фінансів (Ю. Фама, Б. Брейлі, С. Майерс та ін.)². Зазначимо в цьому зв'язку концепцію ефективного фондового ринку, розроблену професором Чикагського університету Ю. Фама на початку 1970-х років. На його думку, ідеальним типом фондового ринку є той, де ціни забезпечують достовірну інформацію для розподілу фінансових ресурсів. Інакше кажучи, ринок, на якому фірми приймають рішення про вкладення капіталу у виробництво й де інвестори роблять вибір щодо

¹ Модільяні Ф., Міллер М. Сколько стоит фирма? — М.: Дело, 2001. — С. 36—85.

² Див.: Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. — М.: Олимп-Бизнес, 1999.

вигідності інвестицій у фінансові активи різних емітентів, має враховувати всю доступну інформацію про ціни цих активів¹.

Вказані вище дослідження в другій половині XX ст. по суті започаткували перетворення теорії фінансового ринку в самостійний науковий напрям загальної економічної теорії. Лауреатами Нобелівської премії в галузі економіки стали такі видатні представники цього напрямку економічної науки, як Дж. Тобін (1981 р. — за аналіз фінансових ринків та їх впливу на рішення в сфері витрат, безробіття, виробництва й цін); Ф. Модільяні (1985 р. — за дослідження проблем фінансової політики, аналізу поведінки інвесторів, їх оцінки цінних паперів); Г. Марковіц (1990 р. — за розвиток теорії визначення ефективності портфеля ризикованих активів); У. Шарп (1990 р. — за розробку теорії сучасних фінансових ринків, зокрема CAPM); М. Міллер (1990 р. — за розробку теорії фінансових ринків, зокрема й теореми Модільяні—Міллера).

Визначення шляхів генезису фінансового ринку ґрунтується на методологічних положеннях про те, що економічні процеси становлення тісно пов'язані з процесом функціонування та розвитку. Закони розвитку економічних процесів — це закони руху економічної структури від одного стану до іншого.

Аналіз генезису категорії «фінансовий ринок» показує, що становлення фінансового ринку є економічним процесом, який включає, по-перше, придбання цією системою здатності реалізації своїх функцій; по-друге, створення організаційно-економічних основ функціонування цієї системи.

¹ Fama E., French K. Dividend Yields and Expected Stocks Returns. — Journal of Financial Economics. 1988. — Vol. 22, P. 3—25.

ФІНАНСОВИЙ РИНОК У КОНТЕКСТІ ІНСТИТУЦІОНАЛЬНОЇ ТЕОРІЇ

Формування фінансового ринку — дуже складний інституціональний процес, який є доволі тривалим у часі. Фінансовий ринок неможливо ввести політичним шляхом, видавши законодавчий акт; його можна лише поступово створювати. При цьому обов'язковою інституційною передумовою формування фінансового ринку є різноманіття форм власності, свобода підприємницької діяльності та інші компоненти повноцінної ринкової економіки.

За п'ятнадцять років фінансовий ринок в Україні набув певного рівня розвитку, але поки що за своїми економічними та інституційними характеристиками він ще не повною мірою відповідає стандартам сучасних розвинених фінансових ринків, що зумовлює його суттєве відставання щодо участі в глобальному фінансовому процесі. Фінансовий ринок в Україні продовжує нині перебувати на початковому етапі становлення. Темпи його розвитку стримуються недосконалим законодавством, неефективною податковою системою, незаконністю багатьох актів приватизації та іншими факторами. Наявні інституційні передумови тіньової економіки детермінують орієнтацію вітчизняного фінансового ринку на переважання спекулятивного капіталу. Перевага віддається фінансовим активам з позицій їх прибутковості в короткостроковому, а не в довгостроковому періоді.

У цьому розділі розглянемо фінансовий ринок у світлі предмета дослідження інституціоналізму, тобто крізь призму фінансових інститутів і впливу на їх розвиток державного управління й законодавства, організаційно-

економічних форм господарювання, економічної культури й менталітету.

2.1. Закономірності інституціоналізації фінансового ринку

Дослідження нерівноважних і перехідних економічних систем вимагає нових теоретичних підходів. Тому не випадково останніми роками в Україні (а в світовій практиці ще й раніше) усе біль-ше уваги приділяється положенням і висновкам, напрацьованим інституціональною теорією. Положення цієї теорії безпосередньо стосується проблеми інституціоналізації фінансового ринку. Об'єктом інституціонального аналізу є у цьому разі інституціональні зміни в фінансовому ринку, що залежать від стану його розвитку й полягають у вдосконаленні діючих і формуванні нових ринкових інститутів. І. Й. Малий зазначає: «Інституціональні фактори відіграють важливу роль у цілеспрямованому економічному реформуванні суспільства. А в трансфор-маційний період перехідної економіки інституціональні чинники взагалі є визначальними для розвитку суспільства»¹.

З інституціонального погляду, фінансовий ринок передбачає наявність мережі фінансових інститутів, за їх відсутністю він стає неефективним. Очевидно, що інституціоналізація фінансового ринку пов'язана з удосконаленням механізму перерозподілу власності. Рух власності при цьому набуває самостійного характеру. Під час функціонування фінансового ринку на рух власності основний вплив здійснює оборот титулів власності.

Інституціональна організація фінансового ринку — це система взаємозв'язаних формальними й неформальними відносинами державних і ринкових інститутів, що визначає умови руху прав власності та фінансових активів.

Не можна протиставляти ринок інститутам. Йдеться насамперед про нібито існування своєрідної дихотомії, коли ринки вважають «вільними», а інститути (ринок до них нібито не належить) — «обмежувачами» вільного ринку. Не можна розглядати ринок як джерело мобільності на противагу інертності інститутів².

Оскільки ринок сам є особливим інститутом, пише А.А. Ткач, і водночас сукупністю багатьох інфраструктурних елементів, то

¹ Малий І. Й. Теорія розподілу суспільного продукту. — К.: КНЕУ, 2000. — С. 154.

² Ходжсон Дж. Экономическая теория и институты. — М.: Дело, 2003. — С. 260—261.

як інститут він являє сукупність певних норм і правил, що обмежують діяльність учасників ринку встановленими рамками, а з іншого боку, ринок — це певна система організацій, за допомогою організаційно-економічної діяльності яких досягаються цілі учасників ринку й суспільства»¹.

Основні характеристики сучасного фінансового ринку пов'язані з інституціональними аспектами його розвитку. Важливе значення вивченню ролі інститутів в економіці країн, що розвиваються, аналізу процесу їхнього становлення і проблем стабільного функціонування надавав Д. Норт. На його думку, вади неокласичної теорії, зокрема відсутність у ній поняття «інститут» і обмеженість критерію Парето — ефективності ще раз гостро виявилися під час дослідження соціально-економічних подій у Східній і Центральній Європі у 90-х роках ХХ ст.

З позицій інституціональної теорії функціонування ринку визначається наявність інститутів, ринкових суб'єктів і здійснення ними цілеспрямованої діяльності з ринковими об'єктами. Зазначимо, що купівля-продаж фінансових активів здійснювалися людством у тій чи іншій формі впродовж століть, що дає змогу говорити про еволюційний розвиток інститутів фінансового ринку, зумовлений правилами та нормами, що змінюються мірою розвитку ринкових відносин. Ці правила та норми є дуже важливими, їх сукупність становить інституціональне середовище функціонування фінансового ринку.

Застосування інституціонального підходу, який забезпечує належну основу вивчення сучасного механізму функціонування фінансового ринку, дає можливість підкреслити значущість невизначеності на фінансовому ринку, проаналізувати не лише економічні, а й зв'язані з ними соціальні, правові, морально-етичні чинники, вивчити фінансовий ринок у взаємозв'язку з цілями суспільного розвитку.

З погляду інституціональної теорії, специфіка фінансового ринку полягає в тому, що основним елементом інституціонального середовища, у якому інвестори здійснюють свій вибір, є норми. Важливе значення при цьому має вплив рівня розвиненості інститутів фінансового ринку на трансформацію заощаджень в інвестиції.

¹ Ткач А. А. Інституціональні основи ринкової інфраструктури / НАН України. Об'єднаний інститут економіки. — К., 2005. — С. 37.

Інституціональну структуру фінансового ринку становлять: інститути, інституціональне середовище, ринкові організації. Необхідно розрізняти поняття «інституціональна структура» та «інституціональне середовище» фінансового ринку. З позицій розвитку фінансового ринку важливе значення має інституціональна структура ринку (інститути, їх роль і вплив на обіг фінансових активів) як більш широке поняття, ніж інституціональне середовище, яке включає взаємодію інститутів та організацій.

Взаємозв'язок між елементами інституціональної структури фінансового ринку представлено на рис. 2.1.

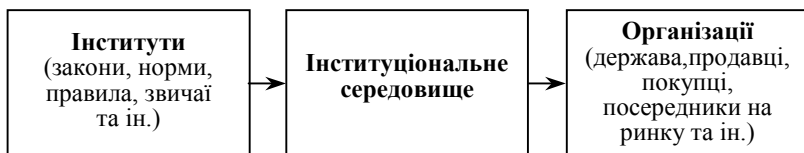


Рис. 2.1. Інституціональна структура фінансового ринку

Під інститутами¹ розуміють типи економічної культури, економічної поведінки, способи здійснення, а також регулювання економічних процесів. У цьому розумінні фінансові інститути, з одного боку, — це сукупність інституціональних структур, які виконують певні функції на фінансовому ринку. З іншого боку, це об'єктивно сформовані та стійко відтворювані норми, правила й регулятори фінансового ринку. Проблема виникнення та розвитку інститутів фінансового ринку пов'язана насамперед з розвитком внутрішньо збалансованої системи самого фінансового ринку.

Інститути фінансового ринку — це структури, що включають ринкових суб'єктів зі специфічними видами діяльності в їх взаємозв'язку та взаємодоповнюваності. Інститути є структурою, яку люди накладають на свої взаємовідносини, визначаючи, таким чином, стимули, разом з іншими обмеженнями (бюджетними, технологічними і т. д.), окреслюючи межі вибору, а вони, своєю чергою, задають межі функціонування економіки й

¹ Про різноманітні трактування поняття «інститути» як висхідної категорії інституціональної теорії див.: *Архиперев С. П., Зінченко Я. В.* Трансакционные издержки институционализации фондового рынка. — Х.: ХНУ им. В. Н. Каразина, 2005. — С. 4—5, *Якубенко В. Д.* Базисні інститути у трансформаційній економіці. — К.: КНЕУ. 2004. — С. 20—23.

суспільства впродовж того чи іншого періоду часу¹. Фінансові інститути стимулюють акумуляцію вільних грошових коштів для подальшого вкладення в фінансові активи.

Значну роль відіграє те, що інститути розширюють спектр доступних фінансових інструментів і тим самим підвищують ефективність функціонування фінансового ринку. По-різному впливають на функціонування фінансового ринку формальні і неформальні інститути. Унаслідок того, що неформальні правила більш сталі й змінюються значно повільніше, ніж формальні правила, вони стають, з одного боку, обмежувачами розвитку фінансового ринку, а з іншого, — створюють належну стійкість у його функціонуванні.

Інститути — це важливі елементи будь-якого ринку, зокрема й фінансового. Розуміння змісту поняття «інститут фінансового ринку» вимагає системного підходу, що передбачає використання сукупності методологічних принципів і теоретичних положень, які дають змогу розглядати кожен елемент системи в його взаємозв'язку та взаємодії з іншими елементами, прослідковувати зміни, що відбуваються в системі в результаті зміни окремих її ланок, вивчати специфічні системні якості фінансового ринку.

Зазначимо, що мають місце два підходи до поняття «інститут». З одного боку, інститути «...є структурами, які люди накладають на свої взаємовідносини», з іншого ж боку, інститути — це «правила гри в суспільстві», які формують через сукупність формальних і неформальних норм економічну поведінку індивідів і організацій на ринку»².

Інституціональна теорія проводить фундаментальне розмежування між поняттями «інститут» й «організація». Інститути у концепції Д. Норта і його послідовників — це «правила гри», а організації — це «гравці»³. На фінансовому ринку функціонує значна кількість організацій, від рівня розвитку яких залежить місце цього ринку в економічній системі.

На поведінку ринкових організацій безпосередній вплив здійснює інституціональне середовище, що забезпечує належні стимули фінансової діяльності. Інституціональне середовище

¹ Див.: Норт Д. Институциональные изменения: рамки анализа // Вопр. экономики. — 1997. — № 3. — С. 6.

² Див.: Норт Д. Институциональные изменения: рамки анализа // Вопр. экономики. — 1997. — № 3. — С. 6.

³ Див.: Норт Д. Інституції, інституціональна зміна та функціонування економіки. — С. 13.

будується на основі сукупності прав та обмежень з урахуванням динамічних змін, що впливають на вибір ринкової організації.

До інституціонального середовища фінансового ринку належать: інститути, що формують мережу взаємодій між суб'єктами ринку; формальні чи неформальні правила у вигляді звичаїв, традицій, зумовлені культурою ринкових суб'єктів; організації: фінансово-кредитні установи, комерційні банки, інвестиційні фонди і компанії, біржі, консалтингові й аудиторські фірми та інші, які формують інфраструктуру фінансового ринку.

У сучасній українській економіці є багато компонентів інституціонального середовища, які стримують розвиток фінансового ринку. Найбільша перешкода на цьому шляху — це низька якість інститутів власності. Право власності в Україні недостатньо захищене законом. Як відомо, чітке розмежування й захист прав власності є обов'язковим для розвитку бізнесу, адже саме власність слугує запорукою для залучення фінансових ресурсів з метою інвестування. Коли права власності не захищені, у ринкових суб'єктів відсутні стимули до здійснення інвестицій.

Ще одна важлива інституційна проблема: судова влада в Україні в багатьох випадках залишається залежною від політичних впливів. Це знижує стимули для інвестиційної й фінансової активності ринкових суб'єктів. Крім того, організована злочинність і корупція державної влади спричиняють значні трансакційні втрати бізнесу, що є ще однією очевидною інституційною перешкодою розвитку фінансового ринку в Україні. Результат корупції — неефективність функціонування ринку. Це вказує на те, яким складним є інституціональне середовище для розвитку фінансового ринку в Україні. Очевидно, для створення сприятливіших умов роботи на фінансовому ринку необхідно підвищити ефективність і зробити прозорішим його інституціональне середовище. Отже, актуальними стають реформи, спрямовані на поліпшення інституціонального середовища, в якому працює український бізнес.

Стабільне інституціональне середовище даватиме змогу ринковим суб'єктам менше покладатися на неформальні правила організації функціонування фінансового ринку.

З позицій інституціоналізму, функцією інститутів, зокрема й фінансових, є зниження рівня трансакційних витрат (витрат на пошук інформації, ведення переговорів та укладення контрактів,

моніторинг, захист прав власності)¹. Змістовне наповнення поняття «трансакційні витрати» з погляду ефективності фінансового сектора пов'язане з витратами на пошук і вибір контр-агентів, зокрема й неявні витрати (витрачений час) та інформаційні витрати (на оцінку реальної інвестиційної вартості фінансового активу). На практиці до трансакційних витрат у фінансовому секторі належать також витрати на юридичне забезпечення (legal enforcement) виконання фінансових контрактів². Зростання трансакційних витрат негативно позначається на вартості послуг інститутів фінансового ринку, що виявляється в підвищенні рівня відсоткової ставки. Саме цей індикатор (відсоткова ставка) і є визначальним критерієм ефективності функціонування фінансового ринку з позицій інституціоналізму. На цей критерій звернув увагу Д. Норт, зазначивши: «рівень відсоткової ставки на ринках капіталу — чи не найяскравіший кількісний показник ефективності інституційної основи»³. Трансакційні витрати на фінансових ринках, що формуються (до яких належить й Україна), набагато вищі, ніж на розвинутих ринках. Це пов'язано насамперед з кількістю фінансових трансакцій та угод, що здійснюються поза межами офіційного ринку. Своєю чергою, високі трансакційні витрати зумовлюють високу вартість (ціну) фінансових послуг⁴.

Виходячи з цього, можна розуміти ефективний фінансовий ринок як ринок, який забезпечує мінімізацію трансакційних витрат інвесторів. Ефективність фінансового ринку означає максимальну ефективність діяльності інвестора як його головного суб'єкта.

Мінімізація трансакційних витрат інвесторів означає, що фінансовий ринок є ефективним у ціновому (інформаційному) сенсі (тобто забезпечує мінімізацію витрат інвесторів на трансформацію невизначеності в ризик і на управління ризиком) і в операційному сенсі (тобто забезпечує мінімізацію витрат інвесторів на здійснення операцій з фінансовими активами з використанням послуг професійних учасників ринку).

¹ Див.: Олейник А. Н. Институциональная экономика. — М.: ИНФРА-М, 2000. — С. 141.

² Tumpe 1 — Gugerell G. The Role of Institutions in the Financial System. Panel discussion, Center for Financial Stability, Buenos Aires, 11/11/2003: /www.ecb.int/.

³ Норт Д. Інституції, інституційна зміна та функціонування економіки. — С. 92.

⁴ Про взаємозв'язок трансакційних витрат з інфляцією див.: Архієреєв С. І. Трансакційні витрати в умовах ринкової трансформації. Автореф. дис. на здобут. наук. ступ. д-ра екон. наук. — Х., 2002. — С. 10—11.

Цей висновок дає змогу пов'язати ступінь ефективності функціонування фінансового ринку з трансакційними витратами інвестора, під якими в цьому разі розуміють усі витрати інвестора, як операційні, так і зв'язані з вадами ринку (втрати від порушення прав інвестора, впливу кризових явищ та ін.). Чим ефективнішим є фінансовий ринок, тим з меншими трансакційними витратами зіштовхуються інвестори. Це положення є, по суті, головною рисою теорії інституціоналізації фінансового ринку, етапом аналізу якого став поділ ринку на операційну та інформаційну підсистеми, а етапом синтезу — доказ їх єдиної природи.

Економічна теорія власності формулює важливий висновок про необхідність захисту прав власника шляхом чіткої фіксації цього права (специфікації права). Як відомо, специфікація права власності — це створення режиму винятковості для окремого індивіду чи групи шляхом визначення суб'єкта та об'єкта права, набору правочинностей, які має цей суб'єкт, а також механізму, що забезпечує їх дотримання. Можна вважати, що оберненим до процесу специфікації є розмивання прав власності. Цим терміном позначається практично порушення винятковості прав, що призводить до зниження цінностей об'єкта права для суб'єкта.

На фінансовому ринку фіксація прав власності забезпечується спеціальними інститутами, об'єднаними в інституціональну систему¹. Без захисту прав власності не може існувати сам ринок. Без інституціональної системи, що забезпечує необхідний рівень захисту інтересів інвесторів, фінансовий ринок не може бути ефективним.

Світовий досвід підтверджує необхідність точного визначення, або специфікації прав власності. Що повніше визначені та надійніше захищені права власності, то тісніше зв'язок між діями ринкових агентів та реалізацією їхніх інтересів. Тим самим специфікація прав власності зумовлює прийняття суб'єктами ринку економічно найбільш ефективних рішень. Навпаки, розмивання прав власності, їх неточне встановлення і поганий захист є економічно неефективним.

Зазвичай виокремлюють п'ять індикаторів захищеності прав власності й контрактів: 1) влада закону; 2) ризик експропріації

¹ Эффективный рынок капитала: экономический либерализм и государственное регулирование. — М.: Наука, 2004. — Т. 2. — С. 283.

власності; 3) відмова від виконання контрактів; 4) рівень корупції у владних структурах; 5) якість бюрократії в країні¹.

Принципово важлива теза інституціональної теорії полягає в тому, що специфікація прав власності не є безплатною. Часом вона вимагає значних витрат. Ступінь точності специфікації прав власності залежить від балансу вигод і витрат, що супроводжують встановлення і захист цих прав.

Фінансовий ринок є переважно сферою здійснення цивільно-правових угод, пов'язаних з фінансовими активами. Це можуть бути договори, об'єктом яких є безпосередньо цінні папери (договори купівлі-продажу, міни, довірчого управління, комісії, доручення та ін.), або договори, предметом яких є надання послуг, без яких функціонування фінансового ринку неможливо (договори про надання послуг депозитаріїв, реєстраторів, клірингових організацій, організаторів торгівлі фінансовими активами та ін.). Невиконання або неналежне виконання зобов'язань за угодами обумовлює застосування заходів цивільно-правової відповідальності.

Поява кожного нового для економіки інституту фінансового ринку супроводжується зазвичай великим масивом дозвольно-регуляторних норм. Це істотно утруднює подальший розвиток цих фінансових інститутів. Прикладом слугує Українське законодавство щодо недержавних пенсійних фондів, медичних страхових компаній та ін.

Розвиток фінансового ринку в Україні гальмує також низький рівень правових знань, поінформованості населення щодо особливостей його функціонування. Нині населення (навіть та його частина, яка має заощадження) не має базових знань щодо можливої корисності вкладення коштів у фінансові активи, щодо процесів, які відбуваються на фінансовому ринку, а тому не може оцінити можливі переваги та втрати. Воно мало обізнане із законодавством, яке регламентує поведінку учасників фінансового ринку, з власними правами, що реалізуються в процесі купівлі-продажу фінансових активів. Це призводить до низької активності на фінансовому ринку фізичних осіб, які в розвинутих країнах є одним з головних інвесторів. До того ж в Україні відсутня торговельна інфра-структура для дрібних інвесторів.

¹ Институциональная экономика: новая институциональная экономическая теория: Учебник / Под общей ред. д-р экон. наук, проф. А. А. Аузана. — М.: ИНФРА-М, 2006. — С. 29.

Сучасний інституціоналізм активно використовує теорію ринку в процесі розгляду природи ризику та його впливу на формування інститутів. Теоретично важливим є положення про можливість вираження ризику через трансакційні витрати, що передбачає врахування тенденції трансформації невизначеності в ризик¹. Під невизначеністю в цьому разі розуміються такі умови, коли людина не здатна передбачати майбутнє й тому не в змозі виробити таку лінію поведінки, яка могла б запобігти настанню небажаної події. Ризик, навпаки, припускає, що людина бачить можливість небажаної події та здатна діяти щодо зниження її ймовірності. Сучасні методи диверсифікації та страхування портфеля фінансових активів виступають саме способом трансформації невизначеності в ризик і тим самим зменшення трансакційних витрат шляхом зниження набору ймовірностей.

Очевидним є висновок, що в зменшенні ризиків інвестицій у фінансові активи емітентів у країнах з перехідною економікою неабияку роль відіграє стабільність (сила) інститутів, що регулюють фінансовий ринок. Високий рівень ризику інвестицій в економіку і, зокрема, у фінансові активи країн з перехідною економікою — прямий наслідок слабкості й нестабільності їх інститутів.

Операції з фінансовими активами здійснюються конкретними ринковими суб'єктами, які зазвичай організаційно оформлені. У ст.1 Закону України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» визначено поняття фінансової установи. «Фінансова установа» — юридична особа, яка відповідно до закону надає одну чи кілька фінансових послуг та яка внесена до відповідного реєстру в порядку, установленому законом. До фінансових установ належать банки, кредитні спілки, ломбарди, лізингові компанії, довірчі товариства, страхові компанії, установи накопичувального пенсійного забезпечення, інвестиційні фонди й компанії та інші юридичні особи, виключним видом діяльності яких є надання фінансових послуг².

Перевіреними й надійними організаціями фінансового ринку, що впродовж багатьох десятиліть витримали серйозний іспит часом, є фондові біржі. Фондова біржа — це організаційно оформлений, постійно діючий ринок, на якому здійснюється

¹ Норт Д. Институты, институциональные изменения и функционирование экономики. — С. 17.

² Закон України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» // Відомості Верховної Ради. — 2002. — № 1. — С. 1.

торгівля цінними паперами. До основних функцій фондової біржі належать: мобілізація та концентрація вільних капіталів і заощаджень шляхом організації продажу цінних паперів; інвестування суб'єктів господарювання шляхом організації купівлі їх цінних паперів; забезпечення високого рівня ліквідності вкладень у цінні папери.

З перетворенням фондових бірж у розвинених країнах у відкриті акціонерні товариства змінились їх бізнес-стратегія, організаційна структура й модель управління. Біржі перетворилися на бізнес-корпорації, орієнтовані на максимізацію прибутку, зросла їх відповідальність перед акціонерами, управління перейшло в руки професійного менеджменту.

Важливою на сучасному фінансовому ринку є роль інституціональних інвесторів. За останні десятиліття в розвинених країнах світу в їхніх руках зосередився значний фінансовий капітал. Інституціональні інвестори нині займають лідируюче положення в торгівлі цінними паперами на всіх найбільших фондових біржах світу.

Інституціональні інвестори виконують не лише економічні, а й соціальні функції — залучення масового інвестора до механізму ринкових процесів. Тому слід вказати на особливу значущість інституціональної організації заощаджень дрібних інвесторів у сучасній українській економіці. Банкрутство інституціональних інвесторів (справжні або штучні) — це серйозна соціальна проблема всього суспільства, наочний приклад — афера з інвестиційною групою «Еліта-центр».

У світовій практиці випадків банкрутств інституціональних інвесторів доволі багато. Як приклади наведемо крах у 2001 р. сьомої за розміром в США компанії «Enron» з активами в 63 млрд дол., керівництво якої спотворювало фінансову звітність; банкрутство в липні 2002 р. компанії «WorldCom» з активами в 107 млрд дол. унаслідок виявлення в звітності помилки в 3,8 млрд дол., а також обвинувачення в підтвердженні недостовірної звітності їхнім аудитором — компанією «Arthur Andersen». Наприкінці 2003 р. прокуратура Мілана порушила справу за фактами фінансових зловживань в італійській компанії «Parmalat». Офіційне обвинувачення — надання помилкових відомостей про фінансовий стан фірми. В активах компанії була виявлена нестача в розмірі 3,95 млрд. євро. Керівництво компанії займалося фальсифікацією фінансових документів з метою приховати її фактичний фінансовий стан.

Інституціональні інвестори в США володіють контрольними пакетами акцій багатьох великих американських корпорацій. Істотне зростання ролі інституціональних інвесторів у розвинених країнах світу почалося в 50—60-х роках ХХ ст. і сьогодні саме вони забезпечують вирішальний вплив на корпоративний сектор світової економіки. Завдяки такому впливу інституціональних інвесторів у системі економічних відносин відбулись істотні зміни, насамперед у спрямованості відносин власності.

Ще одне положення інституціональної теорії фінансового ринку стосується ролі регулятора в досягненні належного рівня ефективності ринку. Звернемося до світового досвіду. Депресія 1929—1933 років у США викликала необхідність регулювання фондового ринку як інституту, який забезпечує захист прав інвесторів і тим самим підтримує нормальне функціонування всього національного ринку. Усвідомлення важливості такого регулювання втілювалося в прийнятті у 1934 р. Закону про цінні папери і біржі (The Securities Exchange Act of 1934), відповідно до якого був заснований регулятор фінансового ринку — Комісія з цінних паперів і бірж США (Securities and Exchange Commission — SEC).

Тим самим фінансовий ринок у США став надійним джерелом перерозподілу фінансового капіталу в різні сфери економіки. Роль фінансового ринку в мобілізації капіталу залежить від стану розвитку всього національного ринку, розгалуженості кредитно-фінансової системи, масштабів грошових нагромаджень, їх впливу на відтворювальний процес, а також від ступеня інтеграції фінансового ринку в механізм загального економічного розвитку.

Фінансовий ринок — це структура, у межах якої продавці і покупці отримують взаємну вигоду від торгівлі з мінімальними (або навіть нульовими) транзакційними витратами. Такий ринок створює необхідні конкурентні сили та стимулює появу ефективних інвесторів. Основна проблема інституціоналізації фінансового ринку, за Д. Нортон, полягає в ефективності довірчих угод. Ефективний ринок має на увазі неперсоніфікований обмін у часі й просторі. Але як домогтися довіри в угодах неперсоніфікованих («анонімних») сторін? У інституціональній теорії загальновизнано, що стан виконання

контрактів забезпечується третьою примусовою стороною — державою¹.

Головна інституційна небезпека трансформаційних економік — виникнення інституціональних пасток. Уперше питання про те, чому в процесі ринкових реформ виникають інституціональні пастки, було порушено й досліджено Д. Нортом². Російський економіст В. М. Полтерович розвинув інституціональну теорію перехідних економік, одним з перших у пострадянських країнах описавши ряд конкретних інституціональних пасток, характерних для економіки Росії 90-х років ХХ ст. В. М. Полтерович визначив інституціональну пастку як неефективну стійку норму (неефективний інститут)³. Неефективність фінансового ринку в 90-ті роки значною мірою й була пов'язана з наявністю низки інституціональних пасток, які блокували розвиток національної фінансової системи.

Неефективність того чи іншого інституту визначається невідповідністю певної норми критеріям суспільної корисності. Щодо фінансового ринку це означає, що інституціональні пастки виникають там і тоді, коли трансформація фінансових відносин відбувається з порушенням прав та інтересів інвесторів (або з недостатнім їх урахуванням). Це впливає з того, що саме інтерес інвесторів (покупців) найбільшою мірою відображає на фінансовому ринку інтереси суспільства загалом.

Стійкість неефективної інституційної норми зумовлена тим, що ринковим суб'єктам не вигідно відхилятися від неї, адже їх трансакційні витрати виявляються нижчими за умови, якщо вони дотримуються цієї норми. Неефективна норма, що утвердилася, з часом стає все більш стійкою, закріплюється внаслідок того, що суб'єкти ринку навчаються виконувати її, удосконалюючи технологію її реалізації⁴. Перебороти неефективний інститут стає все складніше, тим самим фінансовий ринок потрапляє в інституціональну пастку.

Важливою й багато в чому вирішальною складовою інституціональної структури фінансового ринку є акціонерний капітал. Мірою розширення пропозиції фінансових активів на ринку відбувається розвиток акціонерних товариств у різних

¹ Норт Д. Институты, институциональные изменения и функционирование экономики: Пер. с англ. — М.: Начала-Пресс, 1997. — С. 154—156.

² Див.: Там само.

³ Полтерович В. М. Институциональные ловушки и экономические реформы. — М.: ЦЭМИ РАН и РЭШ, 1999. — С. 11.

⁴ Там само.

сек-торах економіки. Прискорення розвитку акціонерного капіталу зазвичай виявляється у фазах пожвавлення й піднесення національної економіки. І, навпаки, кількість акціонерних підприємств зменшується в періоди економічного спаду та кризи. Це свідчить про високу еластичність цієї форми організації щодо попиту на фінансові активи. Отже, акціонерний капітал характеризується високою мобільністю порівняно з іншими формами капіталу.

Інституціональні реформи не можуть вважатися завершеними без створення конкурентоспроможного фінансового ринку, здатного мобілізувати й надавати економіці належні інвестиційні ресурси для її розвитку. Інституціоналізація — це насамперед процес зростання ролі на фінансовому ринку ефективних інститутів з метою здійснення дієвих фінансових інвестицій.

З позицій інституціонального підходу обмін на фінансовому ринку є безособовим, тобто неперсоніфікованим. Унаслідок того, що фінансова угода не є персоніфікованою, необхідним стає інститут довіри, що зумовлено прагненням інвесторів до передбачуваності очікуваних інвестиційних результатів. Отже, довіра має стати інституційною нормою, що регулює відносини між суб'єктами на фінансовому ринку¹. Чим більше можливий розмір втрат, тим вище повинен бути рівень довіри між учасниками угоди. Нормою функціонування фінансового ринку є здатність інвестора достовірно оцінити свою ринкову позицію. Для цього інвестор повинен мати потрібну інформацію й можливість належним чином трактувати її. Це визначає необхідність свідомої діяльності інвестора: що цілеспрямованіше його діяльність, то успішніше він діє. Таке позитивне розуміння цілеспрямованості діяльності інвесторів є елементом інституціональної конструкції фінансового ринку. Ще однією нормою фінансового ринку є економічна відповідальність, яка також має об'єктивний характер.

Таким чином, серед неформальних інститутів значну роль у функціонуванні фінансового ринку відіграє інститут довіри. З метою підвищення рівня довіри слід використовувати спеціальні процедури прийняття рішень під час укладання фінансових контрактів, а також розвивати систему гарантій, зок-рема страхування. Фінансовий ринок — це ринок довіри.

¹ «Довіра, — як зазначає А. Гриценко, — характеризує міру впевненості у відповідності суб'єктивних очікувань і об'єктивних результатів діяльності» (Гриценко А. А. Развитие форм обмена, стоимости и денег. — К., 2005. — С. 154).

Чесність і відкритість посередників та емітентів, на яких ґрунтується довіра інвесторів, є самими значними цінностями на цьому ринку. Він швидко зростає й успішно розвивається лише тоді, коли між його суб'єктами панує атмосфера довіри.

Нині необхідно повернути довіру до вітчизняного фінансового ринку. За відповідної інституціональної організації фінансового ринку, за суворого державного регулювання та контролю роботи професійних учасників ринку й емітентів цей ринок буде переконливо демонструвати свою зручність (високу ліквідність, простоту оформлення угод), вигідність (доходи тут вище, ніж за будь-якими іншими операціями) й надійність вкладень коштів у формі інвестицій у реальний сектор економіки.

Інституціоналізація зумовлює стабільність фінансового ринку, тобто розвиток системи фінансових інститутів — це підґрунтя для забезпечення стабільності фінансового ринку. Стабільність фінансового ринку залежить від рівня розвитку фінансових інститутів через особливості інвестиційної стратегії фінансових організацій. Інституціональні інвестори зазвичай орієнтовані на довгострокові вкладення. Інвестиційна стратегія інституціональних інвесторів меншою мірою змінюється під впливом зовнішніх причин. Тому фінансовий ринок з високою часткою участі інституціональних інвесторів стає більш стійким щодо зовнішніх впливів.

Напрями діяльності інституціональних інвесторів на фінансовому ринку зображено на рис. 2.2.

Фінансові організації отримують реальні можливості для структурування ризиків, розподіляючи ризики серед більшої кількості інвесторів. Таким чином, перспективи розвитку вітчизняного фінансового ринку невіддільні від розвитку сфери інституціональних інвестицій, інструментів інституціонального інвестування.

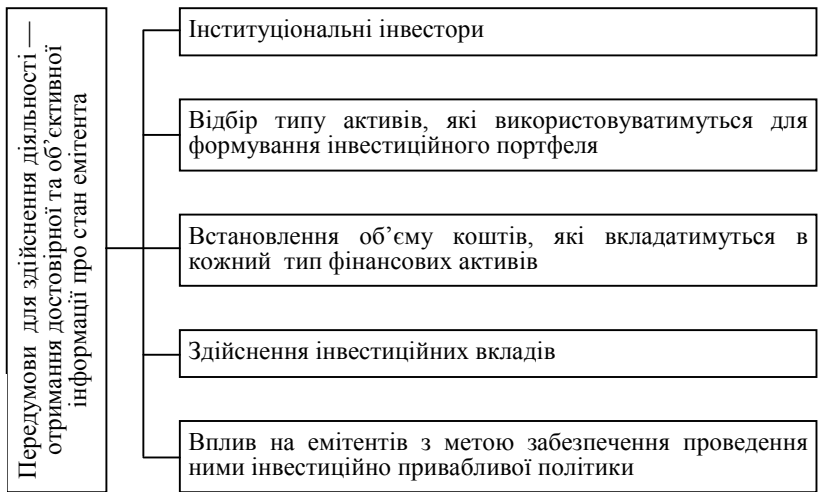


Рис. 2.2. Напрями діяльності інституціональних інвесторів

Фінансовий ринок функціонує в умовах постійної зміни зовнішнього середовища, що вимагає створення дієвого механізму інституційної координації, який забезпечує адекватне пристосування системи до макроекономічних збурень.

Непрозорий фінансовий ринок є імманентно недокапіталізованим тому, що механізм ціноутворення на ньому є істотно перекрученим. За малої кількості покупців у емітентів виявляється відсутнім стимул вказувати в заявках справжню оцінку активу (його продажну ціну). Таким чином, в умовах непрозорості та недостатньої місткості ринку ціна фінансових активів занижуватиметься.

Головним (узагальнюючим) критерієм зрілості та ефективності інституціоналізації фінансового ринку є такий його стан, коли наявні організації дієво забезпечують самовідтворення всього фінансового середовища національної економіки.

2.2. Суб'єктно-об'єктний аналіз фінансового ринку

Інституціоналізація фінансового ринку як процес створення й розвитку економічних і соціально-правових інститутів стосується не лише відносин між ринковими учасниками, а і його суб'єктів та об'єктів. Суб'єкт — це носій діяльності,

свідомості й пізнання, а об'єкт — те, на що спрямована активність суб'єкта¹.

Суб'єктно-об'єктний аналіз є важливим напрямом економіко-теоретичного дослідження фінансового ринку².

Для функціонування фінансового ринку необхідна наявність сукупності учасників ринкових відносин, що є суб'єктами ринку. Суб'єкти фінансового ринку, здійснюючи свою діяльність, вступають у економічні відносини між собою; реалізація цих відносин відбувається в процесі руху фінансових активів.

Суб'єктний склад фінансових організацій доволі різноманітний, але можна виокремити основні з них, діяльність яких здійснює вирішальний вплив на становлення інституціональної структури фінансового ринку.

На фінансовому ринку діють різні суб'єкти, функції яких визначаються цілями їхньої діяльності та ступенем участі в здійсненні окремих фінансових операцій.

Як і на будь-якому іншому, на фінансовому ринку діють такі суб'єкти, як продавці, посередники, покупці, які беруть участь у торговельних операціях з різними специфічними товарами (інструментами ринку). Виокремлюють насамперед таких суб'єктів фінансового ринку: продавці (емітенти), покупці (інвестори), інституційні інвестори, фінансові посередники³ тощо.

Отже, основними суб'єктами фінансового ринку є емітенти та інвестори. Інвестори — постачальники заощаджень на фінансовий ринок; емітенти — користувачі тимчасово вільних грошових коштів.

Продавці й покупці фінансових активів (послуг⁴) становлять групу прямих суб'єктів фінансового ринку, що здійснюють на ньому основні функції із здійснення фінансових операцій. Склад суб'єктів фінансового ринку

¹ Див.: Новая философская энциклопедия: В 4-х т. — Т. 3. — М.: Мысль, 2001. — С.136, 659.

² Грунтовний аналіз діяльності суб'єктів фондового ринку у контексті мінімізації трансакційних витрат здійснено у: *Архиперев С. И., Зинченко Я. В.* Трансакционные издержки институционализации фондового рынка. — Х.: ХНУ им. В. Н. Каразина, 2005. — С. 136—162.

³ Про інституціоналізацію фінансового посередництва див.: *Корнєєв В. В.* Фінансові посередники як інститути розвитку. — К.: Основи, 2007. — С. 9—25.

⁴ У Законі України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринку фінансових послуг» термін «фінансова послуга» офіційно пояснюється як «операції з фінансовими активами».

значною мірою визначається характером фінансових активів, що обертаються на ньому.

Відповідно до Класифікації видів економічної діяльності, діяльність на ринку цінних паперів належить до фінансового посередництва (financial intermediation). Воно містить здійснення фінансових операцій (financial transactions) і діяльність з їх забезпечення. Фінансові операції охоплюють створення, ліквідацію або зміну прав власності на фінансові активи.

В економіці постійно відбувається кругообіг фінансових ресурсів, суб'єктами якого є домашні господарства, підприємства, держава та різні фінансові організації-посередники.

Отже, функціонування інститутів фінансового ринку прямо й безпосередньо пов'язане з фінансовим посередництвом. Економічна наука пропонує різне тлумачення цього поняття¹. Так, О. Мертенс зазначає, що основним предметом діяльності фінансових посередників є торгівля фінансовими інструментами: «Ключовою ознакою, що відрізняє фінансову інституцію від будь-якої іншої організації, є те, що його активи майже виключно складаються з фінансових інструментів»².

У міжнародній практиці серед фінансових посередників виокремлюють: депозитні установи (універсальні комерційні та спеціалізовані банки, кредитні товариства-спілки); контрактно-ощадні установи (страхові компанії, пенсійні фонди, ощадні асоціації); інвестиційні установи (інвестиційні банки, установи — інститути спільного інвестування та ін.)³.

Фінансовий ринок неоднорідний за складом ринкових суб'єктів (рис. 2.3).

¹ Див: Шарп У. Ф., Александер Г. Дж., Бейли В. Дж. Инвестиции. — М.: ИНФРА-М, 1997. — С. 9; Боди З., Мертон Р. Финансы. — М.: Изд. дом «Вильямс», 2000. — С. 94; Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами. — М.: Финансы и статистика, 1996. — С. 37; Мишкин Ф. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков. — М.: Аспект Пресс, 1999. — С. 44; Миллер Р. Л., Ван-Хуз Д. Д. Современные деньги и банковское дело. — М.: ИНФРА-М, 2000. — С. 96.

² Мертенс А. И. Инвестиции: курс лекции по современной финансовой теории. — К.: Киевское инвестиционное агентство, 1997. — С. 51.

³ Див., наприклад: Корнієв В. В. Фінансові посередники: інституційна роль та інструментарій // Фінанси України. — 2000. — № 2. — С. 37—45.

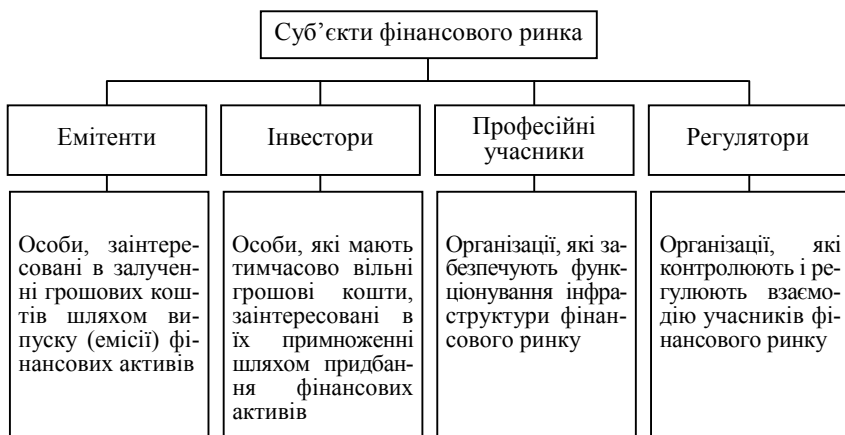


Рис. 2.3. Суб'єкти фінансового ринка

Особлива роль на фінансовому ринку належить інвестору. Формування системи відносин на фінансовому ринку на основі інтересів інвесторів забезпечує досягнення належної ефективності самого фінансового ринку. Забезпечуючи реалізацію інтересів інвесторів, інші суб'єкти фінансового ринку (емітенти й посередники, а також регуляторні органи) виконують суспільно значущу функцію з оптимізації портфеля національного багатства, забезпечують його найкраще (максимально ефективне) використання.

Виділення на перший план завдання захисту інтересів інвестора й підвищення якості його обслуговування на фінансовому ринку зумовлене тією особливою роллю, яку відіграє інвестор на фінансовому ринку. Інвестор — головна фігура на фінансовому ринку покупця (рис. 2.4). Без поваги інтересів покупців-інвесторів і захисту прав власності немає й не може бути фінансового ринку. Тому найважливішою ознакою ефективного фінансового ринку є безумовний захист прав і законних інтересів покупців-інвесторів.

Саме інвестор приймає рішення про напрями інвестування, тобто підприємницькі рішення на фінансовому ринку. Усі інші учасники (емітенти та посередники) працюють на фінансовому ринку, обслуговуючи інтереси інвесторів. Інвестор як власник ресурсів на фінансовому ринку формує інвестиційний попит, для задоволення якого функціонують емітенти й посередники. Більш

того, тільки реальне забезпечення верховенства інвестора на фінансовому ринку забезпечує формування ефективної моделі цього ринку. Інвестори — це суб'єкти фінансового ринку, які вкладають свої кошти в різноманітні види фінансових активів з метою отримання доходу. Цей дохід формується за рахунок одержання інвесторами відсотків, дивідендів і приросту вартості фінансових активів.



Рис. 2.4. Роль інвестора на фінансовому ринку

Інвестори, які здійснюють свою діяльність на фінансовому ринку, класифікуються за рядом ознак: за своїм статусом вони поділяються на індивідуальних (окремі підприємства, фізичні особи) та інституціональних інвесторів (фінансово-інвестиційні інституції).

Емітенти — це суб'єкти фінансового ринку, які залучають необхідні фінансові ресурси шляхом випуску (емісії) та розміщення фінансових активів. На фінансовому ринку емітенти виступають у ролі продавця фінансових активів із зобов'язанням виконувати всі вимоги їх випуску.

Акціонерне товариство (корпорація) — є основним емітентом на фінансовому ринку. Акціонерна компанія має офіційно сповіщати ринок (інвесторів і посередників) про результати своєї діяльності за допомогою достовірності фінансової звітності.

Класифікація суб'єктів фінансового ринку є достатньо складною й не завжди точно визначеною. Зважаючи на різноманітність операцій з фінансовими активами та

багатогранність функцій, які можуть виконувати ринкові суб'єкти, навряд чи можливо встановити для них якийсь один критерій класифікації. Серед класифікаційних ознак, які доводиться обов'язково брати до уваги, слід зазначити: відношення до власності, цільове призначення, категорія емітента (інвестора), належність до первинного чи вторинного ринку, форма здійснення функцій, вид особи (юридична чи фізична) та ін. Орієнтуючись на ту чи ту ознаку, можна отримати різну класифікацію суб'єктів фінансового ринку.

Суб'єкти фінансового ринку можуть бути розглянуті залежно від їхніх функцій на ринку: 1) організовані інститути й оператори фінансового ринку, що діють у межах його визначених сегментів; 2) саморегулювні організації й об'єднання учасників фінансового ринку; 3) органи державного регулювання та нагляду (правова інфраструктура). На державу покладається ціла низка важливих завдань, передусім захист прав суб'єктів, які діють на фінансовому ринку. Для нормального здійснення своєї діяльності суб'єкти фінансового ринку повинні бути законодавчо захищені.

Основні групи суб'єктів фінансового ринку класифікуються таким чином: 1) головні учасники; 2) інституціональні інвестори; 3) індивідуальні інвестори; 4) професіонали¹.

Фінансовий ринок в особі його професійних учасників опосередковує відносини «емітент—інвестор». Економічні інтереси професійних учасників залежать від кількості угод за фінансовими активами, тобто спільної активності емітентів та ін-весторів.

Професійні учасники (оператори) фінансового ринку виконують загальні функції фінансового посередництва. Їхня діяльність безпосередньо спрямована на узгодження інтересів емітентів й інвесторів. Однак посередники виконують важливу самостійну функцію операторів ринку. Вони є трансляторами волі інвесторів відносно фінансових активів, виступаючи тим самим як передавальна ланка механізму їхньої оцінки. Тим самим фінансові посередники стають трансляторами інформації про стан ринку своїм клієнтам. Обробляючи цю інформацію, посередники впливають на інвестиційні рішення інвесторів і на рішення емітентів щодо параметрів залучення фінансових ресурсів. Професійні учасники, наприклад, фондового ринку перерозподіляють фінансові ресурси на основі організаційного,

¹ Рынок ценных бумаг и его финансовые институты / Под ред. В. С. Таркановского. — СПб.: Комплект, 1994. — С. 43.

інформаційного, технічного, консультаційного й іншого обслуговування випуску та обігу цінних паперів. Функціонування фондового ринку України забезпечують реєстратори, зберігачі, депозитарії, торговці цінними паперами, фондові біржі, торгово-інформаційні системи.

Особливим посередником на фінансовому ринку є фондова біржа, яка виступає центром торгівлі цінними паперами — основним видом фінансових активів. Іншими словами, фондова біржа — це ринок, який регулярно функціонує та на якому здійснюється торгівля цінними паперами.

Фондова біржа є інститутом гласного (суспільного) котирування цінних паперів. Реєструючи зміни курсів цінних паперів, біржа тим самим визначає тенденції зміни кон'юнктури на фінансовому ринку. Згодом ці зміни поширюються на інвестиційну сферу національної економіки в цілому. Біржа виконує важливі функції реєстратора, індикатора ринкової кон'юнктури, вказуючи на основні напрями фінансового інвестування. На розвиненому фінансовому ринку біржова гра набуває масового характеру. У ній беруть участь майже всі суб'єкти ринку з метою забезпечення приросту капіталу та отримання більшого прибутку.

Біржова торгівля забезпечує належні умови для зниження інвестиційних ризиків, об'єктивного й справедливого формування ринкових цін, підвищення ліквідності фінансових активів, розкриття достовірної інформації про фінансові активи та їх емітентів, оперативного й безпечного проведення розрахунків за угодами. Біржа є структурою, що надає послуги необмеженій кількості осіб, у кінцевому підсумку — суспільству загалом. Ефективна фондова біржа є необхідною умовою макрофінансової стабільності національної економіки. У цьому полягає ще один аспект суспільної значущості фондової біржі.

Для виконання свого суспільного призначення біржа як головний інфраструктурний елемент фінансового ринку виконує наступні функції: 1) надає всі необхідні умови для ефективного здійснення організованої торгівлі фінансовими активами й виконання укладених угод; 2) здійснює регулювання діяльності професійних учасників ринку цінних паперів, які проводять операції на біржі, і емітентів фінансових активів, які звертаються на біржу; 3) забезпечує встановлення достовірного оцінювання фінансових активів, виступаючи в такий спосіб у ролі одного з ключової фінансової інституції суспільства.

У сучасних умовах для біржової торгівлі на фінансовому ринку характерними стали процеси концентрації. Відбувається об'єднання фондових бірж на міжнаціональній основі, що в минулому було немислиме. Технічно таке об'єднання стало можливо завдяки повсюдному переходу на комп'ютерні технології та поширенню однотипних торгових систем. Так, у березні 2000 р. відбулося об'єднання Паризької, Амстердамської та Брюссельської бірж в одну міжнаціональну біржу.

Позабіржовий фінансовий ринок — це та частина ринку, яка перебуває поза сферою біржової торгівлі. Наявність двох відособлених частин фінансового ринку пояснюється тим, що кожна з них пристосовується до тих чи інших умов економіки та етапів розвитку ринку. Незважаючи на те, що біржовий і позабіржовий ринки конкурують між собою, їх слід розглядати як такі, що взаємодоповнюють один одного. Це твердження є особливо справедливим для країн з трансформаційною економікою¹.

Значний вплив на інституціональний розвиток фінансового ринку здійснює механізм трастового, або довірчого управління. Трасти мають здатність формувати нові механізми контролю за корпоративними правами. Передача в довірче управління великих пакетів акцій зближує траст з холдинговими структурами.

Трастові компанії — це фінансові посередники, що здійснюють довірче управління фінансовими коштами, переданими їм у володіння третіми особами з метою інвестування у фінансові активи. Ідея зародження трастових послуг виникла як результат поділу праці в сфері використання чужої власності в господарському кругообігу на потреби інвестування та реінвестування.

Довірчі товариства (трасти, від англійського «trust» — довіра) є історично найбільш відомою формою управління майном і капіталом довіритель-принципалів. Трастові відносини як складова відносин власності — це довірчі відносини між сторонами, одна з яких бере на себе відповідальність за управління власністю клієнта на його користь чи на користь будь-кого за домовленістю. Ідея зародження трастових послуг виникла як результат розвитку відносин власності та використання чужої власності в господарському кругообігу, за інвестування та реінвестування запозичених коштів. Трастове

¹ Мозговий О. М. Фондовий ринок. — К.: КНЕУ, 1999. — С. 134.

обслуговування є представницьким, управління власністю здійснюється тут на основі довіреності чи опікунської угоди з персоніфікацією відповідних прав¹.

Перші «цивілізовані» трасти з'явилися в Англії ще у XII—XIII ст., вони були засновані на середньовічній англійській правовій системі регулювання майнових відносин. У США перші корпоративні трасти виникли на початку XIX ст., вони отримували чартери (дозволи) від урядів відповідних штатів на провадження трастових операцій. Пізніше трастовий і банківський бізнес у США об'єднали.

Трастові фонди як колективні інвестиційні схеми створюють інвестиційний механізм для дрібних інвесторів, які вважають, що вони не мають необхідних навичок і часу для того, щоб самостійно управляти своїми активами. Певна річ, такі фонди не можуть інвестувати кошти на такі само тривалі терміни, що й пенсійні фонди та страхові компанії, адже дрібні інвестори можуть вимагати повернення своїх коштів набагато раніше, щоб використовувати їх в інших цілях.

Зарубіжний досвід переконує в ефективності форм колективного або спільного інвестування. Інституції спільного інвестування — це посередники, які здійснюють залучення та управління колективними інвестиціями багатьох розрізнених власників індивідуальних капіталів. Закумульовані ресурси з метою їх капіталізації вкладаються в цінні папери та інші активи фінансового ринку.

Історично перші компанії, що запропонували об'єднати індивідуальні фінансові ресурси для їх наступного інституційного інвестування, з'явились у XIX ст. у США та в деяких європейських країнах. У сучасних умовах у різних країнах світу організації, що інвестують консолідовані кошти співучасників-пайовиків на комерційній основі, мають різні назви (інвестиційні трасти у Великобританії, фонди інвестицій у цінні папери в Іспанії, інвестиційні компанії з незмінним чи змінним капіталом у Франції, інвестиційні фонди у Німеччині тощо).

В Україні основоположним юридичним актом у цій сфері є Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)», чинний з 25 квітня 2001 р. Свого часу послуги в Україні пайових і корпоративних

¹ Корнєєв В. В. Кредитні та інвестиційні потоки на фінансових ринках. — К.: НДФІ, 2003. — С. 284—285.

інвестиційних фондів були пов'язані із задоволенням попиту щодо розміщення майнових приватизаційних сертифікатів, згодом — управління проконвертованими й набутими в процесі сертифікат-ної приватизації активами. У сучасних умовах основним предметом спільного інвестування стають грошові кошти клієнтів-інвесторів.

Фінансовий ринок країн з трансформаційною економікою, на жаль, не може ефективно залучати інституціональних інвесторів у зв'язку з інформаційною непрозорістю, схильністю до маніпуляцій і махінацій, відсутністю ефективного захисту прав інвесторів, нерозвиненістю правової бази й механізмів розв'язання інвестиційних суперечок. Тому суб'єктами таких ринків є насамперед портфельні інвестори, що отримують прибуток з короткострокових фінансових операцій. На жаль, багато хто із суб'єктів фінансового ринку поки що протидіє його відкритості, побоюючись втрати контролю над рухом фінансових ресурсів.

Нині в Україні практично єдиного найбільш стабільною та розвинутою інституцією фінансового ринку є й продовжує залишатися банківська система. Саме тут зосереджені значні за українськими масштабами кошти, а роль банків у вітчизняній економіці дуже важлива. Банки є головними акумуляторами та провідниками руху фінансових ресурсів. Саме вони могли б стати фінансовою опорою української економіки, працюючи в тісному контакті з державою, інвестуючи в розвиток національного виробництва й забезпечуючи тим самим стале економічне зростання. Однак поки що так не відбувається.

До провідних інституційних посередників входять страхові компанії і пенсійні фонди. Акумулюючи доволі значні кошти у формі страхових резервів і пенсійних внесків, ці структури розміщують їх на фінансовому ринку. Більшість із зазначених інститутів мають поглиблену спеціалізацію щодо надання окремих фінансових послуг клієнтам: наприклад, компанії зі страхування життя, пайові та взаємні фонди для акумуляції заощаджень дрібних (за потенційними інвестиційними можливостями) інвесторів, розгалужені за галузевим принципом пенсійні фонди тощо. Майже всі посередники в нестабільних умовах тяжіють до універсальності як способу виживання й оперують на різних сегментах фінансового ринку.

Страхові компанії та пенсійні фонди, на думку В. В. Корнеєва, фактично продають своїм клієнтам фінансову безпеку (спокій, упевненість) на термін, оскільки отримують грошові внески до

того, як надають послуги зі страхування чи пенсійного забезпечення, тобто внесок завжди передусе обумовленому захисту¹. Саме наявність певного періоду — лагу часу, який дистанціює мить сплати авансових внесків від початку виконання фінансових зобов'язань, відрізняє страхове та пенсійне посередництво від інших фінансових інституцій. Інвестиційні можливості зазначених посередників за умов наявності диверсифікованої портфельної стратегії доволі значні.

На страховому ринку основними суб'єктами фінансових операцій виступають: страховики, які реалізують різні види страхових послуг (страхових продуктів) — страховики здійснюють усі види й форми страхування шляхом прийняття на себе за визначену плату різноманітних видів ризиків із зобов'язанням відшкодувати страхувальникам збитки в разі настання страхової події; страхувальники, які купують страхові послуги в страхових компаній з метою мінімізації своїх фінансових втрат у разі настання страхових подій.

Страховий ринок України є різноманітним за складом страховиків і видами пропонованих послуг (страхування життя, майнове, медичне, відповідальності, запобігання фінансовим ризикам тощо). Однак вражає дуже мала місткість ринку страхових послуг — менше 1 % європейського масштабу. Щодо діяльності недержавних пенсійних фондів, то вона майже не проявляється. В Україні, незважаючи на певний прогрес страхової справи, застраховано лише приблизно 10 % можливих потенційних для страхування об'єктів, а частка недержавного пенсійного обслуговування залишається надзвичайно низькою.

Пенсійні фонди, які діють на фінансовому ринку, є одним з найважливіших джерел коштів інституціональних інвесторів². Пенсійні реформи, що передбачають можливість розміщення пенсійних коштів на фінансовому ринку, як свідчить світовий досвід, є важливим чинником зміцнення й стабілізації національних фінансових ринків. Створення передумов для нарощування обсягів недержавних пенсійних коштів, особливо в довгостроковій перспективі, має істотне значення для активізації функціонування фінансового ринку. Пенсійні фонди успішно

¹ Корнєєв В. В. Кредитні та інвестиційні потоки на фінансових ринках. — К.: НДФІ, 2003. — С. 290.

² Див., наприклад: Кабанов В., Ткач А., Фесенко А. Негосударственные пенсионные фонды: социально-экономический аспект. Зарубежный опыт и перспективы в Украине // Финансовые услуги. — 2001. — № 11—12. — С. 51—55; Захарова Н. Окремі інвестування активів пенсійних фондів // Цінні папери України. — 2003. — № 32. — С. 18—19.

акумулюють кошти індивідуальних вкладників для наступних портфельних інвестицій.

Функції пенсійного забезпечення населення беруть на себе пенсійні фонди (як державні, так і недержавні), які приймають внески від майбутніх пенсіонерів. Стратегія поведінки пенсійних фондів на фінансовому ринку будується на припущенні, що фінансові кошти повинні вкладатися на тривалий період за умови наявності грошових резервів для покриття короткострокових зобов'язань. Для того, щоб пенсійні фонди могли відповідати за своїми зобов'язаннями та виплачувати пенсії пенсіонерам, для них важливо, щоб рівень прибутковості принаймні дорівнював рівню інфляції, або був вищим.

Пенсійні фонди в світовій практиці є відносно новим явищем. Перший пенсійний фонд у сучасному розумінні сутності цієї фінансової інституції створила в США компанія «Дженерал моторз» у 1950 р. Відтоді пенсійні фонди зростали дуже швидко. До 70-х років XX ст. пенсійні фонди США проводили консервативну інвестиційну політику, купуючи зазвичай лише американські облігації й акції. В сучасних умовах ці фінансові організації впровадили багато нововведень в інвестиційний бізнес. Воникладають кошти в акції й облігації міжнародних корпорацій, у похідні цінні папери та здійснюють різні альтернативні фінансові вкладення. Сучасні недержавні пенсійні фонди застосовують різноманітні ефективні технології управління інвестиціями.

Найважливішим для пенсійних фондів є питання розміщення ресурсів. В англomовних країнах — США, Великобританії, Австралії — пенсійні фонди розміщують 40—80 % своїх резервів у акціях. Ці країни — носії високої інвестиційної культури, тут практично кожний громадянин, який має гроші, інвестує їх на фондовому ринку. У європейських країнах, наприклад у Німеччині, Франції, Австрії, пенсійні фонди інвестують в акції не більш як 10—20 % коштів.

У міжнародній практиці переважно застосовуються три схеми діяльності пенсійних фондів: 1) з фіксованими виплатами; 2) з фіксованими внесками; 3) з участю в прибутках. У першому випадку пенсійні виплати нараховуються на інтегрованій основі відповідно до стажу роботи, заробітної плати й вікової градації працівників. Організація діяльності фонду згідно зі схемою з фіксованими внесками передбачає, що роботодавці сплачують періодичні нагромаджувальні суми до фонду, а пенсіонери отримують кошти залежно від того, наскільки вдало були

інвестовані (розміщені) ресурси та яка їх капіталізація. Пенсійні схеми з участю у прибутках означають, що роботодавці перераховують до фонду фіксовану частку свого прибутку (зазвичай 1—2 %). Фонд інвестує закумульовані таким чином кошти та сплачує належні пенсії.

На ринку валюти основними суб'єктами фінансових операцій є: продавці валюти — банки, які мають ліцензію на здійснення валютних операцій; підприємства, що ведуть зовнішньоекономічну діяльність (реалізують на ринку свою валютну виручку), фізичні особи (реалізують наявну в них валюту через мережу обмінних валютних пунктів) та покупці валюти (основними покупцями валюти є ті самі суб'єкти, що й її продавці).

Об'єктом (товаром) на фінансовому ринку виступають фінансові активи. Вони роблять кругообіг, змінюючи свою форму. Кругообіг фінансових активів є органічною складовою загального кругообігу фінансового капіталу. На первинній стадії відбувається нагромадження фінансових ресурсів як за рахунок внутрішніх джерел підприємств, так і на основі залучення інвестицій з фінансового ринку.

Через фінансові активи (насамперед цінні папери) значною мірою реалізуються можливості суспільного контролю над економікою, регулювання цілого ряду економічних процесів. Цінні папери забезпечують приплив капіталу в одні галузі й відтік його з інших¹. Вони є інструментом акумуляції коштів інвесторів. Завдяки цінним паперам з'являється можливість пов'язати в єдиний ланцюжок початкові (формування заощаджень) і кінцеві (здійснення інвестицій) ланки інвестиційного процесу. У літературі виокремлюються види (якісна визначеність), різновиди (різні ознаки в межах одного виду) й типи (поєднання різних видів і різновидів цінних паперів². На основі оцінювання перспективності підприємств тих чи інших сфер і галузей економіки формується відповідна система курсів їх цінних паперів. Найбільш ефективні підприємства і галузі отримують й більш високу оцінку своїх цінних паперів з боку суб'єктів ринку — інвесторів. Тим самим пріоритетні підприємства й галузі мають можливість залучення додаткових інвестицій за рахунок нових випусків цінних паперів та їх розміщення на фінансовому ринку.

¹ Див.: Сизов Ю. Актуальные проблемы развития российского фондового рынка // Вопр. экономики. — 2003. — № 7. — С. 26—27.

² Каратуев А. Г. Ценные бумаги: виды и разновидности. — М.: Русская деловая литература, 1997. — С. 23—24.

Забезпечення прав власності на фінансові активи є основою існування фінансового ринку. Якщо інвестор не буде впевнений у надійності придбаних ним фінансових активів, він не купуватиме їх. Тому ризики, пов'язані з можливістю порушення прав власності на фінансові активи, є одними з найбільш серйозних ризиків, які зумовлюють істотне зростання трансакційних витрат інвесторів, а отже, перешкоджають формуванню ефективного фінансового ринку.

Лідируючу позицію на фінансовому ринку України серед фінансових активів займають акції. Це пояснюється тим, що акціонерні товариства як емітенти акцій — цінних паперів, посідають головне місце в інституційній структурі економіки. Переважання випуску акцій у сукупності об'єктів фінансового ринку стимулює формування акціонерних товариств. Кількість акціонерних товариств в Україні станом на 01.01.2006 р. становила 33 976, з них 11345 — відкриті (33,4 % загальної кількості), а 21 948 (64,6 %) — закриті¹. Саме акції в сучасних умовах насамперед репрезентують динаміку та особливості розвитку фінансових активів як об'єктів фінансового ринку.

Важливий компонент фінансових активів — державні цінні папери. Державні облігації — це свідоцтво про надання їхнім власниками позики державі в особі національного уряду або місцевих органів управління. Випуск облігацій державних позик здійснюється державою з метою фінансування державних видатків за наявності бюджетного дефіциту. У всьому світі цінні папери держави використовуються як еталон вільного від ризику доходу, як альтернатива іншим вкладенням капіталу.

Розглянемо тепер систему фінансових інструментів як конкретну форму фінансових активів. Фінансовий ринок у процесі свого функціонування продукує сукупність різноманітних інструментів, які повинні враховувати різні сподівання та можливі ризики для суб'єктів ринку щодо отримання прибутку. Основними критеріями вибору певного інструменту при цьому є вартість, час і безпека виконання трансакцій, їх прибутковість і доступність. З погляду фінансового суб'єкта оптимальним є фінансовий інструмент, який не потребує значних витрат часу й коштів на його придбання, забезпечує максимальну прибутковість за мінімального ризику.

Більшість фінансових активів є фінансовими вимогами. Найчастіше фінансові вимоги виникають на основі договірних

¹ Статистичний щорічник України за 2005 рік. — К.: Консультант, 2006. — С. 83.

відносин, коли один суб'єкт господарювання надає кошти іншому. Фінансові вимоги дають власникові цих коштів (кредиторів) право на отримання від дебітора платежу або серії платежів на певних умовах, обговорених у договорі між ними. Такі платежі є одержуваним кредитором доходом від власності на фінансовий актив.

В обіг випускається (емітується) велика кількість різноманітних видів фінансових інструментів. Широкий діапазон інструментів фінансового ринку пояснюється тим, що причини, які спонукають випускати й купувати їх, дуже різноманітні.

Здійснюючи операції на фінансовому ринку, суб'єкт господарювання обирає відповідні фінансові інструменти їх проведення. Фінансові інструменти — це різноманітні фінансові документи, які обертаються і мають грошову вартість; за допомогою фінансових інструментів здійснюються операції на фінансовому ринку¹. Інструменти, що обертаються на фінансовому ринку та обслуговують операції в різних його сегментах, характеризуються на сучасному етапі значною різноманітністю. Залежно від сегментів фінансового ринку, виокремлюють такі фінансові інструменти, що їх обслуговують: інструменти грошово-кредитного ринку (гроші й розрахункові документи, які обертаються на грошово-кредитному ринку); інструменти фондового ринку (різноманітні цінні папери, які обертаються на цьому ринку; склад цінних паперів за їх видами, особливостями емісії та обігу затверджується відповідними нормативно-правовими актами); інструменти валютного ринку (іноземна валюта, розрахункові валютні документи, а також окремі види цінних паперів, які обслуговують цей ринок); інструменти страхового ринку (пропоновані до продажу страхові послуги — страхові продукти, а також розрахункові документи й окремі види цінних паперів, які обслуговують цей ринок).

Щоб фінансовий ринок виконував свої головні завдання та функції, він повинен надавати відповідні інструменти, за допомогою яких можна буде швидко, ефективно й надійно здійснювати ці операції. Усе це зумовлює важливість дослідження теоретичних і практичних аспектів використання інструментів фінансового ринку, а також розгляду проблем і перспектив їх розвитку в Україні під кутом зору їх інституціонального призначення. Під фінансовим інструментом

¹ Бланк И. А. Основы финансового менеджмента. — Т. 2. — К.: Ника-Центр, 1999. — С. 207.

розуміють контракт, що одночасно призводить до виникнення (збільшення) фінансового активу в одного підприємства й фінансового зобов'язання чи інструмента власного капіталу в іншого¹. Історично першим фінансовим інструментом був вексель.

У плановій економіці використовувалися лише деякі види фінансових інструментів (облігації — у відносинах за участю населення, векселі — у зовнішньоторговельному обороті), однак ринок цінних паперів був відсутній. Формування фінансового ринку об'єктивно поставило питання про використання підприємствами-емітентами всієї різноманітності фінансових інструментів.

Важливою формою фінансових вимог є похідні фінансові інструменти (financial derivatives). Вони не пов'язані з наданням коштів, їх вартість залежить від коливань цін на активи. Одержуваний при цьому дохід не є доходом від власності (у повному розумінні цього поняття).

Головна роль похідних фінансових інструментів полягає в приведенні до загального знаменника різних ринкових ризиків, з якими стикається інвестор на фінансовому ринку. Вони дають змогу наблизити розподіл інвестицій до розподілу переваг інвесторів відносно ризиків, а отже, залучити на фінансовий ринок максимум інвестицій, підвищити його ліквідність і ємність. Ліквідність фінансових інструментів означає можливість продати їх будь-якої миті й отримати готівку.

Відсутність на фінансовому ринку багатьох видів похідних інструментів обмежує застосування доволі потужних засобів хеджування. Хеджування — це техніка страхування від збитків унаслідок несприятливої зміни відсоткових ставок, валютних курсів, ціни товару шляхом використання термінових угод².

Основним фінансовим інструментом на ринку є цінні папери — грошові документи, що засвідчують право володіння або відносини позики, визначають взаємовідносини між особою, яка їх випустила, та їхнім власником і передбачають зазвичай виплату доходу у вигляді дивідендів або відсотків, а також можливість передачі грошових та інших прав, що впливають з цих документів, іншим особам. Цінні папери — це свідоцтво про участь їхніх власників у капіталі акціонерного товариства або наданні позики.

¹ Стандарт бухгалтерського обліку № 13.

² Финансово-кредитный энциклопедический словарь / Под общ. ред. А. Г. Грязновой. — М.: Финансы и статистика, 2002. — С. 1064.

Поняття, особливі умови випуску, використання та обігу цінних паперів визначаються законодавством України. Нині ст.3 Закону «Про цінні папери та фондову біржу» визначає, що в Україні можуть випускатись та обертатись дев'ять видів цінних паперів: акції; облігації підприємств; облігації внутрішніх державних і місцевих позик; облігації зовнішніх державних позик; казначейські зобов'язання України; ощадні сертифікати; векселі; приватизаційні цінні папери; інвестиційні сертифікати. Цей перелік, на жаль, не охоплює всіх можливих фондових інструментів.

Акція — цінний папір, що засвідчує участь її власника у формуванні статутного фонду акціонерного товариства й дає право на отримання відповідної частки його прибутку в формі дивіденду. Облігація — цінний папір, що свідчить про внесення її власником коштів і підтверджує обов'язок емітента відшкодувати йому номінальну вартість цього цінного папера в передбачений у ньому термін з виплатою фіксованого відсотка. Ощадні (депозит-ні) сертифікати — письмове свідчення банку або іншого кредитно-фінансового інституту про депонування коштів, що підтверджує право вкладника на отримання після встановленого терміну депозиту й відсотка за ними. Деривативи — опціонні контракти; ф'ючерсні контракти; форвардні контракти, контракти «своп» та ін.

Випуск облігацій — більш вигідний спосіб формування додаткового капіталу акціонерного підприємства, ніж випуск акцій. Власники облігацій не отримують права голосу, оскільки вони не є співвласниками корпорації, а їх кредиторами.

Найпоширенішим у світовій практиці фінансовим інструментом є акція. Як вид цінних паперів акція може розглядатися як безстроковий кредит, що надається акціонерній компанії в обмін на участь у прибутку як одного з власників компанії. Необхідно розуміти, що акціонери беруть на себе ризик, пов'язаний з функціонуванням акціонерної компанії за певну частку прибутку, але вони також мають право голосу у разі оцінювання якості управління компанією, а також у процесі прийняття рішень з питань політики компанії.

Акції випускає акціонерне товариство під час його створення, за будь-яких змін форми власності, за умов злиття з іншим (іншими) акціонерним підприємством і розширенні масштабів своєї діяльності (збільшенні статутного фонду). Випуск акцій є обов'язковою умовою створення акціонерних товариств, за якими в світовій практиці закріпився статус найефективнішої форми підприємництва.

На купівлю акцій припадає близько 30 % фінансування підприємницької діяльності в розвинутих країнах світу.

Як інвестиційний товар акція відображає очікування інвесторів щодо майбутньої прибутковості підприємства, тому її ринкова оцінка може відриватися від обсягу наявного на цю мить реального капіталу. Акції та інші форми пайової участі в капіталі підприємств вважаються фінансовими активами, хоча їхні власники не мають фіксованих або визначених заздалегідь грошових вимог до корпорацій.

В Україні з кожним роком збільшується сумарний обсяг емісії цінних паперів. Ключову роль на фінансовому ринку України, як видно з табл. 2.1, відіграють акції. Обсяг акціонерного капіталу неухильно зростає як у результаті розвитку приватизації, так і на основі залучення фінансових ресурсів через додаткові емісії акцій. Вартість акцій становила на початок 2005 р. 55,4 % вартості всіх цінних паперів України. Однак із загального обсягу випущених в обіг акцій дуже незначна частка припадає на реально залучені кошти, які можна інвестувати у виробництво. Більшу частину становлять кошти від емісії під час здійснення корпоратизації державних підприємств і збільшення статутного фонду акціонерних товариств у результаті індексації основних фондів.

Таблиця 2.1

ВАРТІСТЬ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УКРАЇНІ * (на початок року, млн грн)

	1996	1998	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Всього	19 94,6	12 320,0	34 406,2	52 950,8	67 483,1	88 818,5	113 888,2	147 822,2
Акції	775,3	8908,3	21 610,9	35 092,9	42 095,2	57 751,5	69 521,4	81 904,4
Облігації	63,9	1248,1	771,9	650,0	1315,5	1850,1	9668,7	11 710,5
Казначейські зобов'язання	52,8	29,6	—	—	—	—	148,7	54,7
Ощадні сертифікати	289,7	136,8	916,2	743,0	2305,9	939,5	1001,1	2311,0
Векселі	550,5	1359,2	9800,8	14 863,0	20 102,0	26720,0	31 137,4	49 147,7
Інші цінні папери	262,4	638,0	1306,4	1601,9	1664,5	1557,4	2410,9	2693,9

* Статистичний щорічник України за 2000 рік. — К.: Техніка, 2001. — С. 74; Статистичний щорічник України за 2004 рік. — К.: Консультант, 2005. — С. 72.

Отже, на кожному етапі розвитку фінансового ринку існують різноманітні типи інструментів, які характеризуються певним компромісом інтересів інвесторів та емітентів з погляду набору їх інвестиційних якостей.

На фінансовому ринку повинен бути в наявності весь спектр його суб'єктів і об'єктів, що є необхідною умовою нормального його функціонування.

2.3. Інституціональні передумови становлення фінансового ринку

Становлення (формування) й розвиток — це основні етапи динаміки будь-якого ринку¹. Функціонування — це характеристика статички ринку. Формування фінансового ринку означає його виокремлення як нової якості в економічній системі суспільства для виконання певних відособлених функцій. На практиці процеси формування та розвитку ринку накладаються один на одного й відбуваються одночасно. Розвиток фінансового ринку означає його прогресивний рух, що відбувається шляхом позитивного накопичення якісних і кількісних змін.

Процес становлення фінансового ринку зумовлений потребами трансформації існуючої економічної системи, зміною об'єктивних економічних відносин. Під процесом становлення розуміють формування сутнісних рис певного явища або процесу. Становлення фінансового ринку — це об'єктивна складова процесу переходу від командної до ринкової економіки.

Порівняно з фінансовим ринком розвинених країн світу, якому понад 400 років, український ринок виглядає дуже молодим. Однак не варто забувати, що до 1917 р. у нас теж існував достатньо розвинений фінансовий ринок. Перехід до соціалістичної моделі господарювання зруйнував фінансовий ринок разом з іншими основними інститутами ринкової економіки — приватною власністю, акціонерним капіталом та ін.

В Україні багато десятиліть не було фінансового ринку та його інфраструктури. З цієї причини за роки існування планової економіки обсяги та структура суспільного виробництва виявилися відірваними від обсягів і структури фінансових ресурсів; сформувалася «економіка дефіциту», що породжувала хронічну нестачу матеріальних благ і послуг за відносної

¹ Розмежування понять «формування» та «розвиток» щодо фондового ринку див.: *Архиперев С.И., Зинченко Я. В.* Трансакционные издержки институционализации фондового рынка. — Х.: ХНУ им. В. Н. Каразина, 2005. — С. 87—95.

достатності фінансових ресурсів. Єдиним джерелом фінансування в реальному секторі був банківський кредит, який надавався на підставі рішень, прийнятих центральними плановими органами. За таких умов перехід до нових, ринкових методів господарювання став об'єктивною необхідністю.

Гостра криза радянської економіки наприкінці 80-х років ХХ ст. спричинила появу політичних сил, які очолили перехід до ринкових відносин, та основних інститутів (акціонерних товариств, свободи підприємництва й приватної власності) ринкової економіки, зокрема й фінансового ринку. Перехід від соціалістичної системи господарювання до ринкової економіки передбачав проведення ліберальних ринкових реформ в умовах нерозвиненості інститутів влади¹.

Аналіз генезису фінансового ринку в розвинених країнах світу свідчить, що цей ринок пройшов доволі тривалий шлях розвитку, еволюціонуючи у свої більш оптимальні форми. Надмірно прискорене впровадження ринкових відносин у непристосованій до ринку економічній системі не дає позитивних результатів. Швидше за все навпаки, нові ринки стають генератором нестабільності в суспільстві. Щоб цього не сталося, для будь-яких економічних систем необхідне наукове вивчення їх ринкових можливостей. Лише на цій основі можливе виникнення ефективного фінансового ринку.

Визначення інституціональних передумов становлення фінансового ринку ґрунтується на методологічному положенні про те, що економічні процеси становлення (формування) тісно по-в'язані з процесом розвитку.

Фінансовий ринок функціонує в тісному зв'язку з іншими сферами економіки й виконує особливу роль, будучи при цьому складовою загального національного ринку. Історично фінансовий ринок виник з метою переміщення фінансових ресурсів від тих суб'єктів, які володіють вільними грошовими коштами, до тих, які мають потребу в фінансових коштах. Об'єктивною передумовою становлення фінансового ринку є, таким чином, розбіжність потреб у фінансових ресурсах у різних суб'єктів господарювання, яка поєднується з неоднаковістю можливостей для задоволення цих потреб. Для акумулювання тимчасово вільних коштів та ефективного їх використання й призначений фінансовий ринок, функціональна роль якого полягає в посередництві руху фінансових активів.

¹ Див.: Дементьев В. В. Экономика как система власти. — Донецк: Каштан, 2003. — С.312.

Формування фінансового ринку зумовлене комплексом передумов, серед яких найбільш вагомими є економічні та правові чинники. Економічні передумови — це наявність постійного попиту на фінансові ресурси в ринкових суб'єктів, створення ринкової інфраструктури, розвиток конкуренції та ін. Правові передумови — це правове регулювання, надання всім рівних можливостей у фінансово-господарській діяльності. На формування фінансового ринку можуть впливати внутрішньоекономічні та зовнішньоекономічні чинники.

Важливою передумовою становлення фінансового ринку за переходу від командної до ринкової економіки необхідно вважати загальне економічне зростання, яке супроводжується ростом сукупних доходів, істотним зростанням заощаджень і відповідним розвитком сукупності фінансових активів. Домінуючим чинником при цьому є обсяг нагромадження фінансового капіталу в межах національної економіки.

Вагоме значення при розгляді конкретних сторін процесу формування фінансового ринку мають макро- і мікроекономічні передумови. У реальній дійсності цей процес включає елементи підходів як з позицій підприємства (мікрорівень), так і економіки загалом (макрорівень). Слід враховувати насамперед такі мікроекономічні чинники: темпи розвитку відповідних суб'єктів господарювання, динаміку приросту їх активів і власного капіталу, співвідношення власного й позикового капіталів, рівень кредитоспроможності та платоспроможності покупців фінансових інструментів і емітентів, рівень їх фінансової сталості, систему фінансових підйомів та ін.¹ У кінцевому рахунку, макро- і мікропідходи доповнюють один одного, створюючи умови для більшої ефективності функціонування фінансової сфери.

Головними передумовами формування фінансового ринку в Україні були: масштабна приватизація й пов'язаний з нею випуск цінних паперів; створення та діяльність акціонерних товариств, які залучали кошти на акціонерній основі; використання акціонерними підприємствами облігаційних позик; поява похідних цінних паперів у процесі розвитку ринків товарів і послуг; використання цінних паперів у міжнародних взаєморозрахунках, доступ до міжнародного фінансового ринку; становлення інфраструктури фінансового ринку та ін.

¹ Див., наприклад: *Бланк И. А. Основы финансового менеджмента*. — К.: Ельга, 2004. — Т.1. — С. 53—55.

Особливість розвитку постсоціалістичних економік полягала в тому, що в них одночасно відбувалися процеси становлення фінансового ринку й розгортання приватизації, без чого неможливе було формування ні попиту, ні пропозиції фінансових активів.

На основі приватизації в Україні було сформовано приватну й акціонерну власність. Це сприяло формуванню фінансового ринку шляхом підвищення частки акцій підприємств у структурі пропонованих на ринку цінних паперів. Сприяв «розігріву» фінансового ринку України в 90-х роках ХХ ст. й обіг приватизаційних цінних паперів. Останні значною мірою сприяли процесу трансформації державної власності в акціонерну, що було необхідною умовою створення фінансового ринку в державі. У подальшому процесу виходу українських підприємств на фінансовий ринок сприяло завершення формування груп власників великих підприємств і структуризація відносин власності.

Таблиця 2.2

ДИНАМІКА ОСНОВНИХ СОЦІАЛЬНО-ЕКОНОМІЧНИХ ПОКАЗНИКІВ В УКРАЇНІ (З ПОЗИЦІЇ ВПЛИВУ НА ФІНАНСОВИЙ РИНОК) (ВІДСОТКІВ ДО ПОПЕРЕДНЬОГО РОКУ)

	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Реальний валовий внутрішній продукт	87,8	105,9	109,2	105,2	109,6	112,1	102,6
Доходи населення	526,3	131,2	122,7	117,1	116,5	127,2	135,1
Фінансовий результат від звичайної діяльності до оподаткування	365,3	...	134,5	78,1	134,2	226,9	144,4
Індекс споживчих цін	477,0	128,2	112,0	100,8	105,2	109,0	113,5
Монетизація економіки (МЗ до ВВП)	...	112,4	117,9	128,1	123,7	102,8	125,2

* За даними: Статистичний щорічник України за 2000 рік. — К.: Техніка, 2001. — С.30, 69; Статистичний щорічник України за 2005 рік. — С.27, 28, 64, 69.

Важливе значення має макроекономічна стабільність, адже в умовах рецесії функціонування фінансового ринку істотно утрудняється, а реальна очікувана доходність фінансових активів стає непередбачуваною. Підвищення попиту на послуги інституцій фінансового ринку безпосередньо зумовлене перспективами економічного зростання. Становлення фінансового ринку залежить від наявності певних інституційних передумов, зокрема: дієвого механізму державного регулювання діяльності фінансових інституцій, нормативно-правових умов захисту

інтересів інвесторів. Необхідним є наявність розвинутої ринкової інфраструктури.

Особливе місце серед чинників, що впливали на формування фінансового ринку в Україні, займала інфляція. Унаслідок інфляції відбувався перерозподіл грошових доходів, а, отже, й власності. Цей перерозподіл власності здійснювався в інтересах тих бізнесових груп, які панували в економіці, завдяки їх тісним зв'язкам з державною владою.

Становлення фінансового ринку України відбувається в умовах низької прибутковості, а часто-густо навіть збитковості значної частини емітентів. Безумовно, більшість збиткових підприємств здійснює негативний екзогенний вплив на процес ста-новлення фінансового ринку.

Важливою передумовою формування фінансового ринку є належний рівень монетизації національної економіки. Оптимальний рівень монетизації економічного обороту формує необхідний обсяг грошових коштів у процесі перерозподілу через фінансовий ринок, забезпечуючи належний розмір капіталізації фінансового ринку, його здатність пропускати через себе фінансові ресурси. Зростання коефіцієнта монетизації, на думку В. В. Зимовця, означає, що «осідання» фінансових ресурсів у фінансовому секторі відбувається швидше, ніж зростає номінальний ВВП¹. Безумовно, рівень монетизації економіки обмежується загрозами розгортання інфляції. За рівня монетизації економіки нижче 50% ВВП капіталізація фінансового ринку за рахунок попиту внутріш-ніх інвесторів буде вкрай низькою.

Важливе значення має створення належних інституційно-правових підстав для організації та функціонування фінансового ринку, особливо щодо умов руху фінансових ресурсів, оцінювання капіталізації вартості та порядку емісії фінансових активів. Йдеться про становлення спеціалізованих фінансових інституцій, наявність мережі біржової торгівлі цінними паперами, розвиток сфер оціночної та страхової діяльності, різноманітних видів фінансових активів та ін. Поки що для розвитку повноцінного фінансового ринку в Україні не створені належні інституційні передумови, що породжує високі ризики та невизначеність для його функціонування.

¹ Зимовець В. В. Акумуляція фінансових ресурсів та економічний розвиток. — К.: Ін-т економіки НАНУ, 2003. — С. 141.

Український фінансовий ринок не характеризується достатньою кількістю довгострокових і надійних фінансових інструментів.

Формування фінансового ринку об'єктивно зумовлене наявністю в економіці приватних власників, які користуються реальною фінансово-господарською самостійністю. Лише такі незалежні економічні відособлені власники здатні укладати на фінансовому ринку торгові угоди, пред'являючи попит на фінансові активи й спрямовуючи їх на ефективне інвестування. Отже, формування фінансового ринку передбачає наявність відповідних інституціональних перед-умов, вимагає розробки певних нормативно-правових документів, що регламентують діяльність самого ринку і його контрагентів.

У цьому сенсі вирішальне значення має забезпечення права власності. Власник, невпевнений у недоторканності своєї власності, буде побоюватися обмеження свого права на неї й не зможе використовувати на повну силу власний фінансовий потенціал¹. Тому необхідними є наявність законодавства, що забезпечує право власності в економіці України й на фінансовому ринку.

В Україні, з погляду передумов створення фінансового ринку на початку 90-х років XX ст., можна зазначити такі особливості відносин власності: наявність в економіці диверсифікованих промислових підприємств, які об'єктивно вимагали перетворення відносин власності; стихійний процес акціонування вітчизняних підприємств, що по суті, почався в країні ще наприкінці 80-х років XX ст.

Наслідки становлення фінансового ринку в Україні підтверджують важливість проблеми захисту прав приватної власності для функціонування ринкової економіки. Забезпечення прав власника — це основа ринку й ринкових відносин. Приватизація формально створила в українській економіці приватну власність, але при цьому не були знайдені механізми, що забезпечували б захист прав приватного власника та інвестора. Це призвело до суттєвого збільшення трансакційних витрат на фінансовому ринку.

В українській економіці, у якій слабо визначені (специфіковані) права власності, особливо значною є питома вага трасакційних витрат. Нерозвинуті правові засади ринкових відносин створюють сприятливі умови для обману,

¹ Див., наприклад: Тамбовцев В. Улучшение защиты прав собственности — неиспользуемый резерв экономического роста России // Вопр. экономики. — 2006. — № 1. — С. 22—38.

злодійництва, перекручення інформації про реальну вартість та якість фінансових активів. Отже, у трансформаційних економіках проблема зменшення трансакційних витрат є надзвичайно актуальною. Це пов'язано з подальшим удосконаленням юридичних норм, зміцненням етичного фундаменту — чесності та відповідальності ринкових суб'єктів, ідеології консенсусу між ними.

Формування фінансового ринку в Україні в період ринкової трансформації, на відміну від інших складових національного ринку, розпочиналося майже з нуля. Незважаючи на це, вдалося створити як самий ринок, так і необхідну для його функціонування інфраструктуру. Безумовно, поки що вітчизняний фінансовий ринок дуже обмежений і малопотужний, але він постійно розвивається, а його роль зростає. У вітчизняних підприємств реального сектора економіки з'являється новий канал фінансування, незалежний від банківських кредитів. Йдеться про можливість запозичення грошей на відкритому ринку за каналами небанківських фінансових інституцій.

Аналіз сучасного економічного розвитку України свідчить про те, що процес ринкових трансформацій ще далекий від завершення. Формально, у вітчизняній економіці існують усі форми ринкових відносин, але вони не стали ще ефективними. Залишається потенційна загроза відновлення трансформаційної кризи. Значною мірою ця загроза стосується фінансової системи України. Фінансовий ринок в Україні дуже повільно перетворюється на дієвий механізм мобілізації капіталів, необхідних для розвитку суспільного виробництва в розширених масштабах, фінансування процесу відтворення на якісно новій основі.

В Україні склалася ситуація, коли переважна більшість підприємств потребує надходження фінансових ресурсів для забезпечення своєї господарської діяльності. Для вирішення цього питання їм необхідні кошти, які можуть бути залучені для здійснення інвестування через фінансовий ринок. Попит на фінансовому ринку створюється насамперед акціонерними підприємствами, яким не вистачає власного капіталу для фінансування інвестицій. Основне інституціональне призначення фінансового ринку в Україні зображено на рис. 2.5.

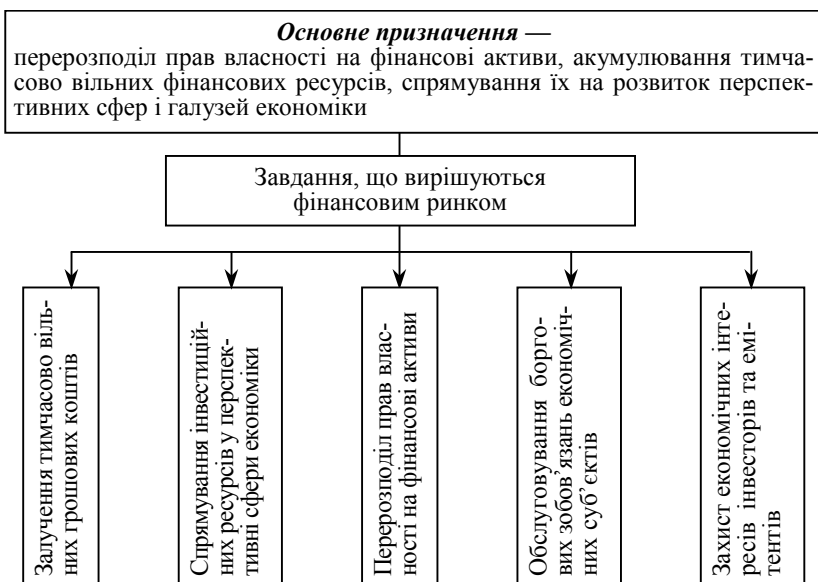


Рис. 2.5. Інституціональне призначення фінансового ринка

Фінансовий ринок в інституціональному плані виконує завдання фінансового посередництва. До фінансового посередництва в широкому сенсі належить будь-яка діяльність на фінансовому ринку, пов'язана зі здійсненням фінансових операцій. В економічній літературі утвердився підхід, згідно з яким під фінансовими посередниками розуміють спеціальні інститути ринку, що обслуговують переміщення фінансових активів з використанням фінансових інструментів з фінансованою та/чи плаваючою доходністю¹.

Фінансовий ринок є найбільш динамічним сектором економіки, реагуючи з певним часовим лагом на весь спектр соціально-економічних процесів. Коли фінансовий ринок досягає достатньо високого рівня розвитку, він починає повною мірою виявляти свої інституційні можливості.

Основною метою розвитку фінансового ринку в сучасних умовах є формування ефективного інституційного механізму залучення й перерозподілу капіталу в економіці, що стимулює розвиток відносин власності та сприяє інвестиційній активності. Для цього фінансовий ринок повинний бути ефективним, тобто

¹ Корнєєв В. В. Фінансові посередники як інститути розвитку. — К.: Основи, 2007. — С. 13—14.

забезпечувати інвесторам прийнятний рівень ризику й низькі трансакційні витрати.

На фінансовому ринку обертаються фінансові активи, які безпосередньо пов'язані із заощадженнями, тобто грошовими коштами, які тимчасово вивільняються в процесі виробництва і обігу. Отже, головна функція фінансового ринку полягає в тому, щоб заощадження були інвестовані в фінансові активи. Завданням фінансового ринку є перетворення заощаджень в інвестиції, зниження ступеня інвестиційного ризику, а також реалізація механізму забезпечення процесу нагромадження, мобілізації й переливу капіталу з метою його розширеного відтворення.

Сучасний український фінансовий ринок поки що переважно виконує інші функції — вирішення проблеми неплатежів (вексельний обіг) і формування, а також перерозподіл власності в процесі приватизації. Основна ж функція — формування ефективних власників та інвесторів на основі мобілізації фінансових ресурсів — реалізується вкрай обмежено.

Значна частина проблем, з якими сьогодні стикається Україна на шляху формування інститутів фінансового ринку, зумовлена відсутністю в суспільстві культурно-історичного досвіду розвитку ринкового середовища. Створення більшості ринкових інститутів у пострадянській економіці України не було викликано об'єктивною необхідністю її розвитку, а стало результатом директивних зусиль нової демократичної влади. Водночас розвиток тіньових відносин радикально переорієнтував фінансові інтереси (насамперед банківського сектора), що мало дуже серйозні негативні макроекономічні, інституціональні та соціальні наслідки. Слід погодитися з В. Зимовцем у тому, що сьогодні для України постановка проблеми вибору адекватної моделі фінансового ринку (англо-американської, європейської чи змішаної) є неконструктивною й передчасною¹. Лише майбутня еволюція фінансового ринку визначить його місце в інституціональній організації української економіки. Питання форми або структури фінансового ринку не є важливим, проте сутність і місце цього ринку в системі економічних відносин мають бути чітко визначені вже сьогодні.

Вирішальне значення для становлення й функціонування українського фінансового ринку має зростання кількості корпоративних цінних паперів (акцій та облігацій) акціонерних

¹ Зимовець В. Місце фінансового сектора в сучасних концепціях інституціональної організації економіки // Економіка України. — 2004. — № 11. — С. 26.

підприємств. У цьому зв'язку через фінансовий ринок здійснюється як перерозподіл власності, так і реальне залучення капіталів у виробництво¹. Таким чином, більш глибоким та інтенсивним стає використання фінансових ресурсів, що створюються в економіці. У зв'язку з наростанням кількості фінансових активів стає можливим залучення в економіку іноземних інвестицій. Відповідно, через фінансовий ринок розв'язується питання більш справедливого оцінювання вартості українських підприємств, ринкового підвищення їх капіталізації, подолання недооцінки вітчизняного капіталу. Крім того, зі зростанням кількості фінансових активів та їх диференціації здійснюється більш симетричний розподіл ризиків та інформації в економіці. І нарешті, через фінансовий ринок частково вирішується така важлива інституціональна проблема, як зниження загальних трансакційних витрат в економіці.

Таким чином, основне завдання функціонування фінансового ринку полягає в тому, щоб сформувати інституціональний механізм для залучення в економіку інвестицій шляхом оптимізації відносин між тими, хто відчуває потребу в додаткових коштах, і тими, хто хоче інвестувати надлишковий дохід.

Головним питанням при цьому стає забезпечення гнучкого міжгалузевого перерозподілу фінансових активів, максимально можливого залучення національних та іноземних інвестицій на українські підприємства, формування необхідних умов для стимулювання нагромадження й трансформації заощаджень в інвестиції. Механізм функціонування фінансового ринку забезпечує ефективне виявлення обсягу та структури попиту на окремі фінансові активи та своєчасне його задоволення для всіх категорій споживачів, які мають потребу в залученні капіталу із зовнішніх джерел. Тим самим забезпечується формування інституту ефективної власності, що сприяє дієвому використанню матеріальних, трудових і фінансових ресурсів економіки.

Американські економісти Р. Мертон і З. Боді виокремили так зване міжособове переміщення ресурсів (interpersonal resource

¹ Див., наприклад: *Архип'єєв С. І.* Трансакційний сектор економіки України. — Харків: ХФ НІСД, 2003. — С. 20—21.

transfer), під яким розуміють перехід права власності на фінансові ресурси до інших осіб на умовах відмінних від умов запозичення¹.

Важливим інституційним чинником становлення фінансового ринку є поглиблення його сегментації. Сегментація фінансового ринку — це класифікація потенційних споживачів фінансових активів і послуг згідно з їхніми вимогами. Сегментація ґрунтується на застосуванні різних критеріїв поділу споживачів на групи, що представляють різний за якістю й обсягом попит на окремі види фінансових активів (послуг). За І. О. Бланком, сегментація фінансового ринку — це процес цілеспрямованого поділу його видів на індивідуальні сегменти, які розрізняються залежно від характеру фінансових інструментів, що обертаються на ньому². Кожен сегмент фінансового ринку, залежно від того чи іншого критерію, може бути поділений на більш вузькі підсегменти.

Слід бачити, що в умовах високої мобільності фінансових активів, виникає можливість відриву, відособлення їх руху від процесів, що протікають на ринках конкретних інвестиційних товарів. Це — «плата» за мобільність фінансового механізму переливу ресурсів. Відособлення фінансового ринку від ринків інвестиційних товарів є процесом закономірним, є зовнішнім вираженням прогностичного характеру попиту та пропозиції на фінансові активи, зумовленого очікуванням інвесторів та емітентів на зміни ринкової кон'юнктури.

Загалом наявне інституціональне середовище в умовах ринкової трансформації в Україні не є надійним підґрунтям для ефективного розвитку фінансового ринку.

2.4. Інституціональні особливості розвитку фінансового ринку в Україні

Щодо проблеми, які розглядається в цьому підрозділі, найбільший інтерес представляє з'ясування двох питань: по-перше, чи завершилось уже становлення українського фінансового ринку, насамперед з огляду на високий рівень розвитку сучасних фінансових ринків; по-друге, чи має в своєму розпорядженні український фінансовий ринок необхідні фінансові ресурси для

¹ Див.: Merton R. Bodie Z/A/ Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment // The global financial system: a functional perspective. — Boston: Harvard Business School Press, 1995. — Р. 12.

² Див.: Бланк І. А. Основы финансового менеджмента. — Т. 1 — К.: Ника-Центр, Ельга, 1999. — С. 191.

того, щоб реально забезпечити зростання національної економіки? Відповідь на ці питання й дасть можливість оцінити особливості розвитку¹ фінансового ринку в Україні та досягнути в цьому процесі результати.

Можна виокремити дві групи інституційних чинників, які суттєво впливають на розвиток фінансового ринку в країнах з трансформаційною економікою. По-перше, це дуже низький рівень розвитку самого фінансового ринку. Нерозвинений фінансовий ринок не лише не дає змоги ринковим суб'єктам адекватно реагувати на економічні сигнали щодо переваг і вад утримання фінансових активів, а й не забезпечує достатній прояв цих сигналів на ринку. По-друге, це існування значного тіньового (неофіційного) сектора економіки та фінансового ринку. Для обслуговування тіньового сектора ринкові суб'єкти із сукупності фінансових інструментів активно використовують готівку та іноземну валюту.

Система інститутів, що визначає зміст українського фінансового ринку, зумовлює неефективні форми взаємодії фінансового та нефінансового секторів економіки². Інституційна система фінансового ринку в Україні не виконує цілу низку функцій, важливих з погляду встановлення та гарантій прав власності. Гальмом розвитку вітчизняного фінансового ринку є також нерозвиненість його інституційної інфраструктури.

У світовій практиці історично склалося кілька моделей розвитку фінансового ринку. Широко відомою є американська модель організації фінансового ринку. У США інвестиційні фінансові інститути були відокремлені від традиційного банківського бізнесу, а банки з 30-х років XX ст. не мали права здійснювати інвестиції в цінні папери корпорацій, тобто були відособлені від інвестиційного бізнесу. Особливо вагомою в США є роль пенсійних фондів і страхових компаній, які концентрують великі фінансові ресурси. Інша модель розвитку фінансового ринку — німецька, відповідно до якої фінансовий ринок розвивається під контролем банків, які є не найважливішими професійними учасниками ринку.

¹ Розвиток — вищий тип руху і змін, пов'язаний із переходом від однієї якості, стану до іншої, від старого до нового (Див.: Новая философская энциклопедия: В 4 т. — Т. 3. — М.: Мысль, 2001. — С. 397.)

² Кузьминов Я., Радиев В. Яковлев А., Ясин Е. Институты: от заимствования к выращиванию (опыт российских реформ и возможности культивирования институциональных изменений) // Вопр. экономики. — 2005. — № 5. — С. 5—27.

В Україні ще не сформувалась стійка система організації фінансового ринку. Вважаємо, що сьогодні для нашої держави найбільш прийнятною є проміжна модель фінансового ринку. Слід підкреслити, що американська модель у самих США завжди піддавалися серйозній критиці. Досвід функціонування фінансового ринку у США показав, що наявність бар'єрів, які розмежовують за видами діяльності банки та інші фінансові інститути, гальмує процес концентрації фінансового капіталу та знижує ефективність функціонування фінансового ринку загалом.

Питання становлення й розвитку фінансового ринку стало на порядок денний з перших років незалежності України, про що свідчить ціла низка законодавчих актів, прийнятих на початку 90-х років: «Про цінні папери і фондову біржу» (1991 р.), «Про господарські товариства» (1991 р.), «Про приватизацію державного майна» (1992 р.), «Про приватизаційні папери» (1992 р.). У 1991 р. був створений перший організатор торгівлі цінними паперами — Українська фондова біржа, з 1994 р. діє Указ Президента України «Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії». На підставі Указу Президента України від 12 червня 1995 р. №446 «Про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку» було створено ДКЦПФР — державний орган з регулювання та координації розвитку фондового ринку. У 1995 р. Верховна Рада України схвалила Концепцію функціонування та розвитку фондового ринку України.

Нині в законодавчому плані функціонування фінансового ринку в Україні регламентується насамперед Законом «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» (№ 2664-III від 12.07.2001 р.). Під ринками фінансових послуг у цьому законодавчому акті розуміють сферу діяльності учасників цих ринків з метою надання та споживання певних фінансових послуг. До ринків фінансових послуг належать професійні послуги на всіх ринках, що забезпечують обіг фінансових активів. Проте ще багато проблем розвитку фінансового ринку ще й дотепер не знайшли відображення в нормах чинного законодавства України.

Розвиток фінансового ринку в Україні відбувався доволі своєрідно. Якщо в розвинутих країнах фінансовий ринок був результатом тривалого історико-еволюційного розвитку національного капіталу загалом, результатом поступових змін в економіці та економічних відносинах, то фінансовий ринок в

Україні виник у доволі стислий термін на основі процесу прискореної приватизації та роздержавлення власності. Така особливість розвитку фінансового ринку в нашій державі зумовила істотну специфіку його організації, а також взаємодії з фінансовими ринками інших країн. По суті, український фінансовий ринок сформувався як високоспекулятивний, непрозорий, немасовий, низьколіквідний і маломісткий, із суб'єктами, представленими переважно професійними спекулятивними гравцями, за майже повної відсутності стратегічних інвесторів. Надмірно великі обсяги спекулятивних фінансових операцій призвели до відтоку капіталу з виробничої сфери економіки.

Доволі поширеною є думка, що фінансовий ринок в Україні скомпрометував себе ще на етапі первісного становлення й подальший його розвиток неможливий через втрату довіри до нього інвесторів. Справді нині вітчизняні інвестори відмовляють у довірі більшості діючим на українському ринку фінансовим інституціям. В Україні у процесі масштабної приватизації емітентами стали компанії, які не були готові до роботи із зовнішніми інвесторами й залученими коштами. Фінансовий ринок їм був потрібен лише для напівтіньового перерозподілу власності, а не для залучення інвестиційних коштів. Звідси масові порушення прав акціонерів, маніпуляції з фінансовими потоками, приховування прибутку, мізерні дивіденди і як наслідок — зникнення інтересу дрібних інвесторів майже до будь-яких видів акцій.

Слід зазначити, що розвиток фінансового ринку в Україні відбувався однобічно. Так, занадто широкого розвитку набув ринок державних цінних паперів, які в середині 90-х років були одним з найнадійніших видів фінансових інвестицій.

Першим етапом у розвитку фінансового ринку в нашій країні можна вважати 1991—1994 рр.¹. Процес розвитку фінансового ринку був тоді безпосередньо пов'язаний з ринковими змінами в економіці нашої країни, насамперед з процесами приватизації. Саме приватизація зіграла першочергову роль у становленні фінансового ринку в Україні.

В умовах загальної макроекономічної нестабільності й гострих інфляційних процесів сформувався неефективний

¹ А. С. Криклій і І. С. Каракулева виділяють три етапи розвитку небанківських фінансових інститутів в Україні: 1) 1991—1995 рр.; 2) 1996—2000 рр.; 3) 2001 — дотепер (Криклій А. С., Каракулева І. С. Еволюція становлення небанківських фінансових інститутів в Україні // Фондовий ринок — 2007. — № 6. — С. 28.

фінансовий ринок, який був не в змозі ефективно й повноцінно акумулювати заощадження. Вітчизняний капітал, що формувався в ці роки, відразу втратив орієнтири інвестування в реальну економіку. За таких умов неприпустимо велику частку функцій, які в розвинутих країнах виконує фінансовий ринок, в Україні фактично перебрав на себе тіньовий сектор національної економіки.

Отже, найбільший вплив на становлення національного фінансового ринку в Україні здійснила приватизація. Проте «масова» приватизація 1990-х років не вирішила головного завдання — надходження капіталу (інвестицій) на приватизовані підприємства та формування ефективного власника. Безумовно, сертифікатна приватизація значною мірою структурувала власність у процесі первісного нагромадження капіталу. Однак відносини в ланцюгу «емітент-акціонер» виявилися неефективними. Зазначимо, що більшість емітентів в Україні вико-ристовувала емісію фінансових активів не з метою залучення інвестицій, а для формального перетворення форми власності, що призвело до наявності на ринку великої кількості неліквідних цінних паперів.

Фінансовий ринок в Україні як «новий» ринок мав великі можливості використання накопиченого історією досвіду інших країн. Проте цю можливість не було використано. Навпаки, усі негативні риси зарубіжного досвіду достатньо повно виявились у діяльності суб'єктів вітчизняного фінансового ринку. Неабияку роль у цьому відіграли міжнародні фінансові організації, «поради», які далеко не завжди були раціональними. Їх вплив на нерозвинені фінансові ринки країн з перехідною економікою зазвичай не є позитивним.

На початку 1990-х років українське населення втратило значну частину своїх заощаджень як внаслідок інфляції, так і діяльності злочинних фінансових (трастових) компаній (1992—1994 рр.).

Оманлива обіцянка високих відсотків, наївність більшості довіритель і шахрайство трастових компаній зумовили виникнення й швидкий крах перших вітчизняних фінансових пірамід. Кількість ошуканих псевдотрастами громадян України перевищила 18 млн¹. Під час «трастового буму» в Україні в 1993—1994 рр. довірчі товариства, використовуючи

¹ Див.: *Мозговий О.* Фондовий ринок України: сучасний стан // Урядовий кур'єр. — 2000. — 3 серп. — №140. — С. 5.

недосконалість регулятивно-правової бази, надавали послуги в різних сегментах національного ринку. Участь у сертифікатній приватизації шляхом представницького управління приватизаційними коштами населення передбачалась як основний вид трастової діяльності, однак на практиці цього не сталося.

Спекулятивний розвиток трастового бізнесу був призупинений наприкінці 1995 р., коли Верховна Рада України ухвалила Постанову №491/95-ВР «Про усунення зловживань у процесі залучення суб'єктами підприємницької діяльності грошових коштів населення». Згідно з постановою, трастам заборонялося залучати гроші населення, а також до введення в дію законопроекту «Про довірче управління майном» заборонялося державну реєстрацію нових трастових структур.

Довірчі товариства, що залишились, у другій половині 1990-х років, реалізовували угоди переважно на приватизаційному ринку з компенсаційними сертифікатами.

Високий рівень інфляції на початку 1990-х років змушував шукати порятунку від втрат фінансових активів у купівлі іноземної валюти, насамперед доларів США. Можна стверджувати, що саме валютний ринок передував в Україні ринку цінних. Подальший розвиток фінансового ринку був пов'язаний з появою на ринку приватизаційних цінних паперів. Проведення в 1993—1994 рр. приватизаційних аукціонів поклало початок формуванню ринку акцій приватизованих підприємств. Майже одночасно з'явився ринок державних цінних паперів — облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП).

Однак швидко з'ясувалося, що той фінансовий ринок, який сформувався, дуже далекий від ефективного й цивілізованого. Історія розвитку фінансового ринку в Україні пов'язана з глибокими потрясіннями, що були викликані крахами великих «пірамід», валютними та фінансовими кризами та ін. Ці потрясіння були спричинені передусім неефективною політикою держави в сфері регулювання фінансового ринку. Держава не змогла поєднати процеси, що відбувалися на фінансовому ринку, з реальною економікою. Державне регулювання в цей період було явно недостатнім для розвитку дієвого фінансового ринку. Банкрутство інвестиційних компаній і фондів, значні грошові та моральні втрати, які понесло населення, породило недовіру до фінансового ринку й зумовило подальший відплив вільних грошових коштів на валютний ринок.

З 1995 р. (початок другого етапу розвитку фінансового ринку в Україні) починаються спроби уряду здійснити перелив грошових коштів з валютного ринку на ринок державних цінних паперів. Це необхідно було зробити для того, щоб знайти кошти для неінфляційного фінансування дефіциту державного бюджету¹.

Високі відсоткові ставки за ОВДП витісняли з ринку прямі інвестиції, обсяг яких суттєво знизився. Негативна роль штучної надекспансії сектора ОВДП у структурі боргових зобов'язань поглиблювалася незадовільними темпами приватизації й розбалансованістю фіскальної політики держави. Фінансові ресурси виявилися відірваними від реального сектора й оберталися або в межах ринку ОВДП, або в замкнених напівтіньових схемах фінансів підприємств-експортерів.

Штучний «розквіт» фінансового сектора на тлі пригнічення реальної економіки міг бути тривалим. Дорогі й короткострокові внутрішні запозичення спричинили появу піраміди ОВДП, коли значна частина нових надходжень спрямовувалася на погашення попередніх випусків облігацій. У 1998 р. відбувся закономірний крах ринку державних цінних паперів — піраміди ОВДП, обороти якої становили 85—90 % усього українського фінансового ринку середини 90-х років. Наприкінці серпня 1998 р. Міністерство фінансів України для вирішення проблеми обслуговування державного боргу запропонувало в «добровільному» порядку обмін ОВДП: для резидентів — на конверсійні ОВДП, для нерезидентів — на євробонди. Спекулятивно-ажіотажний бум розвитку боргового ринку і його наступний крах спричинили гальмівний вплив на подальший розвиток українського фінансового ринку.

Жорстка боротьба з інфляцією в середині 1990-х років шляхом обмеження грошової маси призвела до нестачі грошових коштів в економіці. Монетизація економіки (МЗ/ВВП) різко зменшилась. Унаслідок непродуманої фінансової політики все більша кількість підприємств йшла в «тіньову» економіку. За цих умов фінансовий ринок стали активно використовувати для «відмивання» тіньових доходів. Цьому сприяв швидкий термін обігу фінансових ресурсів і

¹ Див., наприклад: Питання функціонування та вдосконалення інфраструктури фондового ринку України. Інформаційно-аналітичні матеріали. — К.: Центр наукових досліджень НБУ, 2005. — С. 53—57.

повернення грошей. Відбулося поглиблення макродиспропорцій між фінансовим і реальним секторами української економіки. «Виснаження» фінансових ресурсів стало наслідком загального дефіциту грошових коштів в економіці і передусім у її реальному секторі.

З кінця 1990-х років розвиток фінансового ринку в Україні набув нової якості, що було пов'язано насамперед з переходом від «паперової» до грошової приватизації (початок третього етапу). Таким чином створювались умови для активізації як первинного, так і вторинного секторів вітчизняного фінансового ринку. Грошові кошти, які нагромаджувались у передприватизаційний період, використовувались їхніми власниками для купівлі пакетів акцій, що активізувало вторинний ринок. На жаль, одним з наслідків економічної кризи та інфляції початку 1990-х років стало значне здешевлення вартості українських підприємств, їх недокапіталізація.

Емісія цінних паперів та їх розміщення на фінансовому ринку з метою нагромадження акціонерного капіталу, необхідного для розвитку виробництва, нашоухується в Україні на звичну недовіру потенціальних інвесторів. Виникає замкнуте коло. З одного боку, без залучення додаткових капіталів і забезпечення фінансової підтримки розвитку підприємств неможливо підвищити інвестиційну привабливість їхніх цінних паперів. З іншого боку, ринкові якості цих цінних паперів та їх надійність для інвесторів поки що залишаються доволі сумнівні й не можуть бути важливою основою залучення емітентами додаткових фінансових ресурсів.

Значущою є роль банків на українському фінансовому ринку. Це підтверджується насамперед тим, що саме банки безпосередньо оперують грошима як найбільш ліквідними фінансовими активами. О. В. Дзюблюк писав, що «в системі установ інфраструктури фінансового ринку головна роль належить банкам як інститутам, через які проходить рух основної частини грошових ресурсів»¹.

Завдяки банкам взаємозв'язок і взаємозумовленість різних сегментів фінансового ринку посилюється². На початку 2000-х рр. українські банки істотно зміцнили свої позиції на вітчизняному фінансовому ринку (табл. 2.3).

¹ Дзюблюк О. В. Організація грошово-кредитних відносин суспільства в умовах ринкового реформування економіки. — К.: Поліграфкнига, 2000. — С. 41.

² Див.: Опарін В. Фінансова система України (теоретико-методологічні аспекти). — К.: КНЕУ, 2005. — С. 155—162.

Таблиця 2.3

РОЗВИТОК БАНКІВСЬКОЇ СИСТЕМИ УКРАЇНИ (2000—2006 рр.)

Показник	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Кількість банків на кінець року за реєстром НБУ	195	189	182	179	181	186	193
Кількість зареєстрованих упродовж року банків	1	3	5	5	6	5	
Кількість ліквідованих протягом року банків	9	9	12	8	4		
Структура банківської системи: а) за формами власності							
— акціонерні, усього	136	135	136	133	132	133	134
зокрема: відкриті	98	94	94	94	92	92	91
закриті	38	41	42	39	40	41	43
— товариства з обмеженою відповідальністю	17	17	20	25	28	32	35
б) за розмірами сплачено статутного капіталу (діючі банки), млн євро							
— до 3	×	38	42	31	17	3	3
— від 3 до 5	×	54	55	63	62	28	21
— від 5 до 10	×	37	37	36	47	84	72
— від 10 до 20	×	16	16	17	22	20	28
— понад 20	×	8	7	10	12	28	45

* Бюллетень Національного банку України. — 2007. — № 2. — С. 180, 185, 186.

Особливо позитивно слід оцінити поліпшення структури банківської системи за розмірами оплаченого статутного капіталу банків: скорочується кількість банків з капіталом до 3 млн євро (з 38 у 2001 до 3 — у 2006 р.) і збільшується кількість банків з капіталом понад 20 млн євро (з 8 у 2001 до 45 — у 2006 р.).

Позиційно банки, по суті, зайняли нішу інвестиційних фондів і компаній, діяльність яких під кінець сертифікатної приватизації була істотно обмеженою.

В українській економіці посилюється тенденція до об'єднання банківського й промислового капіталів. Йдеться про фінансово-промислові групи або фінансові холдингові компанії, тобто про материнські компанії, яким належать підприємства, інвестиційні та страхові фірми, кредитно-фінансові установи й інші організації, що функціонують у вигляді дочірніх її підприємств. Однак формування фінансово-промислових груп,

що сьогодні є одним з найефективніших інвестиційних механізмів, стикається в Україні зі значними труднощами. Основне призначення фінансово-промислових груп (ФПГ) — об'єднання фінансових і виробничих компаній. На жаль, в Україні консолідація виробничо-фінансових можливостей і ресурсів дуже часто пов'язана з розвитком тіньових відносин.

У конкуренції між банками й небанківськими інституціями на вітчизняному фінансовому ринку при обслуговуванні клієнтів перемагають переважно перші. У деяких випадках сторони доходять згоди шляхом взаємної реорганізації. Так, можна вказати на об'єднання інтересів інвестиційної компанії «Альфа-капітал» і «Київінвестбанку», унаслідок чого було створено «Альфа-банк». Заснування холдингової компанії «ТАС» визначило спільні бізнесові перспективи двох банків, двох страхових компаній і двох машинобудівних підприємств. Спільний фінансовий продукт пропагували банк «Фінанси і кредит» з АСК «Омета» і «Скайд-Вест» при депонуванні коштів вкладників банку.

Посилюється інтерес банків до таких сфер, як корпоративна власність, інвестиційний ринок і страхування. Звичною практикою стала безпосередня або опосередкована участь банківського капіталу в побудові розгалуженої мережі взаємозв'язаних посередницьких фінансових структур. При цьому зростають можливості банків щодо фінансового контролю за рухом капіталів.

Однак процес інтегрування структур фінансового ринку під проводом банків відбувається в економіці України дуже неоднозначно. Вітчизняна банківська система є недокапіталізованою — власні кошти банків становлять незначну суму. На наш погляд, сьогодні саме проблема капіталізації українських банків стала найголовнішою з погляду перспектив розвитку фінансового ринку. Підвищення капіталізації банків пов'язано з емісією ними своїх акцій. А це спричиняє необхідність забезпечення захисту прав акціонерів, що придбають ці акції, й протидію приходу несумлінних акціонерів, які зацікавлені лише в реалізації своїх вузькогрупових або навіть фіктивно-тіньових інтересів, що загрожуватиме стійкості банківської системи загалом.

До активної участі банків в операціях на фінансовому ринку спонукає зрушення попиту на послуги банків з трансформації депозитів у кредити. Причиною цього є зростаюча сек'юритизація, яка являє собою продаж позик, що оформлені як цінні папери.

Сек'юритизація мірою її розвитку може привести до перерозподілу фінансових ресурсів між комерційними та інвестиційними банками на користь останніх як сек'юритизаторів активів. У цьому зв'язку можна говорити про посилення впливу банків на розподіл інвестиційних ресурсів за одночасної зміни механізмів такого впливу.

По суті, «в'яле» протікання третього етапу розвитку фінансового ринку в Україні продовжується й донині.

В умовах цього етапу розвитку вітчизняного фінансового ринку першочергового значення набувають заходи із забезпечення прозорості фінансового ринку, поглиблення захисту прав інвесторів, підвищення ефективності важелів державного регулювання ринку, забезпечення необхідного інфраструктурного середовища та ін.

Розвиток інфраструктури йде паралельно з розвитком самого ринку, зі зростанням обсягів обороту на ньому. Якщо місткість ринку мала, утримання інфраструктури обходиться дорого, її розвиток залишається на низькому рівні. Термін «інфраструктура» вперше був використаний на початку XX ст. в економічній науці для визначення об'єктів і споруд, що забезпечували нормальну діяльність збройних сил. У 40-ві роки на Заході під інфраструктурою стали розуміти сукупність галузей, що сприяють нормальному функціонуванню економіки. Щодо ринку (ринкової економіки) інфраструктура є сукупністю організаційно-правових та економічних форм, які пов'язують ринкові відносини та ринок як інститут в одне ціле¹. «Інфраструктура ринку може бути визначена як комплекс інститутів, що забезпечує нормальне, безперервне функціонування ринку, виконуючи функції посередників або беручи на себе вирішення допоміжних завдань товарно-грошового кругообігу між суб'єктами ринку»².

Під інфраструктурою фінансового ринку зазвичай розуміють сукупність фінансових технологій, які використовуються на ринку для укладення й виконання угод; ринкова інфраструктура матеріалізується в різних засобах, інституціях (організаціях), нормах і правилах. Фінансовий ринок не може функціонувати без допоміжних інституцій. Їх сукупність й утворює інфраструктуру ринку. Отже, інфраструктура фінансового ринку — це комплекс установ і підприємств, що обслуговують безпосередніх його

¹ Грунтовний аналіз інституціонального змісту ринкової інфраструктури, див.: *Ткач А.А.* Інституціональні основи ринкової інфраструктури. — К.: НАН України. Об'єднаний ін-т економіки, 2005. — С. 72—90.

² *Самуельсон П., Нордхаус В.* Економіка. — М., 1997. — С. 264.

учасників з метою підвищення ефективності здійснюваних ними операцій¹.

На думку автора, можна виокремити два основні завдання інфраструктури фінансового ринку: управління фінансовими ризиками та зниження вартості проведення фінансових операцій.

Роль інфраструктури в управлінні фінансовими ризиками полягає в тому, щоб: відокремити різні види ризику, визначати відповідального за реалізацію певного ризику, реалізувати відповідальність учасників за завданні ними збитки. Зниження вартості фінансових операцій досягається за рахунок стандартизації операцій і документів, концентрації операцій у спеціалізованих структурах, застосування нових технологій, зокрема інформаційних.

Потреба формування інституцій інфраструктури фінансового ринку загострилася в період, коли в Україні почалася масова приватизація державних підприємств і став формуватись вторинний ринок цінних паперів. Виникла необхідність захищати майнові права інвесторів у зв'язку з переходом прав власності на цінні папери. Створення цивілізованої інфраструктури та її ефективних інститутів забезпечує прозорість «каналів» фінансового ринку, за якими заощадження трансформуються в інвестиції, захист майнових прав інвесторів, полегшує емітентові розміщення фінансових активів.

Юридична особа, яка здійснює діяльність зі збереження цінних паперів та їх використання для обліку прав власності, називається депозитарієм (від лат. *depositum* — відкладене). Такою діяльністю може займатися й реєстратор. В Україні необхідність депозитаріїв як складової інфраструктури фінансового ринку була пов'язана з виникненням інституцій спільного інвестування, що було зумовлене приватизацією державного майна. Такі інституції мали право залучати від населення, накопичувати й зберігати кошти, приватизаційні сертифікати та цінні папери. Саме тому виникнення депозитарію, покликаного виконувати ці завдання, стало необхідністю. Депозитарій виступає в ролі особливої передатної ланки від продавця до покупця цінних паперів. Він гарантує дійсність цінних паперів, що продаються.

Початком формування сучасної структури депозитарної системи України можна вважати прийняття Закону України «Про

¹ Див.: Бланк И. А. Основы финансового менеджмента. — К.: Ника-Центр, Эльга, 1999. — Т. 1. — С.205.

національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» (1997 р.).

Початок економічного зростання з 2000 р. дав поштовх подальшому розвитку фінансового ринку в Україні, зміні його структури в напрямі збільшення частки корпоративних фінансових інструментів, припливу інвестицій у реальний сектор економіки. Дещо пожвавилася діяльність на вітчизняному фінансовому ринку. Характерною рисою цього періоду стала позитивна динаміка курсових вартостей акцій підприємств енергетичного комплексу, найбільших підприємств металургійної, нафтопереробної та хімічної промисловості. У травні 1999 р. було створено Національний депозитарій України у формі відкритого акціонерного товариства з метою формування єдиної системи депозитарного обліку та обслуговування обігу цінних паперів.

Первинний ринок акцій в Україні з початку 2000-х років демонстрував тенденцію до збільшення обсягів емісій. Спостерігався й розвиток вторинного ринку акцій¹. Однак вторинний ринок усе ще залишається за обсягами надто незначним щодо первинного й тому не може задовольнити інвестиційний попит.

Український ринок акцій в Україні є організований фінансовий ринок і навпаки, надмірно широким — неорганізований ринок.

Організований (біржовий) ринок представлений системою фондових і валютних бірж; на неорганізованому (позабіржовому) ринку здійснюються купівля-продаж фінансових інструментів і послуг, угоди за якими не реєструються на біржі.

У цей період на вітчизняному ринку корпоративних цінних паперів посилили свої позиції українські банки. Вони почали активно скуповувати потенційно ліквідні акції на вторинному фінансовому ринку, зокрема й дрібні пакети акцій у населення. Ринкова агресивність банків орієнтується на забезпечення контролю над структурою акціонерної власності наявних і перспективних клієнтів-позичальників.

Поки що в Україні відсутній повноцінний страховий ринок. Майже не працює так званий пенсійний ринок з недержавними пенсійними фондами. Є ще одне джерело залучення коштів на вітчизняний фінансовий ринок — це іноземний інвестор. Проте той рівень прозорості економіки й корпоративного управління, який

¹ Українська приватизація: плюси і мінуси / Під ред. О. Й. Пасхавера. — К.: Альтерпрес, 2001. — С. 100.

існує в країні, не сприяє сталому зацікавленню іноземних інвесторів у вкладанні коштів у вітчизняну економіку.

Несприятливим фактором розвитку українського фінансового ринку залишається недокапіталізація вітчизняних акціонерних підприємств. На 1 січня 2006 р. жодна українська компанія не мала капіталізацію понад 10 млрд дол. Це дуже низький показник.

Неврегульованість відносин власності, постійна боротьба за контроль над підприємствами перешкоджають їх виходу з цінними паперами на організований фінансовий ринок. Більш як 90% емісій акцій в Україні не пов'язано з залученням нового капіталу. Зберігається вигідний нинішнім неефективним власникам розрив між малими обсягами акціонерного капіталу й потребами в масштабних додаткових капіталах¹. Обмежена місткість і ліквідність українського фінансового ринку, на якому обертається незначна частина акціонерного капіталу, стала результатом грубих прорахунків держави в період прискореної приватизації. У той час фактично не бралось до уваги, що майбутній розвиток української економіки потребуватиме значних приватних інвестицій. Фінансовий ринок в Україні створювався й розвивався під гаслом якнайшвидшого роздержавлення власності. Водночас завдання раціонального розподілу й ефективного управління власністю, по суті, й не ставилося.

Рівень ризиків на українському фінансовому ринку завжди був і є надзвичайно високий, що зумовлено слабкістю законодавчої та нормативної бази, недостатнім розвитком інституційних механізмів регулювання й відсутністю завершеної державної системи захисту прав та інтересів інвесторів, особливо дрібних². Створення компенсаційних механізмів зниження ризиків сприяло б відновленню довіри інвесторів до фінансового ринку, дало б змогу збільшити приплив капіталу на цей ринок.

На жаль, поки що в Україні рівень доступу інвесторів до інформації щодо стану фінансового ринку та окремих його сегментів невисокий. Практично закритою для пересічного інвестора є інформація, яка його цікавить потенційно, зокрема про ринкову ціну фінансових активів, прибутковість професійних учасників ринку та розміри винагород керівництва акціонерних

¹ Див.: Економіка України: стратегія і політика довгострокового розвитку / За ред. акад. НАН України В. М. Гейця. — К.: Ін-т екон. прогноз., Фенікс, 2003. — С. 577.

² Про невизначеність у сфері прав власності у трансформаційній економіці див.: Радьгін А., Энцов Р. Институциональные компоненты экономического роста // Вопр. экономики. — 2005. — № 11. — С. 21—22.

товариств. Крім того, ускладнений доступ до інформації щодо результатів діяльності фінансових установ та ін.

Однією з причин недооцінювання вітчизняних фінансових активів є інфраструктурні ризики, за наявності яких інвестор хоче отримати винагороду за ризики, пов'язані з ненадійністю й непрозорістю інфраструктурних інституцій. Вирішення цієї проблеми має важливе значення для підвищення інвестиційної привабливості українського фінансового ринку загалом.

Для прикладу здійснимо стислий ретроспективний аналіз становлення такого сегмента фінансового ринку, як ринок страхових послуг.

До 1990 р. страхування в Україні було побудоване на засадах державної монополії. Лише держава могла здійснювати операції зі страхування й давати гарантовані зобов'язання з відшкодування збитку, якого зазнали організації чи громадяни внаслідок стихійного лиха чи нещасного випадку. Усі страхові операції проводилися Держстрахом СРСР, що здійснював свою роботу на засадах господарського розрахунку.

З розвитком ринкових відносин в Україні з'явилася можливість відмовитися від монополії держави в страховій справі. Страхування почали здійснювати різноманітні недержавні страхові компанії, які одержали ліцензії на проведення страхових операцій. Страхування в міру розвитку ринкової економіки стало сферою комерційної діяльності, але багато страхових компаній не мають й нині чіткої спеціалізації за напрямками страхування.

Таблиця 2.4

**ДИНАМІКА ПОКАЗНИКІВ РОЗВИТКУ СТРАХОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ В
1995—2005 рр., млн грн**

Показники	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Надходження страхових платежів	168,9	1738,3	2472,5	3757,3	7338,7	12 844,8	8072,5
Виплати страхових сум і страхових відшкодувань	116,5	396,6	405,0	523,1	847,5	1387,8	1459,1

* Статистичний щорічник України за 2000 рік. — К.: Техніка, 2001. — С. 59; Статистичний щорічник України за 2005 рік. — К.: Консультант, 2006. — С. 56.

Як свідчать дані таблиці 2.4, у 1995—2005 рр. страхові платежі в Україні зросли у 47,8 разу, а виплати страхових сум і страхових відшкодувань — відповідно у 12,5 разу; проте суттєво зросла різниця між надходженням страхових платежів та виплати страхових сум і страхових відшкодувань.

Зауважимо, що реальне зростання ринку страхування в Україні є меншим тому, що значна частина сплачених платежів припадає на фінансове перестраховування, а також схеми оптимізації оподаткування. Страхові послуги активно використовуються тіньовим капіталом. Дуже часто страхові компанії створюються в складі промислово-фінансових груп, де такий страховик продає своєму акціонеру страховий поліс на велику суму страхових платежів для страхування неіснуючого ризику. Страховик також часто використовує перестраховування для вивезення капіталу за кордон з метою зменшення податку на прибуток підприємств.

Страховий ринок України вже нині доволі різноманітний за складом страховиків і видами пропонованих послуг. З-поміж 405 зареєстрованих страхових компаній на початок 2006 р. 15 становлять групу лідерів, які забезпечують понад 80 % місткості ринку страхових послуг. Перелік пропонованих послуг включає добровільне страхування життя, майнове, медичне, страхування відповідальності, запобігання фінансовим ризикам та ін. Проте обсяг послуг вітчизняного страхового ринку ще й досі дуже малий — лише, всього 3,02 % страхових премій від ВВП¹.

Безумовно, позитивним є те, що розвиток страхового ринку України характеризується зростанням кількості страхових компаній, розвитком різних форм добровільного та обов'язкового страхування, формуванням страховиками свого інвестиційного потенціалу. Разом з тим страхування поки що не задовольняє потреби суб'єктів господарювання й населення в страховому захисті.

Незважаючи на позитивні зрушення, що мали місце впродовж останніх років, стан розвитку ринку страхових послуг України не відповідає стану розвитку аналогічного ринку ні розвинутих західних країн, ні більшості колишніх соціалістичних країн Східної та Центральної Європи².

Дослідження процесу розвитку українського фінансового ринку вказує як на наявність традиційних проблем ринків, що формуються й розвиваються, так і на особливості, пов'язані з переходом від планово-директивної до ринкової економіки в доволі стислий часовий проміжок.

Фінансовий ринок прийшов в Україну на зміну механізму розподільних відносин командної економіки. Його суб'єкти ще не

¹ ТОП — 100. Лучшие компании финансового сектора. — 2006. — № 1. — С. 40.

² Див.: Економіка України: стратегія і політика довгострокового розвитку / За ред. акад. НАН України В. М. Гейця. — К.: Ін-т екон. прогнозув., Фенікс, 2003. — С. 589—590.

мають достатнього професійного досвіду прозорої відкритої діяльності. Фінансові активи тут ще цілком не сформувались. Усе це призводить до суттєвої нестійкості фінансового ринку, що, своєю чергою, стримує процес соціально-економічного розвитку країни.

У сучасних умовах розвитку фінансового ринку нашої країни перспективи інтеграційної діяльності його інституцій лежать у сфері фінансування реального сектора національної економіки, розширене відтворення якого на новій інноваційній основі є першочерговим завданням.



РОЗДІЛ 3

РОЛЬ ФІНАНСОВОГО РИНКУ В ТРАНСФОРМАЦІЙНИХ ПРОЦЕСАХ СУЧАСНОЇ ЕКОНОМІКИ

Успіхи в розвитку економіки нових постсоціалістичних країн неможливі без розв'язання проблем трансформації фінансової системи, формування ефективної національної моделі фінансового ринку. В умовах ринкової економіки, коли кожний економічний суб'єкт самостійно приймає рішення про форму участі у фінансових відносинах, фінансовому ринку відводиться особлива роль. Незважаючи на те, що сьогодні в нових умовах змінюються функції держави, її головним завданням є створення належних умов для розвитку такої моделі фінансового ринку, яка б відповідала потребам розвитку національної економіки.

3.1. Теоретична модель фінансового ринку для трансформаційної економіки

Теоретична модель фінансового ринку в трансформаційній економіці має відповідати основним принципам функціонування фінансового ринку, будуватися на таких стандартах (нормативах), які спрямовані на забезпечення ефективного функціонування національного ринку на основі зменшення фінансових ризиків, їх постійного моніторингу та оцінювання фінансового потенціалу економіки. Л. М. Алексеєнко вважає, що

можна виокремити три основні віхи дослідження фінансового ринку, або рин-ку фінансового капіталу: дослідження його в абстрактній формі як висхідного пункту для розуміння процесів у їх конкретності й розмаїтості; аналіз ринку фінансового капіталу в динаміці (русі та розвитку); визначення перспектив розвитку ринку з урахуванням світових політико-економічних процесів¹.

Сучасна теорія фінансового ринку пропонує різні моделі функціонування фінансового ринку, які можуть бути застосовані для умов трансформаційної економіки. Для такого аналізу розроблено низку теорій, зокрема: ліберальну, регульовану та інституціональну.

Модель фінансового ринку в умовах трансформаційної економіки наведено на рис 3.1. Вона, на нашу думку, може складатися з восьми основних блоків — концепція ринкової економіки, фінансова політика, суб'єкти фінансового ринку, норми фінансового ринку, об'єкти фінансового ринку, фінансовий ринок, принципи функціонування фінансового ринку, фінансові ризики та інститути фінансового ринку.

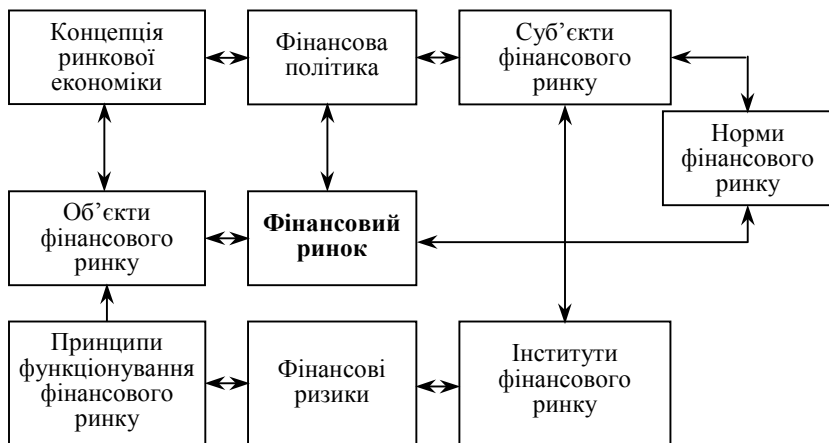


Рис 3.1. Теоретична модель фінансового ринку трансформаційної економіки

Відповідно до окресленої вище моделі фінансовий ринок функціонує з урахуванням загальних принципів фінансового управління, а також принципів, які мають певну специфічну

¹ Див.: Алексеев Л. М. Ринки фінансового капіталу: становлення, проблеми, перспективи розвитку. — К.: Максимум; Тернопіль: Економ. думка, 2004. — С. 13.

спрямованість. Сукупність відносин, що акумулюються цими принципами, дає їм змогу набути форми втілення фінансової політики держави. Вони відображають зміст політики держави щодо фінансового розвитку. Йдеться про принципи системного підходу, синергетичного ефекту, гнучкості й динамічності, узгодженості дій учасників.

Сутнісна визначеність фінансового ринку потребує використання не лише загальних, а й розробки та втілення специфічних принципів його функціонування. Усі вони взаємопов'язані між собою, й тільки їх цілісне запровадження може забезпечити успішне використання теоретичної моделі фінансового ринку. Йдеться про принципи інтеграції національної системи фінансового ринку з відповідними міжнародними системами; урахування фінансових ризиків під час функціонування та розвитку фінансового ринку; вибору форм фінансового ринку, що зумовлені характером і рівнем фінансових ризиків; прогресивності форм і методів регулювання фінансового ринку; застосування наукових досягнень, фінансових прогнозів, фінансового моніторингу, економічного обґрунтування.

Сучасні західні економісти зазвичай не мають сумнівів щодо універсальної природи фінансового ринку. Це й зумовило магістральний напрям теоретико-економічних досліджень у цій сфері на Заході: аналіз і пошук можливостей подальшого розвитку фінансового ринку шляхом оптимізації портфелів фінансових активів усіх суб'єктів економічної діяльності на основі використання різних стратегій інвестування.

Важливою характеристикою фінансового ринку в трансформаційній економіці є її велика залежність від зовнішніх впливів. З огляду на це важливого значення набуває теоретична модель світового фінансового ринку за формою «центр—периферія». Фінансові ринки «периферії» асоціюються з ринками країн, що розвиваються, а «центр» представляють розвинуті країни зі сталою фінансовою системою та передбачуваною перспективою макрофінансового розвитку.

На фінансовому ринку периферійних країн має місце значна різниця між рівнем поінформованості ринкових суб'єктів. Незважаючи на загальне поживлення інформаційних потоків, саме інформаційна асиметрія є одним з визначальних факторів у процесі розвитку сучасного фінансового ринку. За висновком Дж. Ейкерлофа, М. Спенса і Дж. Стігліца, асиметрична інформація змушує учасників ринку покладатися на випадок і, врешті-решт, призводить до неефективності самого ринку. Унаслідок

нерозвиненості ринкової інфраструктури проблема нестачі інформації є особливо актуальною для країн з трансформаційною економікою.

Сучасна економіка — це передусім фінансова ринкова економіка¹ у вигляді взаємопов'язаної та взаємозалежної системи сегментів фінансового ринку. Збільшення обсягів операцій на фінансовому ринку характеризує процес розвитку ринкової економіки, що забезпечує розширення доступу продавців і покупців фінансових активів до операцій на ринку.

У багатьох працях сучасних зарубіжних авторів теоретична модель фінансового ринку сприймається дуже прагматично й переважає суто прикладний аспект розгляду механізму його функціонування. Такий прагматичний підхід зумовлений тим, що фінансовий ринок існує в розвинених країнах упродовж тривалого часу, а його дослідження було вільне від ідеологічного навантаження.

На початку 1990-х років для української економіки була обрана стратегія стихійного ліберального реформування, яка не відводила фінансовому ринку роль більш-менш важливої складової економічної системи. На перше місце висувалася банківська система як «локомотив» ринкових реформ.

Для ліберальної теоретичної моделі фінансового ринку характерне те, що він розглядається як різновид вільного ринку і його функціонування обмежується лише загальними принципами регулювання. Регульована теоретична модель фінансового ринку розглядає його як класичний варіант регульованого ринку, який враховує активну діяльність держави.

Прихильники ліберальної теорії висловлюються за обмеження втручання держави в сферу функціонування фінансового ринку межами лише функції забезпечення права власності. Така позиція близька до монетаристської концепції, згідно з якою регулювання фінансового ринку нібито треба обмежити лише регулюванням грошової маси через маніпулювання відсотковими ставками.

Ліберальна модель фінансового ринку розглядає його як досконалий ринок, на якому інформація щодо вартості фінансових активів доступна кожному. Вартість трансакції при цьому дорівнює нулю або майже нулю, і всі ринкові учасники перебувають у рівних умовах щодо встановлення ціни.

¹ Про «об'єктивність» і «природність» фінансової економіки в багатогранному суспільно-економічному устрої див.: Б'юкенен Дж., Макгрейв Р. Суспільні фінанси і суспільний вибір: два протилежні бачення держави. — К.: КМ Академія, 2004. — С. 17.

За результатами здійсненої нами оцінки адекватності вказаних моделей фінансового ринку нинішнім економічним реаліям України встановлено, що найбільш адекватною моделлю вітчизняного фінансового ринку є регульована модель.

Про необхідність розвитку моделі регульованого фінансового ринку в перехідних економіках з метою стримування потоків «гарячих грошей» і цінових коливань висловлювався навіть ліберал Дж. Сакс¹. Аналогічним є також погляд Дж. Сороса².

Важливе значення має інституціональна модель фінансового ринку, яка виникла в межах теорії фінансових контрактів і пов'язана з фактором зміни їх умов. Під ринком з «широкою участю» ця модель розуміє фінансовий ринок, що ґрунтується на значній кількості учасників. Ринкові суб'єкти постійно стикаються з триединою інституційною проблемою: невизначеність, необхідність приймати рішення та їх незворотність³. Досвід роботи інвесторів у країнах з фінансовим ринком, що розвивається, в умовах трансформаційної економіки показав, що в них система забезпечення виконання контрактних зобов'язань є дуже слабкою. Така ситуація спонукає до таких змін законодавства, коли система корпоративного управління захищала б інтереси більш широких груп інвесторів.

«Рента», одержувана тими акціонерами, які контролюють корпоративні структури, знижує стимули для їх розвитку і є основою для формування олігархічних груп, підштовхує ці групи до обмеження дій ринкових принципів і механізмів (одним з наочних прикладів цього є широке використання ними інсайдерської торгівлі).

Для країн з трансформаційною економікою основною інституціональною проблемою є невідповідність між оцінкою вартості нагромаджених фінансових активів і можливостями їх розміщення на ринку. Йдеться про недокапіталізацію активів. Чи не вперше в науковій літературі це питання поставив Е. де Сото⁴. Недокапіталізована економіка змушена «підживлюватися» зовнішніми ресурсами, які є переважно борговими.

¹ Сакс Дж. Економічна реальність бере своє // День. — 2002. — 3 липня. — С. 3.

² Сорос Дж. Криза глобального капіталізму: відкрите суспільство під загрозою. — К.: Основи, 1999. — С. 48; Сорос Дж. Новая глобальная финансовая архитектура // Вопросы экономики. — 2002. — № 12. — С. 56—84.

³ Скоробогатов А. Фондовый рынок, институциональная структура и проблема стабильности капиталистической экономики // Вопр. экономики. — 2006. — № 12. — С. 82.

⁴ Сото Де Э. Загадка капитала. Почему капитализм торжествует на Западе и терпит поражение во всем мире. — М.: Олимп-Бизнес, 2001. — С. 52.

Водночас слід підтримати постановку питання про фіктивну капіталізацію. А. А. Гриценко у цьому зв'язку підкреслює: «Криза 1998 року, коли мільярди доларів США випарувалися в нікуди, і при цьому нічого особливого не відбулося, просто компанії втратили частину своїх активів, дуже добре показує, що таке фіктивна капіталізація, і чим вона відрізняється від реальної»¹.

Для умов трансформаційної економіки важливим є формування моделі фінансового ринку з позиції великої ймовірності виникнення кризових явищ. Сучасні моделі фінансової кризи ґрунтуються на максимізації ролі очікувань у процесі виникнення кризових явищ, навіть якщо ці очікування не збігаються з макроекономічними прогнозами. Так, недовіра населення до національної валюти та очікування девальвації може призвести до масового вилучення коштів приватних вкладників з банківської системи з наступною їх конвертацією в іноземну валюту, що загрожує банківською та валютною кризою. Важливою умовою розвитку фінансової кризи за цією моделлю є лібералізація руху капіталу через національні кордони.

Зазначимо також, що чимало моделей виникнення фінансових криз ґрунтується на висновку, що передумови фінансової кризи виникають всередині країни внаслідок нераціональної економічної політики її уряду, а починається криза ззовні, через зовнішні збурення.

Фінансовому ринку реально притаманні так звані ринкові провали, тобто прорахунки в розміщенні та використанні фінансових ресурсів. Йдеться насамперед про наявність морально-фінансового ризику (вірогідність шахрайства з боку фінансових інститутів) і ризику асиметричності інформації (недоступність важливої інформації про об'єкти інвестування).

Цікавою є модель фінансового ринку Дж. Сороса. Вона ґрунтується на тому, що рівноваги фінансового ринку в традиційному розумінні взагалі не існує, оскільки рівновага постійно порушується ринковими коливаннями, пов'язаними зі зміною очікувань економічних агентів. Тобто має місце «статична нерівновага». Якщо очікування багатьох учасників ринку збігається, то ринок може перейти до стану «динамічної рівноваги». У разі різкої зміни очікувань відбувається різка

¹ Капіталізація економіки: проблеми та перспективи // Економ. теорія. — 2006. — №2. — С. 92.

корекція ринку або його перехід до стану «динамічної нерівноваги». Саме в цьому й полягає причина фінансових криз¹.

Неминучість і невідворотність фінансових криз підштовхують країни з трансформаційною економікою до пошуку більш раціональної моделі функціонування фінансового ринку, яка відповідала б принципам, перевіреним часом і виправданим об'єктивними економічними законами.

Розвиток українського фінансового ринку в процесі проведення ринкових реформ сприяв появі низки праць вітчизняних авторів, у яких досліджуються ті чи інші його сторони й аспекти². Нинішнє концептуальне розуміння моделі функціонування фінансового ринку в Україні є набагато глибше, ніж тоді, коли фінансовий ринок перебував на початковому шляху свого становлення. Концептуальні підходи першої половини 1990-х років зазвичай ґрунтувалися на зарубіжному досвіді функціонування фінансових ринків у розвинутих країнах світу. Ці моделі переважно мали оглядовий та описовий характер без акценту на тому, яким чином цей досвід можна ефективно використовувати в нашій країні й що, власне, для цього слід робити.

Можливими напрямками використання в Україні досвіду функціонування фінансового ринку країн з розвинутою економікою, що втілений у відповідних його теоретичних моделях, можуть бути: удосконалення фінансової політики; використання дієвих форм і методів регулювання й саморегулювання фінансового ринку; запровадження цивілізованих механізмів функціонування фінансових інститутів; забезпечення демократичності та прозорості (транспарентності) функціонування фінансового ринку; повне використання кожним інвестором своїх прав на фінансовому ринку; посилення наукової обґрунтованості заходів нормативно-правового забезпечення розвитку фінансового ринку.

Роль фінансового ринку в трансформаційній економіці значною мірою залежить від конкретних національних особливостей країни.

«Для кожної окремої країни, — зазначає В. В. Зимовець, — в силу історичних традицій, ролі й місця держави характерні

¹ Див.: Сорос Дж. Кризис мирового капитализма. Открытое общество в опасности. — М.: ИНФРА-М, 1999. — С. 10—14.

² Див., наприклад: Зимовець В. В. Акумуляція фінансових ресурсів та економічний розвиток. — К.: Ін-т економіки НАНУ, 2003.

інституційні особливості механізму акумуляції і розподілу фінансових ресурсів»¹.

Створення сучасної моделі фінансового ринку є однією з найважливіших проблем реформування української економіки. Негативні наслідки соціально-економічної трансформації, що відбувалась у 1990-х роках, призвели до формування неефективного фінансового ринку в Україні. Особливості сучасного соціально-економічного стану України не дають можливості автоматично переносити ті чи інші заходи в сфері фінансового ринку, які ефективно виявили себе в розвинених країнах світу, на вітчизняні реалії. У сучасних умовах можна говорити про загострення суперечності між зростаючою потребою економіки в науково обґрунтованій моделі фінансового ринку та відсутністю концептуально-цілісних уявлень про фінансовий ринок в умовах трансформаційної економіки.

Модель фінансового ринку, ефективна для інвесторів, у сукупності створює сприятливі умови для інвестування, що, як свідчить досвід розвинутих країн, багато в чому визначається такими факторами, як: розвинуте законодавство; політична стабільність; податковий режим, що стимулює інвестиції; невисокий рівень інвестиційних ризиків; ефективна організація ринку колективних інвестицій і зручність його для інвесторів; мінімальні адміністративні бар'єри; система захисту інтересів інвесторів; рівень поінформованості інвесторів; культура корпоративних відносин.

Серед інституційних проблем, які стримують розвиток фінансового ринку в трансформаційних економіках, — це відсутність дієвої системи захисту прав інвесторів, що є одним із наслідків необов'язковості дотримання загальноприйнятих принципів корпоративного управління. Так, положення чинного законодавства, яке регулює нині діяльність акціонерних товариств в Україні, дає можливість порушувати права акціонерів, не порушуючи при цьому норм Закону «Про господарські товариства», шляхом: розмивання часток акціонерів у статутному фонді (капіталі) унаслідок розміщення акцій додаткових емісій серед визначеного кола акціонерів за ціною, значно нижчою від ринкової, при позбавленні інших акціонерів можливості купувати ці акції; вилучення активів товариств шляхом їх продажу пов'язаним особам за ціною, нижчою від

¹ Зимовець В. В. Акумуляція фінансових ресурсів та економічний розвиток. — К.: Ін-т економіки НАНУ, 2003. — С. 130.

ринкової; перерозподілу грошових потоків на користь посадових осіб або акціонерів, які володіють значним пакетом акцій та ін.

Важливе місце в регульованій моделі фінансового ринку посідає теоретичне обґрунтування ефективності інтеграції фінансового й промислового (виробничого) капіталу в формі фінансово-промислових груп. Західні економісти дослідили таку важливу проблему, як ефективність замкнених ринків (internal markets), факторів виробництва (внутрішніх ринків сировини, робочої сили та фінансових ресурсів) у межах фінансово-промислової групи¹. Зокрема, Е. Перотті і С. Гелфер довели, що причиною створення ФПГ у постсоціалістичних країнах є високий рівень транс-акційних витрат, який гальмує розвиток фінансового сектора². Такий сценарій розвитку фінансового ринку призводить до посилення ієрархічного (позаринкового) типу координації в економіці.

Традиційно виділяються також моделі фінансового ринку на основі критерію дозволу або заборони для банків здійснювати операції з корпоративними цінними паперами. Особливо характерними є відмінності між цими моделями фінансового ринку на прикладі фондового ринку. Відсутність у банків права на покупку акцій, що було характерне для США, Канади й Великобританії, призвело до формування так званої англосаксонської, або американської, моделі фінансового ринку (market-based financial system). У країнах, де банкам було дозволено здійснювати всі операції з цінними паперами, фінансовий ринок набув інших рис. Тому ці моделі фінансового ринку (bank-based financial system) об'єднані під загальною назвою європейської, або континентальної. Європейська модель характерна для Німеччини, а також більшості країн Європи.

У процесі дослідження перспектив цих моделей фінансового ринку в трансформаційній економіці слід мати на увазі сучасні тенденції розвитку світового фінансового ринку. Останні десятиліття в світі позначилися стиранням різниці між двома охарактеризованими вище моделями фінансового ринку (американської та європейської, чи континентальної)³. Зближення англо-американської і європейської континентальної

¹ Schaeferstein O. Stein J. The Dark Side of Internal Capital Markets: Divisional Rent-Seeking and Inefficient Investment. NBER Working Paper № 5969, 1997. — P. 203.

² Див.: *Pezotti E., Gelfe S.* Investment Financing in Russian Financial-Industrial Groups. University of Amsterdam and Russian-European Center for Economy Policy. Working Paper, 1998. — P. 190.

³ Див.: *Григорьев Л., Гурвич Е., Саватюгин А.* Финансовая система и экономическое развитие // Мир. эконом. и междунар. отношения. — 2003. — № 7. — С. 75.

моделей фінансового ринку формально розпочалося в Європі з прийняттям Директиви Ради Європейського Союзу про інвестиційні послуги в сфері цінних паперів у 1993 р.¹.

У США Закон про фінансову модернізацію (Закон Грема-Ліч-Блейлі), який було ухвалено восени 1999 р., відмінив основні положення Закону Гласа-Стігала 1933 р. Американські банки почали активно працювати в сфері фондового ринку й ринку страхових послуг. Наприкінці 90-х років почався потужний процес злиття фінансових інститутів, який означав перетворення американських банків на універсальні фінансові комплекси, що виконують майже всі види послуг на фінансовому ринку. Завдання вдосконалення регулювання взаємодії банків з небанківськими установами на фінансовому ринку є нині надзвичайно актуальним як для розвинутих країн, так і для країн з перехідною економікою.

В Україні на сьогодні суто інвестиційних (за світовими стандартами) банків немає. Вітчизняному фінансовому ринку притаманна універсальна модель організації банківської справи. Головним нормативним актом, що регулює інвестиційну банківську діяльність, є постанова правління НБУ від 28.08.2001 р. №368 «Про затвердження Інструкції про порядок регулювання діяльності банків України», де наведено й директивні вимоги до банківського інвестування. Аналіз ділової активності банків у сферах кредитної та інвестиційної діяльності доводить, що обсяги сумарного кредитного портфеля українських банків набагато більші, ніж вкладення в цінні папери.

Унаслідок стратегічного значення європейської інтеграції в Україні закономірно виявляється підвищений інтерес до європейської моделі фінансового ринку. Перспективним варіантом розвитку фінансового ринку в Україні може стати зближення американської та європейської моделей, але з більшою орієнтацією на європейську модель. Очевидно, що надмірне розмежування фінансового та виробничого секторів національної економіки створює значні перешкоди для успішної реалізації інвестиційної функції фінансового ринку. Головною проблемою при цьому стає контроль менеджменту корпорацій. В Європі важливу роль у цьому контролі відіграють банки. Фінансовий ринок дисциплінує діяльність корпоративного менеджменту.

¹ Про зміст Директиви Ради ЄС про інвестиційні послуги в сфері цінних паперів див.: Регулювання сфери фінансових послуг у праві Європейського Союзу та перспективи адаптації законодавства України. — Х.: Консум, 2002. — С. 826—827, 851.

Вирішення питання про вибір моделі розвитку фінансового ринку потребує теоретичного усвідомлення того, що сучасна ринкова економіка не може бути сформована лише шляхом приватизації державних підприємств одночасно зі створенням ринку корпоративних цінних паперів. Необхідні глибокі інституційні перетворення всієї фінансової системи. Наукова розробка моделей «фінансового ринку, що розвивається» (те, що в західній економічній літературі називають *emerging markets*) набуває нині неабиякого значення.

Для всіх моделей фінансового ринку важливим індикатором є показник капіталізації, що відображає відношення сукупної курсової вартості всіх фінансових активів на ринку до ВВП. Зростання капіталізації відбувається за рахунок двох факторів: 1) зростання курсової вартості фінансових активів; 2) збільшення загальної кількості фінансових активів, що пропонуються для продажу інвесторам. Для ринків, що розвиваються, особливе значення має другий фактор; навпаки, для стабільного ринку кількість фінансових активів, за якими оцінюється рівень капіталізації, є величиною сталою. Українською негативно на рівень капіталізації фінансового ринку впливає недооціненість вартості акціонерного капіталу. Багато в чому це пов'язано з тим, що акції новоутворених під час приватизації компаній майже не пропонуються на продаж на відкритому ринку як інвестиційні активи, найчастіше вони виставляються на торги як корпоративні частки держави. Вартість акціонерного капіталу залишається недооціненою й тому вторинний ринок акцій, порівняно з первинним, є слабо розвинутим.

Низька капіталізація акцій підприємств у трансформаційних економіках свідчить про незрілість акціонерної форми господарювання. Фінансовий ринок у цих умовах є непрозорим та інформацийно нерелевантним. Виявами тінізації фінансової сфери стали штучні банкрутства банків, використання фондового ринку для спекуляцій з акціями, поширення тіньових схем у страховому секторі¹. Підприємства не відчувають власної вартості в акціях², частково з причин помилок під час акціонування, а здебільшого — через спотвореність інвестиційного попиту на фондові активи. Таким чином, модель фінансового ринку, що розвивається, характеризується низьким

¹ Тіньова економіка: сутність, особливості та шляхи легалізації / За ред. З. С. Варналія. — К.: НІСД, 2006. — С. 119.

² Корнєєв В. Особливості вітчизняного ринку акцій і корпоративних відносин на сучасному етапі // Ринок цінних паперів. — 2003. — № 7—8. — С. 31.

рівнем капіталізації порівняно з розвинутими фінансовими ринками.

Це означає, що часто-густо в моделі фінансового ринку, що розвивається, спотворено відображаються процеси, які відбуваються в сфері виробництва й руху реального капіталу. Очікування інвесторів і фактичні тенденції руху реального капіталу не збігаються. Потоки фінансових ресурсів часто продовжують спрямовуватися в ті сфери, де вже відбулося граничне насичення капіталом.

Особливістю моделі фінансового ринку, що розвивається, є її переважно борговий характер. Основні фінансові ресурси формуються тут або у вигляді банківських кредитів, або корпоративних запозичень. Первинне розміщення акцій не розглядається емітентами як реальне джерело залучення інвестицій. За цих умов фінансовий ринок не може стати привабливим для здійснення інвестицій домогосподарствами (учасниками, наприклад, фондового ринку в Україні є менш як 1 % населення).

Про створення ефективної цілісної моделі фінансового ринку в трансформаційних економіках говорити ще рано. Нині йдеться лише про наявність і зміцнення низки елементів і складових цього ринку. Однак цього недостатньо, щоб наблизити фінансовий ринок трансформаційної економіки до ринків розвинених країн світу. Це зумовлено як об'єктивними, так і суб'єктивними чинниками. Головні з них: відсутність дієвої нормативно-законодавчої бази, організаційно-методична невідповідність багатьох елементів фінансового ринку міжнародним стандартам, відсутність належної інфраструктури, недостатня прозорість і ліквідність та ін.

Розвиток у сучасних умовах українського фінансового ринку стикається із серйозними труднощами. На наш погляд, це викликано такими причинами: наявність значних політичних ризиків, що майже не зменшуються; знецінювання інвестиційних ресурсів, що звужує можливості довгострокових фінансових вкладень; відсутність або неефективна робота спеціальних фінансових інститутів, покликаних акумулювати заощадження, які лише за незначним винятком потрапляють на фінансовий ринок. Частина заощаджень, що акумулюються банками, використовується ними для видачі переважно короткострокових кредитів та операцій з валютою.

Не дає змоги реально оцінити цінні папери, попит на них, обсяги їх реалізації, напрями руху капіталу неорганізована

торгівля фінансовими активами. Це призводить до викривлення цін, посилення ризиковості здійснення операцій з цінними паперами. Асиметричність інформації та непрозорість фінансового ринку знижує його ефективність.

Серйозною проблемою моделі фінансового ринку, що розвивається, є так званий феномен мультивалютності (доларизації), за якого учасники ринку значну частину своїх фінансових активів тримають у грошовій одиниці інших країн — ВКВ. Такі процеси характерні практично для всіх країн з перехідною економікою. Навіть після того, як гіперінфляцію вдається приборкати, явище доларизації зазвичай не зникає.

Мультивалютність (доларизація) — це утримання резидентами країни частини своїх активів в іноземній валюті або активах, деномінованих в іноземній валюті. У більш широкому сенсі мультивалютність (доларизацію) можна розуміти, як використання у внутрішньому господарському обігу іноземної валюти, або активів деномінованих в іноземній валюті як засобу обігу, одиниці виміру та засобу заощадження. Усе це призводить до формування нестійкого монетарного середовища фінансового ринку, в якому немає умов для успішного розвитку фінансового посередництва. Фінансовий ринок не може ефективно функціонувати, якщо діяльність фінансових інституцій викривлена перекрученнями грошово-кредитного ринку.

Фінансовий ринок, що розвивається, є нібито замкнутим сам на собі. На практиці він став потужним джерелом тіньових доходів, що формуються внаслідок проведення зовні легальних фінансових операцій. На жаль, на тлі неефективного розвитку економіки, фінансовий ринок так і не став у своїй основі ринком великої кількості дрібних власників, а функціонує, власне, заради великих власників (так званих олігархічних кланів).

Наявний стан фінансового ринку в перехідних економіках слід суттєво поліпшувати, інакше він не стане механізмом фінансування модернізації економіки. Цей ринок у нинішньому вигляді дуже слабо підготовлений для виконання суспільно значущої функції трансформації заощаджень в інвестиційні ресурси для потреб реального сектора національної економіки.

Фактичним результатом приватизації в багатьох країнах з перехідною економікою стало те, що реальним власником виявився лише той інвестор, який має контрольний пакет акцій¹.

¹ Див., наприклад: *Ледомська С., Ларцев В.* Підсумки сертифікатної приватизації в Україні (1995—2000 рр.) // *Економіка України*. — 2001. — № 5. — С. 13—16.

За цих умов ні емітенти, ні інші інвестори не виявляють зацікавленості в розвитку фінансового ринку. Ті незначні дивіденди, що виплачуються за акціями, не можуть задовольняти рядових акціонерів. Практика показала, що ліквідність акцій різко зменшується або майже наближується до нуля після того, як контрольний пакет виявляється в руках реального власника.

Фактична відсутність дивідендних виплат і низька ліквідність акцій як наслідок їх малого обсягу на ринку — принципово важливі моменти моделі фінансового ринку в трансформаційній економіці. Такий фінансовий ринок є неефективним, він характеризується низькою ринковою капіталізацією й недостатньою про-зорістю. Основний обсяг угод з цінними паперами укладається поза межами організованого ринку. Такий стан фінансового ринку не заохочує вітчизняних та іноземних інвесторів до вкладання коштів у цінні папери національних емітентів.

Вагомий вплив на стан фінансового ринку, що розвивається, здійснює міжнародний ринок. За цих умов операції з фінансовими активами виступають як інструменти експорту капіталу й засоби руху транснаціональних фінансових коштів.

Проблеми подальшого розвитку фінансового ринку багатьох країн з трансформаційною економікою насамперед лежать у площині загальноекономічних проблем. Вузькість фінансового ринку пов'язана з обмеженою платоспроможністю юридичних і фізичних осіб. Водночас слід впроваджувати відповідні механізми стимулювання фінансових операцій на ринку, що дасть змогу зняти надмірну напруженість з державних фінансів.

Головним завданням подальшого розвитку фінансового ринку в трансформаційній економіці є його насичення реальним товаром — фінансовими активами, які вільно продаватимуться і купуватися за умов прозорості функціонування ринку та захисту інтересів дрібних інвесторів. Мірою просування до ефективної ринкової економічної системи, обмеження тіньового господарства необхідно розвивати фінансовий ринок — ефективний, цивілізований, з дієвою стратегією функціонування й розвитку.

Основними пріоритетними напрямками розвитку фінансового ринку в країнах з перехідною економікою мають бути: стабілізація законодавчої бази, запровадження системи оптимальних регуляторних норм і методів; дієва організаційна оформленість обігу фінансових активів; здійснення заходів щодо стимулювання внутрішнього ринку цінних паперів;

запровадження та розвиток таких інститутів, як ринок застави, іпотечні кредити; широке залучення на фінансовий ринок нереалізованого інвестиційного потенціалу домашніх господарств; створення системи захисту прав інвесторів.

Щоб створити нормально функціонуючий ефективний фінансовий ринок, слід виключити всі можливості для спорудження фінансових пірамід і великомасштабних спекулятивних атак на фінансовому ринку з метою його дестабілізації. Реалізація цих умов забезпечується прийняттям і неухильним виконанням дієвого законодавства, що буде спрямоване на використання емісії цінних паперів для ефективного залучення інвестицій у розвиток виробництва й не допускати використання інсайдерської інформації в операціях з фінансовими активами.

Вельми актуальним є вдосконалення корпоративного управління, підвищення рівня корпоративної культури, формування відкритості та прозорості вітчизняних акціонерних товариств для потенціальних інвесторів. На фінансовому ринку мають з'явитись емітенти, діяльність яких відповідала б міжнародним вимогам. При цьому необхідно, щоб у емітентів були стимули для отримання статусу публічних компаній, які повинні стати основою розвитку ефективних відносин власності. Визначенню критеріїв інвестиційної привабливості емітентів, рівня прозорості їх діяльності та кредитоспроможності сприяє широкий розвиток рейтингових агентств.

Отже, у сучасних умовах існує нагальна необхідність у розвитку теорії фінансового ринку, подальшому вдосконаленні й поглибленні дослідження існуючих його моделей, а також розробці нових підходів для їх практичного застосування. Ускладнення економічного розвитку суспільства, поява нових фінансових активів вимагають подальшого вдосконалення теорії й практики розвитку фінансового ринку в умовах трансформаційної економіки.

3.2. Особливості взаємозв'язку фінансового ринку та національного виробництва

Проведене теоретичне дослідження моделі фінансового ринку дає змогу перейти до аналізу процесу його впливу на розвиток національної економіки через систему стимулів, пов'язаних зі створенням і закріпленням прав власності. Відносини власності

дають можливість пояснити формування інституту вільного підприємництва й пов'язану з ним відповідальність за розвиток виробництва. Необхідна умова розвитку процесу національного виробництва — наявність свободи економічної діяльності, без якої відомі шумпетеріанські підприємницькі «нові комбінування»¹ є неможливими. Економічна свобода підприємництва спирається на приватну власність, умови діяльності відособлених товаровиробників.

Власники в Україні тривалий час були зорієнтовані лише на захист своїх прав власності, що, безумовно, відволікало їх від виробничої та інвестиційної діяльності. Теоретично не підлягає сумніву, що інвестиційній активності перешкоджає нестача не самих матеріальних активів, а дефіцит форм їх прояву в системі прав власності — у вигляді свідоцтв про власність або акцій, що регулювалися б законами, обов'язковими на всій території країни². Наслідки проведеної в Україні приватизації підтверджують тезу про те, що інституціональні реформи повинні передувати заходам «шокової терапії». Приватизація сприяє економічному зростанню лише тоді, коли досягнуті необхідні компоненти інституціональних реформ. Слабкі інституціональні засади не дають можливості забезпечувати підтримку розвитку власників та об'єктів власності, що з'явилися в процесі приватизації. Це призводить до нечіткості приватизаційних схем і зумовлює формування неефективних відносин власності.

Як причину антиінвестиційної поведінки суб'єктів господарювання в умовах трансформаційної економіки, крім власне якості самого фінансового ринку, слід обов'язково розглядати й відсутність надійної захищеності прав власності. Чимало аспектів економічної політики держави в 1990-ті роки безпосередньо спричинили до неефективності відносин власності внаслідок нерозвиненості інститутів її захисту. Дотепер виявляються труднощі розвитку багатьох українських підприємств, які сягають своїм корінням в 90-ті роки, коли товаровиробники були змушені пристосовуватися до неефективних регулятивних впливів держави й захищати своє

¹ Див.: Шумпетер Й. Теория экономического развития (исследование предпринимательской прибыли, кредита, процента и цикла конъюнктуры). — М.: Прогресс, 1982. — С. 65.

² Див.: Де Сото Э. Загадка капитала. Почему капитализм торжествует на Западе и терпит поражение во всем остальном мире. — М.: Олимп-Бизнес, 2001. — С. 71.

право власності власними силами, щоб не були створені законодавчі засади.

Політико-економічне осмислення взаємозв'язку фінансового ринку й розвитку суспільного виробництва простежується в економічній теорії, починаючи з праць Д. Рікардо. Роль фінансової системи в економічному розвитку не заперечували ні прихильники вільного ринку, ні К. Маркс, ні Дж. М. Кейнс.

Уперше положення про принципово важливу роль фінансового ринку в економічному розвитку системно висловив Й. Шумпетер. Він стверджував, що фінансова система (банки) активно стимулює впровадження інновацій і тим самим визначальним чином впливає на економічне зростання в довгостроковій перспективі. Відбираючи для фінансування найбільш ефективні виробництва й інвестиційні проекти, фінансова система забезпечує прискорення економічного розвитку¹.

Дж. Робінсон вважала, що розвиток фінансового ринку лише відносно пасивно впливає із загального економічного розвитку. Загостренню дискусії щодо ролі фінансового ринку в економічному розвитку сприяли дослідження Р. Лукаса (1988 р.), який заявляв, що взаємозв'язок між станом фінансового ринку та макроекономічним розвитком переоцінюється. Така позиція активізувала емпіричні дослідження взаємозв'язку фінансового ринку й національного виробництва, що дало багату фактичну інформацію для теоретичних висновків щодо інтенсивності такого взаємозв'язку, особливостей його прояву в різних країнах. Першими в серії цих досліджень стали розробки Р. Кінга і Р. Левіна (1993 р.), які задали основний тон дискусії про вплив фінансового ринку на макроекономічний розвиток у наступні роки. Особливо активною ця дискусія стала після світової кризи 1997—1998 рр.² Значний вклад у ці дослідження внесли фахівці

Міжнародного валютного фонду та Світового банку, які здійснювали міжкраїнні порівняння³.

В економічній науці доволі повно розроблено концепцію «порочного кола бідності» щодо країн, що розвиваються (Г.

¹ Див.: Шумпетер Й. Теория экономического развития. — М.: Прогресс, 1982. — С.48.

² Див.: Эффективный рынок капитала. Экономический либерализм и государственное регулирование. — М.: Наука, 2004. — Т. 1. — С. 251.

³ Див.: Khan M.S., Senhadji A.S. Financial Development and Economic Growth: An Overview // IMF Working Paper. — 2000. — December (<http://www.imf.org>).

Зінгер, Р. Пребиш, Х. Лейбенштайн та ін.). У бідній країні, навіть якщо їй і вдасться спрямувати зростаючу частину ВВП на заощадження та інвестиції, отримані кошти в абсолютному вираженні будуть не дуже великі для кардинального економічного зростання, водночас скорочення споживання знизить внутрішній попит, що створить попитові обмеження для економічного розвитку¹. Одночасно, якщо стимули до заощадження в країні були сформовані штучно, то немає жодної гарантії, що зростаючі заощадження будуть перетворені в ефективні інвестиції. Тим самим і формується своєрідне «порочне коло бідності», коли недостатній попит, низькі обсяги заощаджень і недостатня якість інвестицій ведуть до консервування відсталої економіки. На жаль, така ситуація стає все більш характерною й для країн з трансформаційною економікою.

Багатогранні форми зв'язку процесу виробництва з фінансовим ринком мають постійний характер. Це зумовлюється передусім тим, що емісія та розміщення цінних паперів серед певного кола інвесторів є в умовах ринкової економіки основним джерелом зовнішнього фінансування розвитку процесу виробництва. Цінні папери за рядом своїх характеристик виявляються більш гнучким фінансовим інструментом розвитку виробництва, ніж банківський кредит. Крім того, за допомогою емісії цінних паперів забезпечується ефективна структура капіталу підприємства (фірми), якої неможливо досягти поза фінансового ринку.

З 2000 р. в Україні розпочалося економічне зростання, макроекономічними причинами якого стало поглиблення розвитку приватної власності, грошова й фінансова стабілізація, зростання внутрішніх нагромаджень, стійке позитивне сальдо зовнішньої торгівлі та ін. Найважливіша умова подальшого забезпечення економічного зростання — стимулювання розвитку фінансового ринку, його орієнтація на вирішення нагальних завдань реального сектора економіки.

З початком економічного зростання набула актуальності оцінка інституційних чинників розвитку фінансового ринку. Інституційний аспект проблеми при цьому часто залишається за межами теоретичних досліджень, хоча, наприклад, саме відставання розвитку інституцій власності стає однією з основних

¹ Див.: наприклад, История экономических учений (современный этап) / Под общ. ред. А. Г. Худокормова. — М.: ИНФРА-М, 2004. — С. 452—454.

причин деформації впливу фінансового ринку на розвиток національного виробництва.

У трансформаційних економіках джерела економічного розвитку часто-густо зосереджені в обмеженому колі галузей і підприємств, які зазвичай випускають експортну продукцію, в той час як у багатьох галузях економіки залишаються гострі проблеми забезпечення простого відтворення виробництва. Відомо, що саме фінансовий ринок в умовах розвинутої ринкової економіки є тією передавальною ланкою, через яку стимули економічного зростання поширюються в масштабах усієї національної економіки. Для виконання завдань прискорення економічного зростання необхідне нарощування інвестицій, зростання внутрішніх заощаджень і нагромаджень. Досягти цього можна, лише забезпечивши ефективний розвиток відносин власності.

У США різними фінансовими активами володіють 93,1 % усіх американських сімей, з них майже кожна п'ята родина має в своєму портфелі акції, ощадні облігації, депозитні сертифікати, а кожна четверта — володіє ними (та іншими активами) через взаємні фонди. Три четверті (75,1 %) сімей США «живуть у борг», тобто є боржниками кредитних установ¹.

Надійний захист прав власності, у кінцевому підсумку, обов'язково повинен привести до формування й посилення потреби в інвестиційних ресурсах для розвитку нефінансового виробництва. Отримання й ефективне використання фінансових коштів — це ключова проблема власника кожного підприємства. Для розширення інвестиційної діяльності необхідно демонструвати прозорість і високу прибутковість об'єктів власності. Найважливішими умовами високої ефективності та сталості господарювання є формування, захист і постійний розвиток відносин власності, що забезпечувало б ефективне використання наявних ресурсів для відтворення та нарощування суспільного капіталу.

Фінансовий ринок має важливе значення для розвитку національного виробництва як регулятор багатьох макроекономічних процесів. Насамперед це стосується процесу інвестування й пов'язаного з ним руху капіталу. Рух капіталу здійснюється у вигляді його припливу до сфер, де його не вистачає, й відтоку з тих галузей економіки, де має місце його

¹ Див.: Соколова И. Ю., Белоусов О. О. Американские депозитарные расписки // США — Канада: экономика, политика, культура. — 2007. — № 1. — С. 25.

надлишок. Механізм цього руху полягає в тому, що вільні капітали переходять у галузі, попит на продукцію яких зростає, залишаючи ті галузі, на продукцію яких попит зменшується та які стають економічно менш ефективними. Цінні папери — це основний засіб, що забезпечує роботу цього механізму, а його інституціональну основу формують фінансові торговельні системи.

Фінансовий ринок в трансформаційних економіках часто-густо заважає інвестиційному процесу тому, що він переважно є спекулятивний і відтягує дефіцитні грошові ресурси з виробничої сфери. Падіння довіри до фінансових інститутів і сплеск спекулятивних операцій, спричинених швидкими прибутками, зумовили появу ефекту «інвестиційного витіснення», коли кредитні угоди витісняють інвестиційні¹. Фінансовий ринок набуває спотворених боргових форм, інвестиційний інструментарій при цьому істотно обмежений. Унаслідок надто малих інвестицій у виробничу сферу економіки відсутній потрібний платоспроможний попит на інноваційну продукцію.

Найважливіше значення сьогодні має формування сприятливого клімату для інвестицій, забезпечення належної концентрації фінансових ресурсів та їх спрямування в перспективні сфери реальної економіки. Ефективність фінансового ринку сприятиме перспективному переливу фінансових коштів.

Одним з головних каналів фінансування виробничих інвестицій найближчим часом має стати капіталізація банків державної форми власності, їх перетворення в справжні інвестиційні банки.

У сучасних умовах необхідним є здійснення назрілих структурних зрушень в економіці, що створює можливості для диверсифікації сфер ефективних вкладень капіталу. Структурні зрушення в економіці, своєю чергою, є закономірним результатом продуктивного вкладення основного капіталу, здійснюваного за рахунок фінансових ресурсів. Найближчі десятиліття мають стати періодом масштабної структурної перебудови української економіки. Держава поки що не змогла «запустити» фінансовий механізм переливу капіталу між галузями і сферами національної економіки, наслідком чого є збереження застарілої галузевої структури суспільного

¹ Див.: Корнєєв В. В. Кредитні та інвестиційні потоки капіталу на фінансових ринках. — К.: НДФІ, 2003. — С. 270.

виробництва, яка не відповідає завданням сучасної модернізації економіки. У кінцевому підсумку, у межах розвитку фінансового ринку має бути закладена нова ефективна інвестиційна політика. Її відсутність завдає істотної шкоди розвитку вітчизняної економіки.

Отже, інвестиційну діяльність слід розглядати як важливу ланку, яка зв'язує фінансовий ринок з реальною економікою. Однак механізм здійснення приватних інвестицій у сучасній українській економіці пробуксовує через незабезпеченість фінансовими коштами. Бюджетне фінансування розвитку реальної економіки здійснюється не в повному обсязі. Таким чином, поки немає підстав говорити про наявність в Україні ефективної інвестиційної діяльності.

По суті, має місце інвестиційна криза, що виявляється в нестачі інвестиційних ресурсів і небажанні інвесторів (як внутрішніх, так і зовнішніх) вкладати кошти в реальний сектор національної економіки. Причин тут багато, але головна — це високий рівень інвестиційних ризиків: політичних, економічних, фінансових, валютних, законодавчих та ін. Ситуація ускладнюється внаслідок того, що капіталізація українських підприємств (компаній), зокрема й найбільших і високорентабельних, залишається істотно заниженою.

З початком і в процесі економічного зростання поліпшується взаємозв'язок між фінансовим і реальним секторами економіки. Завдяки подальшому вдосконаленню функціонування фінансового ринку його механізми усе більшою мірою забезпечують перерозподіл ресурсів на користь найбільш прибуткових і перспективних галузей і підприємств, що стимулює структурні перетворення в національному виробництві. Своєю чергою, зміни реального сектора економіки висувають нові вимоги до фінансового ринку щодо мобільності капіталу, систем управління ризиками й регулювання фінансових операцій.

Відомо, що кожний окремо взятий інвестор намагається діяти раціонально, ураховуючи усю наявну в нього на певний момент ринкову інформацію та власну схильність до ризику з метою максимізації прибутку або мінімізації втрат. Усіх інвесторів можна умовно поділити на поінформованих, які можуть отримати належну інформацію, та непоінформованих, які вважають більш вигідним для себе копіювати дії поінформованих інвесторів. У ролі поінформованих інвесторів виступають зазвичай великі банки та інституційні інвестори, усі інші інвестори належать до

категорії непоінформованих. Якщо поінформовані інвестори (або такі, яких вважають себе поінформованими) починають вилучати свої інвестиції, усі інші також це роблять, викликаючи значні обсяги відтоку капіталу¹.

Отже, під час дослідження ринкової поведінки інвесторів можна використовувати концепцію ринкових очікувань. Фактично, за умов існування негативних ринкових очікувань для кожного окремого інвестора є раціональним повторювати дії інших інвесторів. Інвестиційній діяльності, таким чином, належить вирішальна роль у впливі на динаміку розвитку національного виробництва. У цьому сенсі цілком закономірним є розширення теоретичних досліджень проблем інвестування².

Сучасна економічна теорія розглядає «інвестиції» як багатопланову економічну категорію, що охоплює широке коло економічних відносин. У межах нашого дослідження надалі ми будемо розуміти під «інвестиціями» вкладення заощаджень економічних суб'єктів в об'єкти підприємницької та інших видів діяльності, у фінансові активи з метою отримання доходу (прибутку) або досягнення позитивного ефекту.

Нагадаймо, що в централізованій плановій економіці термін «інвестиції» майже не застосовувався, але широко використовувалося інше поняття — «капітальні вкладення», під якими розуміли всі витрати на відтворення основних фондів, зокрема й витрати на їх повне відновлення.

Інвестиції пов'язані з взаємодією двох суб'єктів — підприємця (ініціатора проекту вкладень) та інвестора (особи, яка фінансує проект). Відповідно до Закону України «Про інвестиційну діяльність» інвестиціями є всі види майнових та інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об'єкти підприємницької та інших видів діяльності, у результаті чого створюється прибуток (доход) або досягається соціальний ефект³. Головна мета інвестування — отримання максимального прибутку або зростання вартості компанії (фірми). У західній економічній літературі прийнято розглядати інвестиційний потік як потік витрат, призначених для виробництва благ, а не безпосереднього споживання⁴.

¹ Див.: Лук'яненко Д., Бакаєв О. Глобалізація економічного розвитку: фінансові кризи // Ринок цінних паперів України. — 2003. — № 3—4. — С. 10.

² Див.: Татаренко Н. О., Поручник А. М. Теорії інвестицій. — К.: КНЕУ, 2000. — С. 5—9.

³ Закони України. — К.: Верховна Рада України. Інститут законодавства, 1996 — Т. 2. — С. 173.

⁴ Словарь современной экономической теории Макмиллана. — С. 258.

Отже, для з'ясування сутнісної основи зв'язку фінансового ринку з процесом суспільного виробництва необхідно дослідити категорію «інвестиції» й на цій основі дати характеристику властивостей інвестиційного ринку — ринку інвестиційних товарів. Цей аналіз дасть змогу визначити «інвестиційну складову» фінансового ринку.

В економічній науці немає єдиної думки щодо класифікації інвестицій. За різними ознаками їх поділяють на дві основні групи: фінансові та реальні (виробничі). Перші з них часто називають «портфельними», а другі — «виробничими, прямими або капіталоутворюючими». Американські економісти У. Шарп, Г. Алек-сандер, В. Бейлі зазначають, що реальні інвестиції зазвичай включають інвестиції в певний матеріальний актив, такий як земля, обладнання, заводи. Фінансові ж інвестиції — це контракти, вони записані на папері, це акції, облігації тощо. Незважаючи на очевидну спрощеність підходу, розходження між реальними і фінансовими інвестиціями у авторів проглядаються доволі чітко. У «неринкових економіках» основна частина інвестицій відноситься до реальних, у той час як у сучасних економіках більша частина інвестицій представлена фінансовими інвестиціями¹.

Фінансове інвестування, на відміну від виробничого, не припускає обов'язкового створення нових виробничих потужностей. Зазвичай фінансовий інвестор не бере участі в управлінні дійсними ре-альними активами, покладаючись у цьому на фахівців-менеджерів.

Взаємозв'язок фінансових інвестицій і відносин власності крізь призму фіктивного капіталу розглянув у «Капіталі» ще К. Маркс. У такий спосіб він обґрунтував свою позицію щодо сутності фіктивного капіталу: «Якщо це — державні папери, вони несуть капітал тільки для того, хто їх купив, для кого вони представляють, отже, ту ціну за яку він їх купив, представляють його капітал, розміщений у цих паперах; самі по собі вони не капітал, а прості боргові зобов'язання; якщо це — іпотеки, то вони є просто свідченнями на одержання майбутньої земельної ренти, а якщо акції, то вони є просто титулами власності, що дають право на одержання майбутньої додаткової вартості. Усі ці речі не суть дійсний капітал, не утворюють ніякої складової частини капіталу і самі по собі не несуть вартості... Це простий титул на капітал»².

¹ Див.: Шарп У. Ф., Александер Г. Дж., Бейли В. Дж. Инвестиции. — М.: ИНФРА-М, 1997. — С. 1.

² Маркс К., Энгельс Ф. Капитал. — Т. 3. — Твори. — Т. 25. — Ч. I. — С. 502—503.

Очевидно, що не можна ототожнювати весь фінансовий капітал лише з фіктивним капіталом. Необхідно враховувати, що категорія «фінансовий капітал» лише в сучасних умовах розвинутих країн виявила свою глибинну сутнісну характеристику. У другій половині XIX ст., коли був написаний «Капітал», виникали лише перші форми фінансового капіталу, що розглядались як деяка надбудова над рухом реального капіталу. Звідси й висновок К. Маркса, що матеріальні носії відносин фінансового капіталу не утворюють жодної нової складової частини капіталу. Проте цей висновок заперечується сучасною практикою функціонування фінансового ринку. Так, ціна (курс) цінних паперів відображає очікувану прибутковість дійсного капіталу з врахуванням його попередньої (минулої) прибутковості. Отже, оцінюється не наявність певної вартості (дійсного капіталу) як результату минулих вкладень капіталу й витрат праці, а його теперішня віддача та ефективність функціонування.

Сучасний фінансовий ринок здійснює сприятливий вплив на національне виробництво: прискорюється процес перетікання капіталів з галузей з низькою прибутковістю (гранично насичених капіталом) до галузей з потенційно високою прибутковістю (які вимагають додаткових капіталів). У результаті стимулюється розвиток ринків конкретних інвестиційних товарів. Розвиток інвестиційного ринку своєю чергою, пожвавлює кон'юнктуру фінансового ринку, сприяє прискоренню руху фінансових активів. У такий спосіб підтримується висока інвестиційна активність у національній економіці.

Необхідність прискорення процесів міжгалузевого переливу капіталу в економіці України пов'язана з наявними диспропорціями в галузевій структурі інвестицій в основний капітал, відмінностями в ефективності використання капіталу (управління власністю). Ефективні власники, нагромадивши достатній обсяг капіталу, розширюють межі виробництва, зокрема й за рахунок поглинання інших підприємств (фірм). На жаль, поки що попит на цінні папери в Україні часто зумовлений прагненням отримати важелі корпоративного контролю над власністю, а не досягти належного ефекту від інвестицій. Одним з найважливіших напрямів у вирішенні завдання активізації інвестиційної діяльності має стати всебічне сприяння нагромадження національного капіталу та створення сприятливого інвестиційного клімату у вітчизняній економіці.

Перманентний процес нагромадження капіталу, еволюційний за своєю сутністю, стає дедалі складнішим. Зі зростанням обсягів нагромадженого капіталу набуває розвитку принципово нова структура власності на національне багатство — посилюється роль і місце фінансового сектора як проміжної ланки між реальними активами та власниками капіталів. Трансформація заощаджень в інвестиції зі звичайного двоетапного перетворюється на багатоетапний процес, у який залучається велика кількість учасників та який опосередковується дедалі складнішою структурою фінансових відносин¹.

Світовою практикою нагромаджений величезний досвід використання цінних паперів як основного фінансового інструменту розвитку, що дає змогу мобілізувати та перерозподіляти значні грошові кошти, фінансувати найрізноманітніші інвестиційні проєкти та досягати позитивного ефекту в управлінні фінансовими потоками. Ринок цінних паперів розширює можливості використання тимчасово вільних грошових коштів підприємств і населення, забезпечуючи їх спрямування на виробничі потреби, створює умови для гнучкого переливу капіталу та насичення фінансовими ресурсами перспективних галузей і сфер національної економіки. У цьому зв'язку особлива роль в активізації інвестиційного процесу в трансформаційних економіках повинна бути відведена ринкові цінних паперів, що формує необхідні умови для стимулювання нагромадження капіталу і трансформації заощаджень в інвестиції.

Наявність тимчасово вільних грошових коштів, що можуть бути ефективно вкладені у національне виробництво, — один із елементів розвинутої ринкової економіки, де фінансовий ринок досяг високого ступеня свого розвитку.

Трансформація суспільних заощаджень в інвестиції можлива й за відсутності ринку цінних паперів (як це було в соціалістичній економіці). Однак ринок цінних паперів дає змогу робити це більш гнучко й ефективно, оперативного врівноважуючи наявний попит на інвестиційні ресурси та їх пропозицію. На фондовому ринку постійно оцінюється ефективність економічної діяльності підприємств-емітентів, причому не лише поточної, а й очікуваної, з урахуванням різних факторів макро- і мікросередовища, що безпосередньо впливають на прибутковість виробництва. Перерозподіл національного капіталу при цьому сприяє

¹ Див.: *Зимовець В. В.* Акумуляція фінансових ресурсів та економічний розвиток. — К.: Ін-т економіки НАНУ, 2003. — С. 77—78.

прискоренню науково-технічного прогресу, упровадженню сучасних технологій у виробництво, забезпечує ефективне використання обмежених фінансових ресурсів та оптимальні пропорції суспільного відтворення.

Однак поки що основним джерелом фінансування виробництва в економіці України залишаються власні кошти підприємств (фірм). За цих умов об'єктивно існує необхідність використання механізмів фінансового ринку для залучення приватних фінансових ресурсів у модернізацію пріоритетних сфер української економіки. Щодо інфраструктурної складової національного виробництва, то вона, на наш погляд, має формуватися за рахунок коштів державного бюджету.

Процес формування й розвитку національного капіталу в Україні повинен бути підпорядкований формуванню великих організаційно-господарських структур корпоративного типу, здатних об'єднувати індивідуальне й суспільне відтворення. Необхідно створити умови для безперервного руху вартості та капіталу з метою об'єднання відособлених кругооборотів індивідуальних капіталів у процесі їх інтеграції в єдиний національний капітал.

Безумовно, інтеграція національного капіталу за допомогою фінансового ринку є суперечливим процесом. К. Маркс у цьому зв'язку підкреслював, що «для створення грошей процес виробництва є неминучою безпосередньою ланкою, необхідним злом. Тому всі нації з капіталістичним способом виробництва періодично переживають спекулятивну лихоманку, під час якої вони прагнуть здійснювати створення грошей без посередництва процесу виробництва»¹. Такий тип формування капіталістичних економічних відносин, описаний К. Марксом, характерний і для сучасної трансформаційної економіки. За таких умов товарні та грошові потоки не збігаються в часі й просторі: гроші роблять гроші, але при цьому різко збільшується нерівність у розподілі доходів і загалом нестабільність національного виробництва. Фактично зараз фінансовий ринок у перехідних економіках відірваний від потреб реального сектора суспільного виробництва й функціонує переважно в спекулятивному режимі.

Проте автор є оптимістом і вважає, що фінансовий ринок у трансформаційній економіці здатен виконувати головне своє призначення — забезпечувати належне залучення вільних коштів фізичних та юридичних осіб як резидентів, так і нерезидентів у

¹ Маркс К., Енгельс Ф. Капітал. — Т. 3. — Твори. — Т. 25. — Ч. II. — С. 67.

процес національного виробництва. Те, що такі залучення здійснюються сьогодні в обмежених обсягах, свідчить не про нездатність фінансового ринку до таких залучень, а, швидше, про незначний рівень дійсної потреби самого процесу виробництва в інвестиційних коштах. Мається на увазі «потреба» не як просте бажання підприємств реального сектора української економіки отримати додаткові фінансові ресурси (таке бажання загалом є в усіх), а як реальна можливість прибуткового вкладення фінансових ресурсів з можливістю у встановлений термін повернути інвестовані кошти.

Розглянута проблема не така проста. Не випадково доволі типовим у перехідних економіках стало явище, коли за дефіциту ресурсів для інвестицій у реальну економіку на фінансовому ринку спостерігається надлишкова ліквідність, що спричиняє формування фіктивних «бульбашок» на окремих його сегментах¹.

Економічна теорія традиційно приділяє значну увагу макроекономічній проблемі трансформації заощаджень в інвестиції. Заощадження є, по суті, найважливішим джерелом інвестицій. За цих умов реалізація інвестиційних проектів тісно пов'язана з пошуком і формуванням джерел їх фінансування. Це змушує суб'єктів фінансового ринку розробляти певну лінію економічної поведінки щодо обсягів і структури заощаджень.

Рівень розвитку механізмів акумулювання заощаджень здійснює безпосередній вплив на масштаби інвестування. Як свідчить зарубіжний досвід, якщо фінансовий ринок розвинутий і належним чином організований, то переважна частина заощаджень ефективно спрямовується в інвестиційний процес.

Механізм трансформації заощаджень в інвестиції передбачає наявність каналів, за якими грошові кошти переміщуються від власників заощаджень до користувачів цих коштів (рис. 3.2).

¹ Про фінансові бульбашки див.: Макдональд Р., Милбурн Р. Новые разработки в денежной теории // У кн.: Панорама экономической мысли конца XX столетия. — СПб.: Экономическая школа, 2002. — С. 360—364.

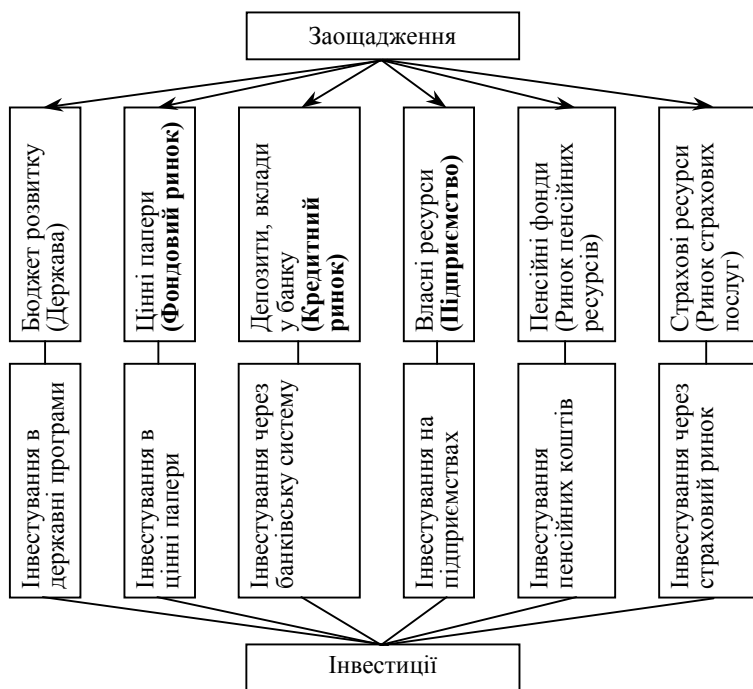


Рис. 3.2. Механізм трансформації заощаджень в інвестиції

Як видно з рис. 3.2, мобілізація фінансових ресурсів для потреб національної економіки здійснюється на основі різноманітних каналів заощадження коштів, зокрема через бюджет розвитку держави, через банківські установи, вкладення в різні інвестиційні компанії та інвестиційні фонди, придбання цінних паперів, емітованих суб'єктами господарювання та державних облігацій під гарантії уряду країни, участі в пенсійному страхуванні, забезпеченні пенсійних накопичень через систему недержавних пенсійних фондів, через ринок страхових послуг тощо.

Заощадження й інвестиції — взаємозалежні категорії. Заощадження є потенційними інвестиціями, а інвестиції виступають як реалізовані заощадження. При цьому та їх частина, що спрямовується на розвиток або вдосконалення процесу виробництва, виявляється залученою в процес нагромадження. Традиційний «постачальник» грошових ресурсів на фінансовий ринок — населення, яке акумулює грошові заощадження, а попит

на додаткові інвестиційні ресурси пред'являють підприємці (корпорації) й держава. Підприємницькому сектору інвестиційні кошти необхідні для забезпечення нормального відтворення капіталу, розширення виробничої діяльності, державі ж вони необхідні для фінансування бюджетних інвестиційних програм через бюджет розвитку.

Заощадження — це тимчасово вільні кошти, які не призначені для безпосереднього використання на споживчі цілі. Вони виникають у результаті збереження економічними суб'єктами частини отриманих доходів від витрат на цілі споживання. Такі заощадження виникають як у домашніх господарствах, так і на підприємствах (фірмах). Заощадження можна розглядати як вільні грошові кошти трьох секторів економіки — держави, підприємств і населення.

У загальновизнаних макроекономічних моделях, зокрема моделях економічного зростання, місце фінансового ринку в економіці (разом з іншими інститутами) часто-густо залишається малопомітним: трансформація заощаджень в інвестиції здійснюється нібито без участі фінансового ринку та держави¹. Однак роль фінансового ринку в цьому процесі доволі суттєва.

В узагальненому вигляді логічну систему трансформації заощаджень в інвестиції подано на рис. 3.3.

Для дослідження теоретичних аспектів трансформації заощаджень в інвестиції звернемося насамперед до економічного змісту категорії «заощадження».

А. Маршалл розрізняв здатність і схильність до заощадження. Здатність до заощадження залежить від перевищення доходів над витратами, а схильність до заощадження визначається безпекою вкладень і розмірами очікуваної вигоди².

¹ Див.: Зимовець В. В. Акумуляція фінансових ресурсів та економічний розвиток. — К.: Ін-т економіки НАНУ, 2003. — С. 21.

² Маршалл А. Принципы экономической науки: В 3-х т. — М.: Прогресс, 1993. — Т.1. — С. 304—314.

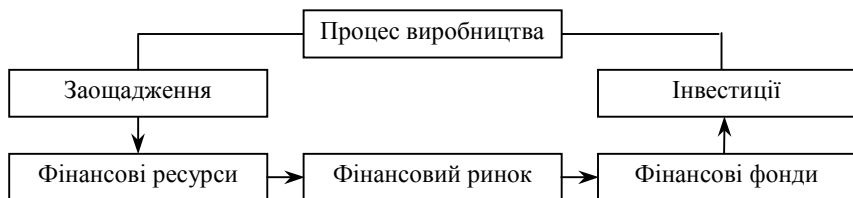


Рис. 3.3. Логіка трансформації заощаджень в інвестиції

Проблема заощадження була докладно проаналізована Дж. М. Кейнсом. Він розглянув взаємозв'язок між приростом заощаджень та інвестиціями, а також між приростом інвестицій та отриманим у результаті цього приросту доходу. За Дж. М. Кейнсом, попит на інвестиції не залежить безпосередньо від рівня доходу. Сама ж функція інвестицій пов'язана з поняттям граничної ефективності капіталу і з нормою відсотка. Дж. М. Кейнс сформулював основний психологічний закон, за яким зі збільшенням доходів економічні суб'єкти зазвичай збільшують своє споживання, але повільніше, ніж зростає їх дохід. Інакше кажучи, що більший загальний розмір доходів, то більша частина заощаджується. Отже, зі збільшенням доходів видатки на заощадження як частина сукупного доходу зростають швидше, ніж сам дохід¹.

Дж. М. Кейнс схильність до заощадження протиставляв схильності до споживання. На його думку, спонукання до заощадження починає діяти лише тоді, коли досягнуто деякий (достатньо високий) рівень доходу. При цьому діють доволі чіткі стимули до заощадження: обережність, передбачливість, ощадливість, прагнення до кращого, незалежність, заповзятливість, гордість і скнарість².

Заощадження — необхідна ланка й основа взаємозв'язку фінансового ринку й національного виробництва. Інвестиції у виробництво зумовлені заощадженнями та неможливі поза ними. Водночас далеко не всі заощадження стають інвестиціями. Залишаючись у свого власника без руху, грошові кошти не стають інвестиціями. Ними стають заощадження, які прямо або побічно використовуються для отримання позитивного ефекту в майбутньому.

¹ Див.: Дж. М. Кейнс. Общая теория занятости, процента и денег // Антология экономической классики: В 2-х т. — М.: МП «ЭКОНОВ», 1993. — Т. 2. — С. 268.

² Там само. — С. 199.

Тут слід уточнити співвідношення понять «нагромадження» та «інвестиції». Вважаємо, що в змістовному плані поняття «нагромадження» та «інвестиції» слід розмежовувати. Як було сказано вище, заощадження — це перевищення доходів над витратами, або частина використовуваного доходу, що залишається після формування фонду споживання. При цьому частина заощаджень може нагромаджуватися за допомогою тієї чи іншої фінансової форми. Нагромадження — це продуктивне використання заощаджень, що має на меті створення, розширення або вдосконалення процесу виробництва. У реальній господарській практиці поняття «інвестиції» більш широке, ніж поняття «нагромадження».

Для розвитку національного виробництва в країнах з перехідною економікою та залучення коштів заощадження до інвестиційної діяльності виникає необхідність удосконалення механізму акумуляції та використання заощаджень, а також забезпечення на цій основі активізації інвестиційного процесу. Вплив заощаджень на інвестиційну діяльність суб'єктів господарювання забезпечується їх трансформацією через механізм фінансового ринку в додаткові джерела розширення основного та оборотного капіталу в реальному секторі національної економіки. У трансформаційних економіках активно відбувається процес витіснення частини заощаджень у тіньову сферу, яка не є й не може бути джерелом інвестиційних ресурсів офіційної економіки.

За даними системи національних рахунків можна проаналізувати процес трансформації валових заощаджень у валове нагромадження (табл. 3.1).

Таблиця 3.1

**ВЗАЄМОЗВ'ЯЗОК ВАЛОВИХ ЗАОЩАДЖЕНЬ І ВАЛОВОГО
НАГРОМАДЖЕННЯ ОСНОВНОГО КАПІТАЛУ В УКРАЇНІ у 1996—2004рр.***
млрд грн

Показники	1996	1998	2000	2001	2002	2003	2004
Валове нагромадження основного капіталу	16,9	20,1	33,4	40,2	43,3	55,1	77,8
Валові заощадження	16,3	19,6	41,9	52,2	62,6	74,3	109,3
Різниця	- 0,6	- 0,5	8,5	12,0	19,3	19,2	31,5

* Статистичний щорічник України за 2000 рік. — К.: Техніка, 2001. — С. 39; Статистичний щорічник України за 2005 рік. — С. 38.

Як видно, автоматичної трансформації валових заощаджень в інвестиції не відбувається. Різниця між валовими заощадженнями

та валовим нагромадженням основного капіталу зросла з 8,5 млрд грн у 2000 до 31,5 млрд грн у 2004 р.

Важливим є залучення в інвестиційний процес усіх потенційних інвесторів, зокрема й тих, хто має мінімальні заощадження, що в сукупності може сформувати значні за обсягом інвестиційні ресурси. У кінцевому підсумку, завдання полягає в тому, щоб мобілізувати такий обсяг заощаджень, який би був достатній для забезпечення інвестицій, необхідних для підтримки сталого зростання національного виробництва. Головне — стимулювати спрямування цих заощаджень на нагромадження національного капіталу й відповідно на розвиток виробництва. Проблема подолання розриву між заощадженнями та нагромадженням значною мірою залежить від того, наскільки ефективним буде фінансовий ринок, наскільки він сприятиме побудові системи ефективної реалізації інтересів інвесторів.

У сучасних умовах фінансовий ринок розвинутих країн світу достатньо ефективно виконує функцію трансформації заощаджень в інвестиції. Стале зростання економіки в цих країнах ґрунтувалося насамперед на ефективному й масовому залученні в національне виробництво через фінансовий ринок інвестицій приватних інвесторів.

Внутрішні приватні інвестори в будь-якій країні мають вагомий інвестиційний потенціал. Залучення заощаджень цієї групи інвесторів в інвестиційний процес дає значний імпульс розвитку фінансового ринку та національного виробництва загалом. Тому необхідно враховувати їх інвестиційні переваги, що сприятиме більш дієвій трансформації суспільних заощаджень в інвестиції. Тому важливе значення має наближення ринкової торгівлі фінансовими активами до населення — важливого джерела інвестиційних ресурсів і трансформація форми фінансового ринку: від переважно оптового до переважно роздрібного.

Інвестиційні переваги вітчизняних домашніх господарств останніми роками, на жаль, змінилися дуже мало. Вони характеризуються схильністю до заощаджень у формі банківських депозитів, готівкових грошових коштів та іноземної валюти. Значна частина заощаджень домашніх господарств, акумульованих на банківських депозитах і в формі готівки, свідчить, з одного боку, про незатребуваність наявних інструментів інших більш перспективних сегментів фінансового ринку цією групою інвесторів, а з іншого — про неефективність цих фінансових інструментів. Загалом інвестиційний потенціал

цієї групи інвесторів є доволі високим: у населення нагромадилися значні фінансові ресурси, а отже, має місце висока можливість їх виробничого інвестування.

Сума коштів фізичних осіб на гривневих і валютних банківських вкладах за станом на лютий 2007 р. становила 113,5 млрд грн, при цьому сумарний обсяг довгострокових (на термін більше одного року) внесків населення дорівнював 32,4 млрд грн¹. Особливістю економіки України є те, що приріст заощаджень домашніх господарств у всіх формах є доволі високим за відносно низьких офіційних доходів населення.

Можна стверджувати, що специфікою суспільного заощадження в Україні є значна їх тіньова складова. Причина криється у великому тіньовому секторі вітчизняної економіки. Майже все населення тією чи іншою мірою отримує офіційно незареєстровані доходи. Залучити ці кошти на фінансовий ринок вельми важко, але необхідно. Це складне питання, адже переважна частина інвестиційного потенціалу населення спрямована нині на вкладання в готівкову валюту, банківські депозити та житло.

На вітчизняному ринку нерухомості переважають суто спекулятивні процеси. Значна частина заощаджень домогосподарствкладається в короткострокові активи, які забезпечують високу дохідність. Крім привабливості для інвесторів того чи іншого фінансового інструменту, неабияку роль відіграють соціально-психологічні чинники, передусім ступінь довіри до тих фінансових інститутів, які мобілізують заощадження. Населення в Україні не поспішає вкладати гроші в цінні папери через нерозвиненість і нестабільності фондового ринку, погану інформованість, обмеженість доступу й недовіру до наявних інституційних посередників, насамперед інвестиційних фондів.

Заощадження визначають потенційний обсяг інвестицій, тому кількісний розмір інвестицій залежить від частки суспільних заощаджень у ВВП (сукупному використовуваному доході). Від частки заощаджень у ВВП (використовуваному доході) залежать не лише нинішні інвестиції, а й майбутнє споживання. У цьому зв'язку можна вказати на таку закономірність: що менший нині рівень інвестицій, то менше можливостей для збільшення споживання в майбутньому. Тут необхідно враховувати також те, що обсяг інвестицій може бути більший, ніж обсяг заощаджень у

¹ Бюлетень НБУ. — 2007. — № 4. — С. 135.

країні. Це пов'язано, зокрема, з розширенням обсягів іноземних інвестицій.

У процесі аналізу й оцінки інвестиційних ресурсів на фінансовому ринку завжди слід мати на увазі його інституційну структуру й можливості вирішення проблем захисту прав інвесторів. Йдеться насамперед про підвищення довіри вітчизняних та іноземних інвесторів до інвестиційних інститутів, здійснення ними усвідомленого вибору напрямів вкладень своїх заощаджень. З розвитком фінансового ринку процес трансформації заощаджень в інвестиції опосередковується все більш складною структурою фінансових відносин.

Слід підкреслити важливість аналізу внеску кожного з інституційних секторів національної економіки в формування внутрішніх заощаджень (табл. 3.2).

Таблиця 3.2

ВАЛОВЕ ЗАОЩАДЖЕННЯ В УКРАЇНІ у 1996—2004 рр.*

млрд грн

Інституційні сектори	1996	1998	2000	2001	2002	2003	2004
Нефінансові корпорації	1,7	4,5	18,6	31,5	29,1	36,4	51,1
Фінансові корпорації	0,6	1,3	2,0	4,0	4,1	6,1	14,8
Сектор державного управління	13,2	12,4	16,7	9,5	11,9	14,8	11,2
Домашні господарства	0,8	1,4	4,6	7,2	17,5	16,8	31,6
Некомерційні організації	—	—	—	—	—	0,2	0,6
Разом	16,3	19,6	41,9	52,2	62,6	74,3	109,3

* Національні рахунки за 2003 рік. Статистичний збірник — К.: Держкомстат України, 2005. — С. 74, 89, 96, 104, 112, 120; Статистичний щорічник України за 2005 рік. — С.42.

Як свідчать дані таблиці 3.2, більша частина валових заощаджень в економіці України формувалась у секторі державного управління й нефінансових корпораціях. Валові заощадження фінансових корпорацій (переважно банківська система) становили надто малий обсяг. Звернемо також увагу на дуже незначний внесок сектора домашніх господарств у формування валових заощаджень. Така структура валових заощаджень неефективна.

Безперечно, однією з головних проміжних ланок у механізмі трансформації приватних заощаджень в інвестиції є банківська система. Саме цим пояснюється те, що пересічний український

громадянин найбільше довіряє класичній формі заощадження коштів через банківські установи (депозитні вклади).

Однак вітчизняна банківська система не може нині задовольнити потребу національного господарства в довгострокових і відносно дешевих фінансових ресурсах. Зокрема, рівень відсоткових ставок за кредитами в Україні хоча й має тенденцію до скорочення, однак залишається високим. Зокрема, за даними Національного банку України, середній рівень відсоткових ставок банків у 2006 р. за кредитами в національній валюті становив близько 15,1% річних, в іноземній — 11,3 % річних¹. Загалом, обсяги кредитування української економіки з боку вітчизняної банківської системи залишаються дуже малими порівняно з розвинутими країнами. У 2005 р. сукупний обсяг наданих банківських позик (вимоги банків за наданими кредитами) в Україні становив близько 33,8% ВВП, тоді як у розвинутих країнах — понад 100%².

У сучасних умовах нарізла потреба інституційного розмежування в Україні між універсальними комерційними та інвестиційними банками³, при цьому останнім слід надати статус фінансової структури з чітко визначеними функціями. Це розмежування необхідно закріпити законодавчо.

Розглянемо більш докладно особливості розвитку інвестиційного банківського посередництва. В узагальненому вигляді інвестиційні банки є фінансовими інститутами, що спеціалізуються на операціях з цінними паперами, реалізації інвестиційних проєктів, довгострокового кредитування клієнтів, надають послуги з реструктуризації бізнесу й довірчого управління. Найважливіше значення мають такі операції інвестиційних банків, як участь у фінансових програмах емітентів, формування емісійних портфелів, андерайтинг, розміщення цінних паперів на первинному ринку, продаж-купівля цінних паперів на вторинному ринку, портфельне управління фінансовими активами, організація корпо-ративних угод щодо злиття й поглинання компаній, управління акціонерним капіталом, інвестиційне проєктування, моніторинг реалізації планів розвитку, довгострокове кредитування під заставу цінних паперів, депозитарне обслуговування.

¹ Бюлетень Національного банку України. — 2007. — №4. — С.82.

² Грошово-кредитна статистика НБУ. — www.bank.gov.ua.

³ Див., наприклад: *Корнієв В. В.* Фінансові посередники: інституційна роль та інструментарій // *Фінанси України*. — 2000. — № 2. — С. 40.

Створення спеціалізованих інвестиційних банків, їх відокремлення від комерційних кредитно-депозитних банків має важливе значення з погляду перспектив економічного зростання в Україні. Після набуття чинності Закону України «Про банки і банківську діяльність» у 2001 р. інвестиційні банки отримали легітимний статус одного зі спеціалізованих видів банківських установ. Тепер необхідно забезпечити їх фактичний розвиток. На сьогодні в Україні інвестиційних банків як таких (за західними стандартами) ще немає.

Важливим чинником, що визначає рівень інвестиційної діяльності є сфера страхування. Однак нині діяльність вітчизняних страхових компаній у сфері інвестицій є вкрай обмеженою. Активи страхових компаній розміщуються переважно на поточних банківських рахунках і депозитах. В акції та облігації інвестується менша частина активів. Інвестиції в реальну економіку за сучасними напрямками майже не здійснюються. Тобто інвестиційна функція страхування залишається в Україні належним чином не реалізованою. Це спричинено переважно двома обставинами: по-перше, незначними обсягами фінансових ресурсів, що їх акумулюють страхові компанії; по-друге, відчутним домінуванням на українському страховому ринку компаній зі страхування майна та від нещасних випадків, які не мають можливості точно прогнозувати настання страхових випадків, а отже, змушені обмежуватися переважно короткостроковими високоліквідними активами та лише частково інвестувати свої кошти в довгострокові активи.

Додаткові інвестиційні можливості для розвитку національного виробництва в Україні відкриваються в умовах розвитку нових форм інституційного інвестування, насамперед пов'язаних з діяльністю недержавних пенсійних фондів. Нагальна потреба в створенні недержавної системи пенсійного забезпечення впливає з необхідності реформування існуючої солідарної пенсійної системи й запровадження накопичувальної системи. За даними Державної комісії з регулювання ринку фінансових послуг нині в Україні зареєстровано лише близько 50 недержавних пенсійних фондів. З них реально функціонують приблизно 20. Частина недержавних пенсійних фондів об'єднані в Асоціацію недержавних пенсійних фондів, створену ще в грудні 1996 р. Більшість з цих фондів засновані та управляються банками, професійними спілками та підприємствами.

Головним принципом розбудови недержавного пенсійного забезпечення в країнах з перехідною економікою є максимальне врахування та гарантування інтересів учасників пенсійних фондів, що потребує насамперед законодавчого визначення правового статусу активів пенсійних фондів як приватної власності їх учасників. Важливо запровадити обов'язкове рейтингування фінансових інструментів, що є об'єктом інвестування коштів недержавних пенсійних фондів, емітентів цих інструментів і компаній-адміністраторів недержавних пенсійних фондів. Необхідним є використання механізмів відповідальності компаній-адміністраторів за збереження коштів пенсійних фондів на основі запровадження таких оціночних показників, як ліквідність та якість пенсійних активів, а також прибутковість і ризикованість операцій з ними. Слід створити систему, за якої кошти пенсійних фондів повинні вкладатися лише на організованому фінансовому ринку в інструменти, що відповідають встановленим вимогам щодо рівня фінансового ризику.

Відсутність на вітчизняному фінансовому ринку дешевих і довгострокових фінансових ресурсів зумовлює необхідність інтенсифікації залучення зовнішнього фінансування на основі трансформації іноземних заощаджень в інвестиції в українську економіку. Загалом за результатами низки досліджень було встановлено, що на практиці існує доволі щільний кореляційний зв'язок між темпами економічного зростання та обсягами залучення іноземного капіталу¹. Головним мотивом іноземного інвестування на українському фінансовому ринку є можливість отримання вищого прибутку, ніж на фінансових ринках розвинутих країн світу.

Отже, актуальними з погляду дослідження механізму взаємозв'язку фінансового ринку з національним виробництвом є проблеми: теоретико-методологічні — пов'язані з труднощами розробки адекватної концепції та моделі функціонування фінансового ринку; інституційні — пов'язані з недосконалістю інституційного опрацювання мобілізації заощаджень економічних суб'єктів та їх трансформації в інвестиції; організаційно-процедурні — відсутність дієвих процедур участі фінансових посередників у ефективному розвитку інвестиційного процесу.

¹ Економіка України: стратегія і політика довгострокового розвитку / За ред. акад. НАН України В. М. Гейця. — К.: Ін-т економ. прогноз., Фенікс, 2003. — С. 535.

3.3. Вплив глобалізації на розвиток фінансового ринку в трансформаційній економіці

Стан і тенденції фінансового ринку в будь-якій країні невіддільні від складних процесів, що відбуваються в світовій економіці й на міжнародному фінансовому ринку. Світова економіка в останні десятиліття характеризується різкою інтенсифікацією процесу інтернаціоналізації економічних відносин, переплетенням капіталів різної національної належності, активним формуванням наднаціональних інститутів і ринків. Усе це отримало в економічній науці назву «глобалізації». Отже, глобалізація — це об'єктивна реальність сучасного економічного життя, яка охоплює всі країни світу, поглиблюючи їх взаємозалежність.

Становлення глобальної економічної та фінансової системи, яка не визнає кордонів національних держав — найзначущіший процес, що визначає характер всесвітнього господарства на початку ХХІ ст.

Геоекономічні та геополітичні зміни активізують у сучасних умовах проблему формування цивілізованого фінансового підвищення ефективності національних господарств.

Глобалізацію всесвітнього господарства необхідно розглядати комплексно й різнобічно, дотримуючись принципу системності. У світовій економічній літературі існують різноманітні визначення глобалізації. Наведемо найбільш типові з них.

Як вказує американський економіст Д. Кельнер, термін «глобалізація» є узагальненим визначенням для величезного масиву дуже складних і багатовимірних процесів в економіці, політиці, культурі та повсякденному житті¹. Д. Гелд у відомій праці «Глобалізаційні трансформації» зазначає: «Глобалізація може розглядатися як процес трансформації просторової організації суспільних відносин і всього світового господарства, які оцінюються в термінах екстенсивності, інтенсивності, швидкості та сили»². Визначальним у глобалізації є «панування ТНК і фінансових інститутів, які діють незалежно від державних кордонів чи внутрішніх економічних уявлень»³. Експерти Міжнародного валютного фонду визначають феномен глобалізації як «зростаючу економічну взаємозалежність країн усього світу в

¹ Kellner D. Globalization and the Postmodern Turn // www.gseis.ucla.edu.

² Held D. et al. Global Transformations. Cambridge: Polity Press. 1999. — P. 16.

³ Milberg W. S. Globalization and its Limits // Transnational Corporations and the Global Economy L.: Macmillan Press, 1998. — P. 70.

результаті зростання обсягу й різноманітності транскордонних потоків товарів, послуг і капіталів, а також завдяки все більш швидкій та широкій дифузії технологій»¹.

Глобалізація економіки виявляється в розширенні можливостей переміщення товарів, робочої сили, капіталів, знань, технологій, супроводжується посиленням конкуренції, структурною перебудовою світового господарства, розвитком інтеграційних процесів у різних регіонах світу². Головними ознаками сучасної глобалізації вважають лібералізацію, зростання й інтеграцію світових фінансових і товарних ринків, експансію транснаціональних корпорацій, збільшення обсягів іноземних інвестицій. Глобалізація економічної діяльності може стати дієвим інструментом використання національних конкурентних переваг, проте лише розвинені економіки отримують стабільний ефект від відкритості національних ринків. Для інших країн такі позитивні результати з огляду на циклічність кон'юнктури світового ринку мають переважно короткотерміновий характер³. Це особливо небезпечно для нерозвинених і нестійких економічних систем, до яких належить й українська економіка.

Розгляд глобалізації як цілком позитивного або, навпаки, цілком негативного економічного явища є апріорі некоректним. Глобалізація одночасно містить як позитивні (економічний та соціальний прогрес, технологічні інновації, диверсифікація товарів і послуг, зростання економічної свободи та якості життя та ін.), так і негативні риси (знищення локальних економічних традицій та навколишнього середовища, зростання залежності бідних країн від багатих, загрози національному суверенітету та ін.).

В основі фінансової глобалізації лежить принцип відкритості національних фінансових ринків. Йдеться про міжнародну мобільність капіталу. За визначенням співробітників Світового банку, процес фінансової глобалізації слід розглядати як інтеграцію національних фінансових систем з міжнародним фінансовим ринком та інституціями⁴. При цьому інтенсивність фінансової

¹ Цит. за: Мир на рубеже тысячелетий (прогноз развития мировой экономики до 2015 г.). — М.: Издат. дом НОВЫЙ ВЕК, 2001. — С. 35.

² Див.: Субботин А. Перспективы реального рынка // Мировая экономика и международные отношения. — 2005. — № 1. — С. 75—80.

³ Див.: Соколенко С. И. Глобальные рынки XXI столетия: Перспективы Украины. — К.: Логос, 1998. — С. 14—22.

⁴ Див.: Schmuckler S., Zoido-Lobaton P. Financial globalization: opportunities and challenges for developing countries. — Washington : World Bank, 2001. — 45 p.

глобалізації та роль міжнародного фінансового ринку в світовому господарстві за останні десятиріччя кардинально змінилися. Унаслідок глобалізації зросли масштаби міжнародних фінансових операцій і збільшується обсяг руху фінансового капіталу між країнами світу. Внаслідок цього істотно зросла залежність розвитку національних економік від джерел іноземного фінансування. Особливо помітною ця тенденція є в країнах, що розвиваються, оскільки вони значною мірою змушені підлаштовувати режим діяльності внутрішніх фінансових ринків під стандарти глобалізації¹.

У сучасних умовах внутрішній фінансовий ринок не може бути відособлений від тих процесів, що відбуваються у всесвітньому господарстві. Глобалізація міжнародного розвитку та посилення ролі екзогенних чинників економічного зростання породжують нові загрози та ризики, які здатні суттєво послабити фінансовий ринок трансформаційних економік. Надмірна зовнішньоекономічна лібералізація справляє переважно зовнішній конкурентний тиск на національних товаровиробників.

Фінансовий ринок за своєю природою завжди був інтернаціональним — інвестори завжди шукали найкращі варіанти застосування капіталу в усьому світі. Міжнародний досвід свідчить, що взаємному проникненню фінансових активів перешкоджають насамперед валютні обмеження в різних країнах. Мірою їх зняття все яскравіше виявлятиметься глобальна природа фінансового ринку. На світовому фінансовому ринку відбувається уніфікація правил гри, широкомасштабна інформатизація, забезпечується належна прозорість фінансового простору, формуються світові комунікаційні мережі та ін.

Основними суб'єктами фінансової глобалізації є насамперед міжнародні інститути, що були створені після завершення другої світової війни (Світовий банк, Міжнародний валютний фонд, Світова організація торгівлі тощо), уряди окремих держав (переважно розвинених), а також транснаціональні корпорації (ТНК).

Отже, найважливішою тенденцією розвитку сучасного фінансового ринку є його глобалізація. Глобалізація фінансового ринку означає, що капітал переходить національні кордони, що призводить до формування всесвітнього фінансового простору. Інвестор з будь-якої країни може вкладати свої вільні кошти у

¹ Див.: Розанова Н. Развивающие рынки капитала: чему учит мировой опыт // Мировая экономика и международные отношения. — 2007. — № 2. — С. 24—31.

фінансові активи, що обертаються в інших країнах. За рівнем глобалізації фінансова сфера випереджає нині всі сфери світової економіки, а поширення інформаційних технологій, по суті, вже перетворило світовий фінансовий ринок на єдиний глобальний фінансовий простір.

Глобалізація створила безпрецедентні можливості, але водночас і серйозні проблеми. В умовах глобалізації Україна має обрати свій шлях інтеграції в глобальний фінансовий простір, не забуваючи про свої національні інтереси. Це можливо лише за потужної ефективної національної економіки. Без стабільної та ефективної національної фінансової системи повноцінна інтеграція в систему всесвітнього фінансового ринку неможлива.

Усесвітній фінансовий ринок у сучасних умовах усе більше набуває рис дворівневої системи: 1) глобальний (наднаціональний) рівень, який представлений насамперед оборотом цінних паперів провідних транснаціональних корпорацій, діяльність яких має глобальний характер; 2) національний рівень, на якому обертаються цінні папери національних компаній, а їх оборот забезпечується інфраструктурою локальних фінансових ринків. Межі між цими двома рівнями поступово стираються, й на сьогодні їх переважно вже визначають самі транснаціональні компанії¹. Реальністю в сучасних умовах стало те, що національні фінансові ринки найбільш розвинених країн світу стали виступати як інструменти глобалізації, що сприяють залученню «чужих» капіталів на користь своїх країн. Навпаки, національні фінансові ринки країн, що розвиваються, є нині фактично інструментами вилучення довгострокових фінансових ресурсів зі своїх економік².

У 1990-ті роки країни з трансформаційною економікою почали активно інтегруватись у світове господарство. У цих країнах було усунено багато перешкод вільному руху капіталу, стали здійснюватися заходи з інтенсивного використання коштів із-за кордону й захисту іноземних інвестицій. Однак, знявши зайві бар'єри в переміщеннях великих потоків вільного капіталу, фінансова глобалізація активізувала діяльність спекулятивного міжнародного капіталу. У результаті перехідні економіки багатьох країн зіштовхуються з проблемами, по-перше, раптових масованих атак міжнародних фінансових спекулянтів, а по-друге,

¹ Див.: Луцишин З. Трансформація світової фінансової системи в умовах глобалізації. — К.: Друк, 2002. — С. 137.

² Про вади глобальних ринків див.: Бердсолл Н. Усиление неравенства в новой глобальной экономике. — 2006. — № 4. — С. 87.

постійного (у зв'язку з відсутністю належних бар'єрів) витоку національних капіталів в офшорні зони й розвинені країни.

Гострою проблемою для країн з трансформаційною економікою стали фінансові ризики. Роль глобальних гравців у їх створенні стає вирішальною. Так, транснаціональні банки виступають одночасно і як кредитори (або інвестори) для трансформаційних економік, і як фінансові спекулянти на міжнародних ринках. Стратегія глобальних гравців призводить до того, що в їхніх руках концентрується або значна частка високоліквідних активів в економіці, або не менш значна частка зовнішніх боргових зобов'язань уряду або приватного сектора. Наступний масовий продаж активів з конвертацією коштів в іноземну валюту або припинення боргового фінансування з боку глобальних гравців прискорює настання фінансової кризи¹.

Головною небезпекою є надзвичайна плинність і виняткова чутливість іноземного спекулятивного капіталу до зміни кон'юнктури фінансового ринку, що формує істотний елемент невизначеності й ризику. За умов фінансової глобалізації цей капітал може бути з будь-якої причини виведений за межі національної економіки впродовж дуже короткого часу, що супроводжується збуренням внутрішнього фінансового ринку. Фактично цей процес цілком здатний самотійно викликати фінансову кризу або значно поглибити її.

Таким чином, можна говорити про те, що розвиток фінансової глобалізації характеризується глобальними діями міжнародного спекулятивного капіталу на користь транснаціональних корпорацій та розвинених країн світу. Усе більш руйнівний характер сучасних фінансових криз яскраво підтверджує цей висновок. Відкриваючи свій фінансовий ринок, країна з трансформаційною економікою не може бути впевнена в збільшенні обсягів і, головне, ефективності внутрішніх інвестицій. Водночас найбільш розвинені країни світу в умовах глобалізації майже завжди забезпечують ефективну інвестиційну діяльність.

Суперечливе значення для трансформаційних економік має зростання зовнішнього національного боргу. В Україні в 2005 р. було істотне збільшення зовнішнього корпоративного боргу — зовнішніх боргових зобов'язань підприємствами і банками. За рік зовнішня заборгованість комерційних банків зросла на 3,56 млрд

¹ Див.: Лук'яненко Д., Бакаєв О. Глобалізація економічного розвитку: фінансові кризи // Ринок цінних паперів України. — 2003. — № 3—4. — С. 3—14.

дол. і, станом на 1 січня 2006 р., досягла 6,22 млрд дол., тоді як у не фінансових підприємств відповідні показники становили 3,58 млрд дол. і 18,11 млрд дол. (з урахуванням короткострокових боргів). Станом на 1 січня 2006 р., обсяги зовнішньої заборгованості корпоративного сектора економіки в 1,8 раза перевищили зовнішню заборгованість держави¹.

У разі залучення зовнішніх кредитів недержавним сектором економіки підвищується вразливість національної фінансової системи до дії зовнішніх шоків, пов'язаних з переливами міжнародних капіталів і нестабільністю обмінних ресурсів. Варто також враховувати, що розгортання міжнародних фінансових криз у світі наприкінці 1990-х років відбувалося на тлі істотного зростання зовнішньої заборгованості підприємницького сектора економіки.

Подальший розвиток світової економіки вимагає більш ефективної організації міжнародного фінансового ринку.

Так, для фінансових ринків, що розвиваються, однією з найважливіших проблем є повноцінна інтеграція в міжнародний кругообіг капіталу на паритетних засадах. Серед головних стримуючих чинників цього процесу слід назвати фактичну економічну залежність країн з перехідною економікою від розвинених країн світу.

В умовах глобалізації доцільно враховувати також посилення міжнародної конкуренції та її вплив на ефективність національного фінансового ринку тієї чи іншої країни. З цих позицій ефективність фінансового ринку в умовах глобалізації заведено визначати з урахуванням ступеня його відкритості для іноземного капіталу. Вважають, що висока вартість фінансових послуг на внутрішньому ринку створює додаткові бар'єри на входження в цей ринок нерезидентів. Зокрема, за методикою Сандерса—Шумахера², результатом обмежень на доступ іноземного капіталу на фінансовий ринок певної країни є вищий рівень відсоткової маржі, що використовується як показник ціни банківських послуг.

Вагомі переваги для найбільш розвинених країн світу, передусім чергу для США, наявної моделі фінансової глобалізації визначаються насамперед такими: по-перше, закріпленням фінансової залежності «іншого» світу від країн-

¹ Див.: Вахненко Т. Концептуальні засади управління зовнішнім національним боргом України // Економіка України. — 2007. — № 1. — С. 16.

² Див.: Saunders A., Schumacher L. The Determinants of Bank Interest Rate Margins: an International Study. — Washington: George Washington University, 1997.

лідерів і, по-друге, гарантованим забезпеченням країн, що входять у «ядро» глобалізації, усіма необхідними для подальшого розвитку фінансовими ресурсами. Припливу фінансових ресурсів на «західні» ринки сприяє формування та підтримання в інвесторів стійкого стереотипу високої надійності фінансових ринків розвинених країн світу (що загалом відповідає об'єктивній реальності).

Виходячи з вищесказаного, зміст сучасної фінансової глобалізації можна визначити, на наш погляд, як процес глобального (у світових масштабах) перерозподілу фінансових (а також й інноваційних та інтелектуальних) ресурсів на користь країн-лідерів глобалізації. Це досягається за допомогою спекулятивного фінансового капіталу, що дезорганізує фінансові ринки країн, що розвиваються, які за цих умов нездатні захистити свої національні економічні інтереси. Такий підхід до визначення змісту фінансової глобалізації уявляється достатньо реалістичним.

Сучасний стан розвитку національного фінансового ринку України свідчить про недостатній рівень його інтегрованості в глобальні фінансові процеси. Хоч як парадоксально, але саме це фактично допомогло нашій країні більш-менш безболісно пережити як світову фінансову кризу 1997—1998 рр., так і події 11 вересня 2001 р. Інша справа, що це вказує на другорядний у масштабах всесвітнього господарства характер вітчизняного фінансового ринку.

Для сучасних трансформаційних економік характерні дві особливості, які гальмують світову інтеграцію національних фінансових ринків: по-перше, значні масштаби неринкових секторів і відносин, по-друге, низька інформаційна прозорість. Типовим є низький рівень залежності економіки України від світових потоків фінансового капіталу. Несприятливість інвестиційного клімату в Україні пов'язана з незавершеністю ринкових інституційних перетворень, високим рівнем довільного втручання державних органів у фінансово-господарську діяльність та з їх корумпованістю, нерозвиненістю ринкової інфраструктури та ін. Це та вузькість внутрішнього фінансового ринку відвертають від країни основні потоки світового фінансового капіталу¹.

¹ Див.: Сіденко В., Крючкова І. Макроструктурні зрушення в українській економіці у контексті інтеграційних процесів // Дзеркало тижня. — 2003. — 28 червня. — С. 8.

У перспективі, якщо виходити з економічних реалій та рівня розвитку фінансового ринку країн з трансформаційною економікою можливим є розширення масштабів залучення в ці країни іноземного капіталу. Загалом надходження іноземного капіталу може мати як позитивні результати, так і негативні наслідки для соціально-економічного розвитку країни. Отримання позитивних ефектів залежить від співвідношення між імпортом та експортом капіталу, форм залучення іноземного капіталу, напрямів використання запозичених коштів та ін.

Найбільш поширеним способом залучення прямих іноземних інвестицій у реальний сектор трансформаційної економіки залишається продаж акцій підприємств закордонним компаніям. Слід усвідомлювати те, що країна з перехідною економікою має «вписатися» в глобальні фінансові процеси, дотримуючись можливостей власного сталого розвитку. Інтеграція в світову економіку на основі спеціалізації на продукцію сировинних виробництв, яка, на жаль, нині абсолютно переважає для країн з перехідною економікою, не є ефективною. Країни з такою структурою експорту не мають сильного імунітету проти кон'юнктурних коливань світового фінансового ринку. Для них завжди існує зовнішня загроза порушення внутрішньої макрофінансової рівноваги.

В умовах наявної моделі фінансової глобалізації для країн, що не входять у «ядро» глобалізації, все більш актуальним стає питання досягнення оптимального балансу між відкритістю економіки та розумними обмеженнями міграції фінансового капіталу, лібералізацією й оптимальним регулюванням національного фінансового ринку. Сподівання на розв'язання внутрішніх проблем за рахунок залучення іноземного капіталу є ілюзорними. Насамперед необхідно мобілізувати внутрішні джерела для інвестицій у національну економіку, а також створити належні фінансові умови для їх ефективного використання. У цьому контексті першочерговими завданнями економічної політики в Україні є підвищення норми внутрішніх заощаджень і створення умов для їх трансформування в продуктивні інвестиції; припинення впливу вітчизняного капіталу за межі країни.

Вважаємо, що політика прискореного входження України в світове економічне та фінансове співтовариство, яка виявлялася, зокрема у лібералізації доступу іноземного капіталу на внутрішній фінансовий ринок і наданні резидентам широких можливостей доступу на ринки запозичень, була передчасною. За

всі роки незалежності в країну так й не були залучені більш-менш великі іноземні капітали, а їх надмірне надходження на ринок державних запозичень у 1990-х роках не було позитивним. Незважаючи на процес глобалізації світового господарства, країнам з трансформаційною економікою, особливо тим, в яких ще не завершилося формування ефективних національних ринкових інститутів, не слід переоцінювати можливості розвитку за рахунок залучення іноземних фінансових ресурсів. Поки що іноземні інвестори не визначилися щодо політичного й економічного майбутнього більшості пострадянських країн. Наявність сформованого інституційного середовища фінансового ринку могло б запобігти розвитку негативних тенденцій, однак у країнах з трансформаційною економікою формування такого середовища ще дуже далеке від завершення.

Для трансформаційних економік важливим є скорочення масштабів вивезення національного капіталу й насамперед зменшення обсягу коштів, що протизаконно вивозяться («втікають») за кордон¹.

Водночас слід стимулювати вивіз капіталу в таких формах, як експортні кредити й легальні прямі інвестиції. Загальне поліпшення економічної та політичної ситуації сприятиме вирішенню цього завдання. Однак необхідним є й здійснення активних заходів державного регулювання фінансового ринку. В умовах зростаючої інтеграції трансформаційних економік у всесвітнє господарство й посилення їх відкритості, значення регулюючих заходів держави в зовнішньоекономічній сфері зростає. Особливо актуальним цей підхід є тому, що протизаконний вивіз капіталу, який набув великих масштабів у всіх пострадянських країнах, призводить до втрати та нерационального використання їх національних фінансових ресурсів.

У країнах з трансформаційною економікою діють як традиційні стимули до вивозу капіталу (освоєння закордонних ринків збуту, доступ до іноземних джерел сировини, отримання в інших країнах більш високого прибутку та ін.), так і нові чинники, характерні для так званої «втечі» капіталу. Йдеться

¹ Про «втечу» капіталів див.: Булатов А. Параметры и оценка масштабов утечки капитала из России // Деньги и кредит. — 1999. — № 12. — С. 68—72; Катасонов В. Ю. Бегство капитала из России. — М.: Анкил, 2002; Красавина Л. «Бегство» капитала из России и пути его сдерживания // Деньги и кредит. — 2000. — № 11. — С. 40—42; Макаренко О. Валютний контроль як інструмент стабілізації валютного ринку в Україні // Вісник Національного банку України. — 2002. — № 2. — С. 36—38.

про несприятливий інвестиційний клімат у країні, а також намагання «відмити» капітал нелегального походження. «Утеча» фінансового капіталу з країн з трансформаційною економікою здійснюється зазвичай такими способами, як: ненадходження в призначений термін експортної виручки, невчасне погашення ім-портних авансів, нееквівалентний бартер, контрабандний експорт та ін.

Вагоме значення для розширення обсягів інвестиційних ресурсів мало б повернення в українську економіку раніше вивезеного за кордон капіталу. Основною причиною великого відтоку капіталу з України був і залишається несприятливий інвестиційний клімат. Світовий досвід переконливо свідчить, що боротися з вивозом капіталу лише адміністративними методами неможливо. Найбільш ефективним способом зменшення відтоку капіталу є поліпшення умов інвестиційної діяльності всередині країни, що може бути досягнуто шляхом забезпечення дієвого різноманіття фінансових активів та інструментів, підвищення їх ефективності, зниження інвестиційного ризику.

Зростання мобільності капіталу як один з неминучих наслідків фінансової глобалізації стало однією з причин фінансових криз у світі в 90-х роках XX ст. у Мексиці та Латинській Америці, у 1994—1995 роках, у Східній Азії — у 1997 р., у Бразилії — у 1999 р., а в Аргентині й Туреччині — у 2000—2001 роках. У Російській Федерації іноземні спекулянти в 1994—1995 роках актив-но скуповували акції промислових підприємств, які щойно з'явилися на вторинному ринку за гранично заниженими цінами, потім за короткий період різко підняли котирування цих акцій і вже за цінами в кілька разів вищими продали їх наприкінці 1995 р. і зійшли з ринку¹.

Оцінюючи стійкість вітчизняного фінансового ринку щодо кризових загроз, зауважимо, що низька частка України в глобальній фінансовій системі робить її фінансовий ринок мало захищеним від транснаціональних фінансових спекулянтів, створює постійні загрози для фінансової сталості вітчизняних фінансів і погіршує фінансове становище українських акціонерних підприємств. Гостро стоїть питання про те, як убезпечити національну економіку від ризику впливу іноземного капіталу у вигляді репатріації прибутків або «втечі»

¹ Див.: Булатов В. В. Фондовый рынок в структурной перестройке экономики. — М.: Наука, 2002. — С. 180.

короткострокових активів за кордон унаслідок зниження ступеня довіри до вітчизняної економічної політики.

В умовах глобалізації зростає роль міжнародних фінансових організацій. У результаті об'єктивних тенденцій глобалізованого розвитку збільшується кількість проблем, які національні держави не спроможні вирішити самотійно, без співпраці з іншими країнами на основі діяльності міжнародних інституцій.

Найвпливовіша міжнародна фінансова організація — Міжнародний валютний фонд (МВФ). Як відомо, у 1992 р. Україна вступила до цієї світової інституції. Значення МВФ у процесі фінансової глобалізації полягає у підтриманні стабільності міжнародних валютно-фінансових відносин з метою сприяння економічному зростанню й розвитку міжнародної торгівлі в усіх країнах світу. Стабільність при цьому ґрунтується на довірі між країнами в сфері валютно-фінансових відносин, на міжнародній співпраці й зменшенні рівня незбалансованості платіжних балансів.

Міжнародні фінансові організації представлені також Світовим банком. Саме цим інститутам — МВФ і Світовому банку, делеговано в глобальній фінансовій системі функції координування та регулювання. На жаль, на практиці роль і функції міжнародних фінансових інститутів часто-густо не відповідають їх можливостям. У цьому вагома причина їх неспроможності протидіяти періодичним кризам фінансових ринків країн, що розвиваються.

Початок ринкових реформ у 1990-х роках змусив Україну активно розвивати свої контакти з МВФ. Ця міжнародна організація оперативно відреагувала на ситуацію, включивши Україну в свої пріоритети поряд з країнами Центральної та Східної Європи. Безумовно, неправомірно було б стверджувати, що кредити й рекомендації МВФ узагалі не мали позитивних ефектів для реформування української економіки. Однак у стратегічному сенсі їх не можна оцінити позитивно.

Фінансова глобалізація суттєво підвищила значення валютного сегмента фінансового ринку в трансформаційних економіках. Ефективний і конкурентний ринок іноземних валют є однією з ключових складових сучасної відкритої економіки. Попит та пропозиція іноземної валюти на внутрішньому валютному ринку формуються насамперед під впливом експортерів, які отримують валютну виручку за продані товари й надані послуги, а також імпортерів, які мають одержати платежі за придбані товари й отримані послуги. Основою для проведення валютних операцій на валютному ринку є міжнародна торгівля та

пов'язані з нею послуги, а також міжнародний рух капіталу й кредитів.

У світлі своєї особливої ролі у відкритій трансформаційній економіці вітчизняний валютний ринок вимагає все більшої державної уваги. Ідея лібералізації валютного ринку, тобто надання визначення курсу валют ринковим силам, безумовно, дуже приваблива. Однак, гадаємо, у трансформаційній економіці за належного регулювання валютного ринку з боку центрального банку обмінний курс національної грошової одиниці орієнтуватиметься на ефективне використання національних фінансових ресурсів¹.

Істотні зміни фінансова глобалізація вносить у ринок страхових послуг країн з трансформаційною економікою. Розвиток страхування вимагає інтеграції національних страхових ринків у світову фінансову систему, яка реалізується зокрема й механізми перестрахування. Міжнародна кооперація в сфері страхування необхідна для функціонування таких секторів економіки, як міжнародна торгівля та перевезення, авіація, космонавтика, туризм². Однак надмірна відкритість доступу на внутрішній ринок страхових послуг для іноземних операторів може призвести до неефективного перерозподілу акумульованих ресурсів, обмеження діяльності національних страховиків і посередників.

Складовою частиною фінансової глобалізації стали процеси консолідації (об'єднання) фондових бірж і торговельних систем на ринку цінних паперів з метою зниження витрат і концентрації ліквідності. У кінці ХХ ст., після формування в розвинених країнах єдиних національних бірж (єдині біржі були створені в Німеччині, Великобританії, Франції, Італії, Швейцарії, Іспанії), настав час об'єднання фондових бірж різних країн, формування наднаціональних фондових бірж. Так було створено біржу Euronext, у межах якої були об'єднані фондові біржі Франції, Голландії, Бельгії та Португалії. Нинішній процес формування потужних біржових структур, як у Західній Європі, так і в Сполучених Штатах, можна вважати своєрідним передднем формування інфраструктури глобального фінансового ринку³.

¹ Див.: *Кораблін С.* Скільки коштуватиме Україні валютна лібералізація? // *Дзеркало тижня.* — 2007. — 28 квітня. — С. 12.

² Див., наприклад: *Охріменко О.* Страхування фінансових ризиків у сфері туризму // *Економіка України.* — 2007. — № 1. — С. 27—28.

³ Див.: *Вірван Л.* Фінансова інтеграція сучасного ринку капіталів // *Фінанси України.* — 2003. — № 12. — С. 121.

В умовах глобалізації, як уже зазначалося вище, посилюється вплив глобальних фінансових гравців на стан світового фінансового ринку. Глобальні фінансові гравці — це транснаціональні банки, хедж-фонди, міжнародні страхові компанії тощо. Вражають обсяги операцій міжнародних фінансових спекулянтів — хедж-фондів. Їх налічується близько 4 тисяч, і вони оперують ліквідністю в обсягах понад 0,5 трлн дол. За оцінками МВФ, 5—6 найбільших хедж-фондів здатні мобілізувати до 900 млрд дол., що може дестабілізувати або навіть зруйнувати економіку середньої європейської країни.

Важливе місце на глобальному фінансовому ринку посідають офшорні фінансові центри¹. Ядро офшорного бізнесу становлять банки, страхові та перестраховувальні компанії. За деякими даними, майже 60 % світових фінансових ресурсів проходить через офшорні центри. На практиці офшори часто виступають як сховище кримінальних капіталів і коштів, незаконно вивезених з інших країн. У пік нелегальної втечі капіталів з України (1995—1996 рр.) в офшорних центрах було зареєстровано кілька тисяч українських компаній².

Глобалізація фінансів у сучасних умовах стає причиною зростання фінансових спекуляцій і як наслідок — підвищення ризику фінансових криз у країнах з трансформаційною економікою. З урахуванням зростаючої взаємозалежності національних фінансових ринків підвищується їх взаємна уразливість: фінансові кризи однієї країни можуть мати регіональні й навіть глобальні наслідки. Джерелами внутрішніх і міжнародних фінансових конфліктів стають основні фактори процесу глобалізації — експортна орієнтація, лібералізація та приватизація. Високим є ризик, пов'язаний із загрозами національному суверенітету країн з трансформаційною економікою з боку потужних транснаціональних компаній.

Великою загрозою для більшості трансформаційних економік залишається «втеча» капіталів за кордон і пов'язана з цим криміналізація фінансового ринку. Глобалізація та лібералізація фінансових ринків, формування світових офшорних центрів створюють для цього всі можливості. До того ж за кордон перетікають не лише тіньові та кримінальні капітали, а й часто в країну не повертаються й цілком легальні грошові кошти. Такі

¹ Див.: Тіньова економіка: сутність, особливості та шляхи легалізації / За ред. З.С. Варналія. — К.: НІС, 2006. — С. 202—203.

² Див.: Уманців Ю. М., Швед Ю. А. Офшорне підприємництво у сучасній економіці. — К.: Атіка, 2004. — С. 83—90.

втрати є занадто обтяжливими для економіки країни, яка сама потребує великих інвестицій¹.

Основною метою «втечі» капіталу є більш вигідні й гарантовані умови його розміщення в інших країнах. «Утеча» капіталу є зазвичай нелегальною міграцією короткострокового капіталу або рухом так званих «гарячих грошей» у вигляді портфельних інвестицій². Причиною «втечі» капіталу є насамперед несприятливий для інвесторів інвестиційний клімат. Безумовно, це явище негативно позначається на національному економічному розвитку. «Утеча» капіталу — це аномальна складова вивезення капіталу.

З огляду на сказане, можна зробити висновок, що в умовах фінансової глобалізації сформувалася така система перерозподілу фінансових ресурсів, за якої менш ризиковий капітал абсорбується найбільш розвинутими країнами світу, а спекулятивний, з більш високою нормою прибутку, притягується країнами з трансформаційною економікою. За умов глобалізації відбувається не лише консервація традиційних умов нееквівалентного обміну (збереження сировинної спрямованості експорту слаборозвинених країн світу, погіршення умов їх зовнішньої торгівлі, обмеженість їх доступу до міжнародного фінансового ринку тощо), а й уможливорюється незворотний системний розрив між розвиненими країнами та країнами з трансформаційною економікою. Поглиблення такої тенденції мало б украй негативне значення для розвитку всього всесвітнього господарства.

3.4. Проблема збалансованості структури фінансового ринку

Структура фінансового ринку розвивається відповідно до об'єктивних чинників і правил. Незважаючи на те, що формування оптимальної структури фінансового ринку в трансформаційних економіках ускладнюється низкою обставин економічного й політичного характеру, актуальним практичним завданням є досягнення збалансованої структури ринку на основі розвинутої системи відносин власності й сталого економічного зростання.

¹ Див.: Ковальчук Т. Глобалізація інвестиційних процесів та економічна безпека України // Глобалізація інвестиційних процесів та фінансова безпека України: Матеріали Міжнар. наук.-прак. конф. — К.: (НІПМБ), 2001. — С. 72—73.

² Див.: Меретуков А. Г. Правовые и криминалистические аспекты преступлений, совершаемых в сфере внешнеэкономической деятельности. — Краснодар: Краснодар. юр. ин-т МВД России, 1998. — С. 58.

Проблема збалансованості структури фінансового ринку є надзвичайно важливою для переважної більшості країн з трансформаційною економікою. Це, зокрема, зумовлене тим, що із середини 50-х років ХХ ст. у розвинутих країнах світу почався активний процес інтеграції сегментів фінансового ринку. Крім того, в останні десятиріччя минулого ж століття процес інтернаціоналізації всесвітньої економіки перейшов у якісно нову форму свого розвитку — глобалізацію, яка також істотно змінює структуру національних фінансових ринків. Нині необхідна оптимізація (збалансованість) структури фінансового ринку трансформаційних економік за всіма напрямками: за сегментами; видами фінансових інструментів; співвідношенням між організованим і неорганізованим ринками та ін. Високий ступінь мобільності структури фінансового ринку означає при цьому його гнучке реагування на зміни соціально-економічних умов.

Можна виокремити такі основні причини, що перешкоджають забезпеченню належної збалансованості фінансового ринку в країнах з трансформаційною економікою: відсутність значущої практики розвитку сучасного цивілізованого фінансового ринку, як відомо, на час формування фінансового ринку прийшовся період розквіту всіляких фінансових спекулятивних пірамід, що закінчився лише наприкінці 1990-х років; несприятлива динаміка ринкових відсоткових ставок, що не дає змогу оптимізувати співвідношення «прибутковість—ризик» та ін.

У сучасних умовах фінансовий ринок фактично стає основним структуроутворюючим сегментом фінансової системи трансформаційної економіки. Відомо, що в Україні, як і в більшості країн Центральної та Східної Європи, за основу структурної організації фінансового ринку була обрана німецька банківсько-орієнтована модель з виконанням банками універсальних функцій¹.

Світовою ж тенденцією нині стає скорочення частки банків у фінансових активах і зростання частки останніх, яка перерозподіляється через ринок цінних паперів на основі системи контрактних і колективних заощаджень. Банківський сектор поволі поступається місцем основному механізму перерозподілу інвестиційних ресурсів ринкові цінні папери. З 1980-х років у розвинених країнах світу фінансування шляхом емісії цінних паперів отримало переважний розвиток порівняно з банківським

¹ Див.: Ватаманюк З. Г. Дорош О. Л. Небанківські фінансові установи в економічній системі США // Фінанси України. — 2003. — № 3. — С. 127.

кредитуванням. Однак з погляду перспектив розвитку механізми фінансування інвестицій — через ринок цінних паперів і за допомогою банківського кредиту — не слід протиставляти¹. Виходячи з того, що банки є, по суті, основними кредиторами корпоративного сектора економіки, можна стверджувати, що є прямий взаємозв'язок між кредитним ринком і ринком корпоративних цінних паперів.

Кредитний ринок є конкурентом ринку корпоративних цінних паперів за фінансові ресурси. У результаті конкуренції виникає тенденція до зниження відсоткових ставок. Оптимальним є встановлення своєрідного «поділу праці» між фондовим і кредитним ринками: ринок цінних паперів повинен стати основним джерелом інвестицій з метою відновлення основного капіталу й розширення виробництва; банківський кредит усе більше виступатиме ефективним механізмом стабілізації грошових потоків підприємств. Рациональне співвідношення, баланс між цими двома конкуруючими механізмами фінансового ринку встановлюється поступово. На фінансових ринках у трансформаційних економіках нині має місце інша ситуація: їх механізми дуже спрощені, основна роль у перерозподілі фінансових ресурсів належить банківському сектору.

У зв'язку з цим можна погодитися з таким твердженням: збалансованим фінансовим ринком слід вважати такий ринок, у структурі й характеристиці фінансових потоків якого інвестиційна складова перевищуватиме кредитні й інші зобов'язання, і саме залучений неборговий капітал разом з можливостями самофінансування визначатиме справжні перспективи економічного розвитку інституційних одиниць².

Основна функція банків і страхових компаній на фінансовому ринку, що розвивається, — посередництво в здійсненні обліків, які залежать від специфічних обставин і вимог (невизначених, асинхронних у часі й таких, які є невідповідними за кількістю та розміром), а також зниження витрат, пов'язаних з безпекою прав власності на відповідні ресурси.

В Україні нині на фінансовому ринку склалася ситуація, що характеризується першістю неорганізованого фондового ринку над організованим, украй недостатньою кількістю в обігу та низькою ліквідністю цінних паперів, привабливих для інвесторів.

¹ Див: *Маковецкий М. Ю.* Инвестиционный процесс и рынок ценных бумаг: механизм функционирования, современное состояние, перспективы развития. — М.: Анки, 2003. — С. 72.

² Див.: *Корнєєв В. В.* Кредитні та інвестиційні потоки капіталу на фінансовому ринку. — С. 59.

Поки що український фондовий ринок обслуговує головним чином процеси переділу колишньої державної власності та різні напівтінкові фінансові схеми, але не орієнтований на процеси виробничої концентрації та руху капіталу.

Таким чином, необхідним пріоритетом реструктуризації фінансового ринку в трансформаційних економіках, має бути закріплення провідної ролі ринку корпоративних цінних паперів. Поки що корпоративні цінні папери посідають на фінансовому ринку в багатьох країнах з перехідною економікою доволі скромне місце. Акціонерні підприємства тут відчують гостру потребу в інвестиціях, і емісії акцій повинні потенційно стати одним з найбільш ефективних інструментів залучення додаткових фінансових ресурсів¹.

Отже, основною тенденцією забезпечення збалансованості фінансового ринку в трансформаційних економіках є розвиток корпоративних цінних паперів і використання їх потенційних переваг. Ринок корпоративних цінних паперів забезпечує реальний вихід виробничих підприємств за межі фінансування шляхом банківського кредитування. При цьому в умовах трансформаційної економіки не слід применшувати загрозу перенесення основної діяльності корпорацій у сферу фінансових спекуляцій. Це підриватиме довіру до акціонерних компаній, а також фінансового ринку загалом як до об'єкта вкладання коштів. Пересічні інвестори будуть беззахисними перед системою фіктивних фінансів, що будь-якої миті може бути зруйнована. Те, що спекулятивні операції виявляються більш прибутковими, ніж виробництво, не сприяє зміцненню реальної економіки й не стимулює інноваційний процес.

Розширення ринку корпоративних акцій означає: перевищення його обсягів над місткістю ринків державних і корпоративних облігацій; диверсифікацію структури акціонерних капіталів і підвищення частки роздрібних акціонерів; інноваційність фінансових продуктів; підвищення ролі сфери колективного інвестування тощо.

Загальний обсяг боргів фондової біржі ПФТС у 2006 р. в Україні становив 27,6 млрд грн і зріс порівняно з попереднім роком в 1,9 разу. Капіталізація ринку акцій ПФТС зросла у 2006 р. до 223,6 млрд грн. До найбільших за капіталізацією емітентів ПФТС належить ВАТ «Міттал Стіл Кривий Ріг» (23,3 млрд грн),

¹ Див., наприклад: *Сірко А.* Корпоративна власність у транзитивній економіці // Економіка України. — 2003. — № 2. — С. 57—64.

ВАТ «Укртелеком» (18,1 млрд грн), ВАТ «Укрнафта» (17,2 млрд грн), ВАТ «Північний ГЗК» (10,0 млрд грн) і ВАТ «Райффайзен Банк Аваль» (10,0 млрд грн)¹.

Оптималізація структури фінансового ринку в трансформаційних економіках вимагає нині інтеграції його складових сегментів. Йдеться про тенденцію до поєднання банківських і фінансових сфер, а також промислових акціонерних компаній. Відбувається процес модифікації фінансового капіталу та формування поліформізму процесів зрощування фінансово-кредитних інститутів.

У світовій практиці має місце великий світовий досвід інтеграції банківської системи в національний фінансовий ринок. Це, наприклад, досвід післявоєнної Німеччини, Італії, Великобританії, Франції, США після «Великої депресії» або більш близький у часі досвід Південної Кореї в 1980-х роках. Так, у Південній Кореї у цей період було створено достатньо жорстке «фінансове ядро» економіки з великих банків, передусім державних. У нього ввійшли банки, які займалися кредитуванням експортерів та імпортерів, інвестиційним фінансуванням ключових галузей промисловості, кредитуванням малих і середніх підприємств, а також сільського господарства й населення.

Для корпоративного сектора національної економіки, з погляду перспектив його розвитку, важливе значення має наявність у країні потужних інвестиційних банків. У зв'язку з цим зазначимо, що першочерговим завданням програми відновлення Німеччини після війни, в епоху канцлера ФРН Л. Ерхарда, було формування великих інвестиційних банків².

У багатьох країнах з трансформаційною економікою історично склалася перевага банків перед небанківськими фінансовими установами щодо здійснення операцій з цінними паперами. Існує навіть небезпека захоплення банками переважної частини діяльності на фондовому ринку, що може спричинити інституційний монополізм на фінансовому ринку. Крім того, вплив кредитних ризиків банків на інвестиційні ризики може ускладнити процес становлення ефективної структури фінансового ринку.

По суті, головна структурна проблема розвитку сучасного фінансового ринку в трансформаційних економіках полягає в

¹ Організований ринок цінних паперів у 2006 році // Фінансовий ринок України. — 2007. — № 2. — С. 12—13.

² Див.: *Ерхард Л.* Благополучие для всех. — М.: Начала-пресс, 1991. — С. 49—50.

пошуку оптимального співвідношення між банківським сектором і фондовим ринком¹. Активними гравцями на фондовому ринку завжди були й будуть банки. Однак у структурі операцій з цінними паперами вельми значна частка повинна припадати на інші фінансові (небанківські) установи².

Важливим для розвитку структури фінансового ринку в трансформаційних економіках має становлення системи недержавних пенсійних фондів. Вони належать до спеціалізованих небанківських фінансових інституцій. У розвинутих країнах ці фонди виступають у формі інвестиційних і фінансових компаній і є на фінансовому ринку серйозними конкурентами банків. На відміну від банків, пенсійні фонди акумулюють свої грошові кошти на тривалі терміни, а тому можуть робити довгострокові інвестиції.

Недержавні пенсійні фонди є класичним прикладом консервативних учасників фінансового ринку й традиційно орієнтуються на придбання високонадійних і довгострокових фінансових активів, оскільки їх зобов'язання також мають довгостроковий характер. Водночас вони є інституціями фінансового захисту й соціального забезпечення домашніх господарств (фізичних осіб). Запроваджувана в країнах з трансформаційною економікою (в Україні також) пенсійна реформа є дієвим заходом поліпшення інвестиційного клімату й розвитку відносин власності³.

Недержавне пенсійне обслуговування виникло як протипага й доповнення до державного соціального забезпечення, яке виявило свою неефективність. Створення недержавних пенсійних фондів необхідне й для врегулювання складної демографічної ситуації — відносного старіння населення. Законодавчу базу українсь-кої нової пенсійної системи було сформовано ще в 2001—2003 ро-ках. У ній були визначені основні принципи акумулювання та управління пенсійними нагромадженнями, що відображають міжнародні принципи формування й інвестування коштів пенсійних фондів, зокрема, залучення приватних

¹ Про взаємодію банків і небанківських фінансових посередників див.: *Патинкин Д.* Деньги, процент и цены. Соединение теории денег и теории стоимости. — М.: Экономика, 2004. — С. 299—300.

² Актуальним стала необхідність підвищення ролі небанківських фінансових установ в українській економіці, див., наприклад: *Ніколаєв Є. Б.* Підвищення ролі небанківських фінансово-кредитних установ // *Фінанси України.* — 2002. — № 12. — С. 107—113.

³ Див.: *Кривошекова Е., Окунева Е., Окунев В.* Обязательное пенсионное страхование: теория и практика российской пенсионной реформы // *Вопр. экономики.* — 2006. — № 6. — С. 120—135.

компаній для управління ними. Потенціал ринку пенсійних інвестицій у країнах з трансформаційною економікою дуже високий.

В Україні недержавні пенсійні фонди ще не отримали належного розвитку, недосконалим залишається нормативно-правове регулювання умов участі в недержавному пенсійному забезпеченні страхових організацій і банків. Фінансовий ринок не готовий до роботи з інвестування заощаджень, які надходитимуть з накопичувальної пенсійної системи, а також диверсифікації його розміщення. Залишаються невирішеними питання про створення нових надійних фінансових інструментів, які зможуть забезпечити дохідність пенсійних активів. Законодавчо не врегульовано питання випуску та обігу середньо- і довгострокових державних цінних паперів України, іпотечних і боргових цінних паперів, депозитних сертифікатів і валютних депозитів українських комерційних банків з виплатою валютних відсотків¹.

Страховий ринок у структурі фінансового ринку України можна віднести до ринків, що тільки почали розвиватися. Місткість страхового ринку України та його структура сьогодні не відповідають рівню розвинених країн.

Безумовно, за нинішніх умов вітчизняні страхові компанії поки що не можна розглядати як потужну інституцію залучення й перерозподілу вільних грошових коштів². Проте, за оцінками західних аналітиків, Україна впродовж останніх років за темпами зростання страхового бізнесу перебуває на одному з перших місць у світі, хоча зараз рівень охоплення українським страховим ринком становить не більш як 12 % потенційних ризиків, тоді як у багатьох розвинених країнах — не менш як 90—95 %. Таким чином, перспективи розвитку цього сектора фінансового ринку чималі. Загальна сума доходів, отриманих страховими організаціями за 2005 р., становила 23 927,0 млн грн, що у 7,85 разу більше, ніж у 2001 р. (3049,6 млн грн). З огляду на такі темпи, за найближчі роки страховий бізнес в Україні вже може накопичити доволі значні інвестиційні ресурси. Викликає занепокоєння те, що чималу суму становлять «інші доходи»

¹ Див.: Гнибіденко І. Пенсійна реформа в Україні: стан, проблеми, перспективи // Економіка України. — 2007. — № 4. — С. 9.

² Див.: Альошин В. Проблеми та перспективи розвитку страхового ринку в контексті нової редакції Закону України «Про страхування» // Фінансовий ринок України. — 2007. — № 2. — С. 19—20.

страхових організацій в Україні: 2005 р. — 10 362,1 млн грн, що у 64,5 разу більше ніж у 2001 р. (у 2001 р. — 160,7 млн грн)¹.

У процесі еволюції структура фінансового ринку значно ускладнюється, при цьому трансформуються й фінансові активи та інструменти. Характерною ознакою наявного фінансового ринку в країнах з трансформаційною економікою є те, що генерування нових, більш ефективних фінансових інструментів набуває статусу пріоритетної стратегічної проблеми, що передбачає вироблення конкурентоспроможних фінансових інструментів у вигляді нових продуктів і послуг. Поки що набір фінансових інструментів, які використовуються на фінансовому ринку в трансформаційній економіці, є дуже обмежений. Його слід істотно розширювати.

Розвиток фінансового ринку значною мірою залежить від ліквідності його інструментів. Проблема вибору портфеля фінансових інструментів постійно зберігає свою актуальність. На жаль, на фінансовому ринку в трансформаційних економіках недостатньо високоліквідних інструментів. На наш погляд, оновлення системи фінансових інструментів сприятиме збалансованому зростанню фінансового ринку загалом.

Проблема затребуваності в трансформаційній економіці принципово нових інструментів фінансового ринку для здійснення заощаджень та інвестицій стоїть на часі. При цьому розширення спектра доступних фінансових інструментів повинно бути «ув'язане» з особливостями інвестиційної поведінки інвесторів. Нині невеликі за обсягами фінансові ринки країн з трансформаційною економікою представлені головним чином банківською діяльністю, а отже, переважають банківські (депозитні та кредитні) інструменти. Фондовий ринок залишається слаборозвиненим.

Здійснюючи операції на фінансовому ринку, його учасники обирають відповідні найбільш прийнятні фінансові інструменти їх проведення. Згадаємо, що фінансові інструменти — це різноманітні фінансові документи, які обертаються на ринку, мають грошову вартість і за допомогою яких здійснюються операції на фінансовому ринку. Інструменти фондового ринку — це різноманітні цінні папери, що обертаються на ньому. Інструменти страхового ринку — це страхові послуги, які пропонуються на продаж (страхові продукти), а також

¹ Інформація про стан і розвиток страхового ринку України за 2005 рік // [www. dfr. dov. ua](http://www.dfr.dov.ua).

розрахункові документи та окремі види цінних паперів, які обслуговують цей ринок. Інверсія страхового циклу, коли страхові внески передують виконанню зобов'язань страховика, створює умови для формування доволі значних фінансових коштів, які можуть бути використані для розвитку реальної економіки. До інструментів ринку нерухомості належать цінні папери та документи, що засвідчують право власності на той чи інший вид нерухомості.

Важливою є оптимізація співвідношення між первинними та вторинними фінансовими інструментами. Первинні фінансові інструменти (фінансові інструменти першого порядку) випускаються в обіг первинним емітентом і підтверджують прямі майнові права або відносини кредиту (акції, облігації, чеки, векселі тощо). Вторинні фінансові інструменти, або деривативи (фінансові інструменти другого порядку), — це цінні папери, що підтверджують право або зобов'язання їхнього власника купити або продати первинні цінні папери, валюту, товари або нематеріальні активи на попередньо визначених умовах у майбутньому періоді. Вони використовуються для проведення багатьох фінансових операцій та страхування цінового ризику («хеджування»). На жаль, у трансформаційній економіці похідні фінансові інструменти ще не отримали належного розвитку. Похідні фінансові інструменти, або деривативи, в усьому світі розвиваються нині найбільш динамічно, що позначається на стрімкому зростанні обсягів емісії цих інструментів.

Важливе значення мають ф'ючерсні інструменти. Ф'ючерсні угоди — це типовий приклад трансакції на відміну від обміну, коли продається й купується лише право на придбання чи продаж товару в майбутньому, хоча товар, загалом, може ще фізично не існувати. Отже, фінансова трансакція є, по суті, привласненням одних прав завдяки відчуженню інших¹.

Головними інструментами сучасного ринку деривативів є валютні та відсоткові свопи, відсоткові форвардні контракти та опціони й ін.² Ці фінансові інструменти в Україні поки що, по суті, не розвинені. Управління ризиками за допомогою опціонів і ф'ючерсів перетворилось у важливу складову практики функ-

¹ Институциональная экономика: новая институциональная экономическая теория / Под общ. ред. А. А. Аузана. — М.: ИНФРА-М, 2006. — С. 60.

² Див.: Буренин А. Н. Рынки производных финансовых инструментов. — М.: ИНФРА-М, 1996. — С. 101.

ціонування розвинених фінансових ринків¹. Розвиток таких фінансових інструментів, як відсоткові ф'ючерси, відсоткові опціони, валютні ф'ючерси, валютні опціони, ф'ючерси на індекси та опціони на індекси — не таке вже далеке й майбутнє вітчизняного фінансового ринку.

Останніми десятиліттями в розвинених країнах поширилася така форма врегулювання відносин власності між учасниками фінансового ринку, як сек'юритизація активів — заміщення традиційного банківського кредитування емісією нових цінних паперів, що вільно обертаються на вторинному ринку. Ця модель взаємовідносин між суб'єктами фінансового ринку історично сформувалась у США під час реалізації політики «Нового курсу» Ф. Рузвельта, коли була проголошена політика державної підтримки фондового ринку як основи інвестиційного процесу. Сек'юритизація спонукає банки до активізації інвестиційних операцій².

Важливі фінансові активи — це акції та інші форми пайової участі в капіталі акціонерних товариств. Концентрація контрольних пакетів акцій у руках інсайдерів приводить у трансформаційних економіках до подальшого звуження інструментальної бази фінансового ринку, скорочення можливостей для інвесторів, розширення поля для маніпулювання цінами.

Розширення масштабів застосування такого нового для України фінансового інструмента, як облігації акціонерних підприємств, зумовлене, на наш погляд, головним чином процесами сек'юритизації ринків позикових капіталів. За цих умов облігація як форма інвестицій стає для інвесторів доволі привабливим фінансовим інструментом. Облігації забезпечують більш ефективне нагромадження капіталу порівняно із середньостроковими й довгостроковими банківськими кредитами.

На жаль, акції абсолютної більшості українських акціонерних підприємств малоліквідні (значна їх частина недооцінена) й на вторинному ринку вони майже не обертаються, тобто не мають курсової ціни. Український негативний вплив на зниження інвестиційної привабливості корпоративних цінних паперів здійснила в Україні політика «роздування» прибутковості

¹ Див.: Рубцов Б. Мировые фондовые рынки // Мировая экономика и международные отношения. — 2001. — № 8. — С. 38.

² Див.: Словарь современной экономической теории Макмиллана. — М.: ИНФРА-М, 1997. — С. 448.

державних цінних паперів у середині 1990-х років, з метою залучення додаткових ресурсів для бюджетного фінансування. Це завдало серйозного удару по розвитку ринку цінних паперів українських компаній, який відчутний, на думку автора, і сьогодні. Щодо основних шляхів і можливостей активізації дії корпоративних фінансових інструментів (саме через ці інструменти можливе залучення інвестицій у реальний сектор економіки), то основними завданнями тут мають стати розвиток корпоративного управління, формування відкритості та прозорості вітчизняних акціонерних товариств для потенціальних інвесторів і, як результат, — підвищення їх інвестиційної привабливості.

Наявний стан розвитку українського фінансового ринку не дає йому можливості ні мобілізувати значні обсяги фінансових ресурсів для інноваційного розвитку великих промислових корпорацій, ні спрямовувати інвестиційні потоки на основі об'єктивної інформації інвесторів про реальну динаміку ефективності економічної діяльності окремих підприємств і галузей, ні підвищувати ефективність корпоративного підприємництва через легальні, прозорі конкурентно-ринкові трансакції корпоративних прав від менш до більш ефективних власників і менедж-жерів¹.

Надзвичайно перспективним для фінансового ринку в трансформаційних економіках є розвиток іпотечних фінансових інструментів. Іпотека виконує такі основні функції:

- є економічним інструментом залучення фінансових ресурсів до сфери виробництва;

- забезпечує повернення позикових коштів;

- формує ринок похідних іпотечних цінних паперів. З 1 січня 2004 р. набув чинності Закон України «Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати», який ввів на вітчизняний ринок нові фінансові інструменти — іпотечні сертифікати.

Емісія та обіг іпотечних облігацій (у цьому сенсі цікавим є досвід Німеччини щодо обігу «заставних») можуть бути доволі ефективними для фінансового ринку країн з трансформаційною

¹ Див.: Лазаренкова Г. Стан фондового ринку в Україні // Економіка України. — 2004. — № 3. — С. 27—32; Назарчук М., Карпенко Л. Про деякі особливості розвитку організованого ринку цінних паперів в Україні // Економіка України. — 2005. — № 10. — С.33—38; Мокряк В., Мокряк Е. Корпоративне управління великими промисловими підприємствами: сучасний стан та актуальні проблеми // Економіка України. — 2007. — №4. — С. 42—54.

економікою. Іпотечні облігації є похідними від портфеля іпотечних кредитів, наданих банками.

В Україні слід сформувати ефективний ринок іпотечних облігацій. Ці облігації мають бути надійними та постійно перебувати в обігу на ринку (бути ліквідними). Крім того, для забезпечення належного рівня їх ліквідності необхідно виконувати низку вимог, висунутих Директивами ЄС щодо функціонування іпотечного ринку¹.

Важлива особливість іпотечних облігацій полягає у тому, що їх емісію (зокрема в Німеччині) здійснюють спеціалізовані іпотечні банки, основним видом діяльності яких є, власне, іпотечне кредитування та випуск іпотечних облігацій. Гадаємо, що ідея іпотечної спеціалізації банків у трансформаційних економіках має сенс, незважаючи на нинішню абсолютизацію принципу універсальної банківської діяльності. Емісія та обіг іпотечних облігацій, забезпечених заставними, передбачає наявність окремого посередника у процесі здійснення банками-кредиторами операцій рефінансування. За умов панування тіньових економічних відносин є реальна загроза створення на слабзорозвиненому іпотечному ринку фінансових пірамід, тому потрібно прогнозувати напрями надмірної фіктивності ринку іпотечних цінних паперів і шукати дієві заходи протидії цьому негативному явищу.

Висока ефективність фінансових інструментів — це передумова збалансованого розвитку фінансового ринку. Ефективність ринку означає, що ціни фінансових інструментів будь-якої миті відбивають усю доступну інформацію про майбутні події і що поточні ціни — неупереджені представники майбутніх цін². Сучасні світові тенденції в розвитку структури фінансового ринку полягають у випереджальних темпах зростання позикового капіталу порівняно з власним капіталом ринкових суб'єктів (змінюється фінансова структура капіталу — співвідношення між залученими та власними коштами)³.

¹ Див., наприклад: *Лагутін В.* Іпотечний кредит в Україні: перспективи і можливі наслідки // *Банківська справа*. — 2003. — № 4. — С. 42—51; *Лагутін В.* Становлення і розвиток системи іпотечного кредитування // *Фінанси України*. — 2004. — № 1. — С. 75—82.

² Див.: *Шеррер Ф., Росс Д.* Структура отраслевых рынков. — М.: ИНФРА-М, 1997. — С. 162.

³ Див.: *Энтов Р., Радыгин А., Мау В. (та ін.).* Развитие российского финансового рынка и новые инструменты привлечения инвестиций. — М.: Институт эконом. проблем переходного периода, 1998. — С. 7.

Мала кількість ліквідних фінансових інструментів створює значні можливості для маніпулювання фінансовим ринком. Слід зазначити, що кількість нових ліквідних фінансових інструментів на ринку в трансформаційних економіках збільшується дуже повільно. В умовах нерозвиненості та неефективності структури фінансового ринку має місце значний дефіцит фінансового капіталу. Передусім бракує інструментів та інституцій для залучення та ефективного використання фінансових ресурсів. Нині, коли фінансовий ринок у країнах з трансформаційною економікою недостатньо розвинений, його учасники мають гостру потребу в нових, більш надійних і привабливих фінансових інструментах, що відкрили б додаткові перспективи інвестування в реальний сектор економіки. Роль таких інструментів є надзвичайно великою, якщо вони будуть виведені на ринок, то матимуть значні можливості для реалізації свого високого інвестиційного потенціалу. Оскільки в трансформаційних економіках фінансові інструменти працюють погано, реальні активи залишаються недокапіталізованими й не задіяними в господарському обороті.

Отже, гострою проблемою фінансового ринку в умовах трансформаційної економіки залишається брак фінансових інструментів і мала кількість акцій, що обертаються на організованому фондовому ринку України. Слід також вказати на слабку розвиненість ринків муніципальних запозичень і нерозвиненість строкового ринку фінансових інструментів, стагнацію на ринку державних цінних паперів. Ситуація ускладнюється й через те, що зростаючий рівень монетизації економіки не відповідає місткості фінансового ринку. Саме в цьому слід шукати причини підвищення цін на ринку нерухомості, який поглинає незатребувані інструментами вітчизняного фінансового ринку грошові кошти.

Невирішеними проблемами структури фінансового ринку в трансформаційній економіці залишається маніпулювання цінами (вартістю фінансових інструментів) і можливості щодо використання інсайдерської інформації окремими учасниками ринку. Інсайдерська інформація — це будь-яка неоприлюднена інформація про емітента, його цінні папери або правочини щодо них, оприлюднення якої може значно вплинути на вартість цінних паперів. Інсайдери — особи, які володіють інсайдерською інформацією у зв'язку з тим, що вони є: власниками голосуючих акцій емітента або часток (паїв) у статутному капіталі емітента; посадовими особами емітента; особами, які мають доступ до

інсайдерської інформації у зв'язку з виконанням службових обов'язків або договірних зобов'язань.

За нинішніх умов незбалансованість фінансового ринку в трансформаційній економіці спричиняє спотвореність механізму ціноутворення на фінансові інструменти. Зокрема, формування цін на фондовому ринку відбувається без урахування факторів конкуренції та дохідності цінних паперів. Ринок цінних паперів часто має ознаки монопольного ринку. Монополія при цьому характеризується переважанням на ринку лише певних емітентів. Маніпулювання цінами тісно пов'язане з асиметричністю інформації, а також нечесною торговою практикою брокерів.

Значна частина торговельних угод на українському ринку цінних паперів забезпечується попитом на акції підприємств лише сфери паливо-енергетичного комплексу. У розвинених країнах світу ситуація зовсім інша. Дослідження зарубіжної практики дає змогу зробити висновок, що операції на фінансовому ринку є каталізатором науково-технічного прогресу в реальному секторі економіки. У країнах з розвинутою економікою попитом на фінансовому ринку користуються передусім акції компаній, які пов'язані з новітніми технологіями та інноваціями: електронною промисловістю, інформаційними послугами та телекомунікаціями, біотехнологіями, генною інженерією. Дослідження структури портфельних інвестицій інституційних інвесторів у розвинених країнах також підтверджує висновок щодо переважання в них акцій компаній, які пов'язані з інноваційними технологіями.

Оскільки на українському фінансовому ринку дуже мало ліквідних акцій — «блакитних фішок», то на ринку майже відсутні портфельні інвестори. Обсяги портфельних інвестицій в економіку України за незначним винятком є дуже малими. Серйозною загрозою для розвитку вітчизняного фінансового ринку є штучно «підігріті» котирування цінних паперів вітчизняних емітентів, що потім фіктивно збільшують активи банків, пенсійних фондів, страхових компаній, інститутів спільного інвестування.

Ще однією гострою проблемою є недостатній захист прав та інтересів дрібних інвесторів — покупців цінних паперів, особливо аутсайдерських пакетів (до 5 % статутного капіталу). Збори акціонерів українських підприємств часто фіксують перерозподіл власності з численними порушеннями

корпоративних прав¹. Набула загрозливого характеру проблема рейдерства.

Отже, однією з найважливіших характеристик ефективного фінансового ринку є його збалансованість, що підвищує можливість акумулювання заощаджень та їх трансформацію в інвестиції.

3.5. Фінансово-інвестиційний потенціал економічного зростання в Україні

Предметом дослідження в цьому підрозділі є фінансово-інвестиційний потенціал економіки, його вплив на економічну активність у сфері виробництва. Перспективи розвитку національної економіки значною мірою залежать від того, чи буде активізований інвестиційний потенціал, адже саме інвестиції в процес виробництва є фактором розширення сукупної пропозиції, збільшення кількості зайнятих і стимулювання економічного зростання. Незважаючи на дуже велику кількість публікацій з проблем інвестування в Україні, теоретичне дослідження проблем інвестиційного потенціалу в контексті розвитку фінансового ринку все ще недостатнє.

Під поняттям «фінансово-інвестиційний потенціал» будемо розуміти сукупність економічних, соціальних, юридичних, політичних та інших факторів і умов регулювання інвестиційної діяльності, які визначають ступінь фінансового ризику інвестицій і можливість їх ефективного формування на основі функціонування фінансового ринку. Фінансово-інвестиційний потенціал — це особлива сукупність певних фінансово-економічних передумов для активізації інвестиційної діяльності.

Фінансово-інвестиційний потенціал зазнає впливу великої кількості факторів, що діють на макро-, мікро- і мезорівнях. Розглянемо більш докладно фактори, на основі яких здійснюється фінансово-інвестиційна діяльність. Важливою складовою механізму інвестування і зокрема дієвим напрямом його активізації є фінансовий ринок. Задовольняючи значний

¹ Про особливості корпоративного управління у постсоціалістичних країнах у світлі інституціональної теорії див.: *Ерзнкян Б.* Постсоциалистическая приватизация и корпоративное управление в свете теоремы Коуза // *Вопр. экономики.* — 2005. — № 7. — С.127—135.

обсяг і широке коло інвестиційних потреб суб'єктів господарювання, механізм фінансового ринку дає змогу завдяки системі ціно-утворення на інвестиційні інструменти виявляти найбільш ефективні сфери й напрямки інвестиційних потоків у національній економіці.

Стійка інвестиційна активність зазвичай є ознакою стабільного економічного зростання. Однак слід зазначити, що стан інвестиційної сфери в Україні впродовж майже всіх років незалежності можна охарактеризувати як незадовільний. По суті, усі 90-ті роки інвестиційна діяльність в українській економіці обмежувалася. За ці роки обсяги інвестицій в основний капітал зменшились у кілька разів (табл. 3.3).

Як видно з табл. 3.3, спостерігається зниження показника «інвестиції в основний капітал» щодо ВВП: від 17,2 % у 1995 до 13,9 % у 2000 р. з наступним зростанням до 21,9% у 2004 р. Обсяг інвестицій в основний капітал у 1992—1999 роках скоротився майже в 4,5 разу. Збільшення обсягів інвестицій, починаючи з 1999—2000 років, сприяло переходу до зростання ВВП, але темпи економічного зростання не є достатньо високими й такими, які відповідають суспільним потребам. Збільшення норми інвестицій у основний капітал у структурі використовуваного ВВП зумовлює розширення фінансово-інвестиційного потенціалу країни.

Таблиця 3.3

ДИНАМІКА ІНВЕСТИЦІЙ В ОСНОВНИЙ КАПІТАЛ В ЕКОНОМІЦІ УКРАЇНИ У 1995—2005 рр., млн грн

Рік	Інвестиції в основний капітал	Інвестиції в основний капітал (до попереднього року, %)	Норма інвестицій (у % до ВВП)
1995	16 097	71,5	17,2
1996	12 557	78,0	15,4
1997	12 401	91,2	13,3
1998	13 958	106,1	13,6
1999	17 552	100,4	13,8
2000	23 629	114,4	13,9
2001	32 573	120,8	16,0
2002	37 178	108,9	16,5

2003	51 011	131,3	19,1
2004	75 714	128,0	22,0
2005	93 096	101,9	21,9

* Розраховано за: Послання Президента України до Верховної Ради України. — К., 2004. — С. 188—189; Статистичний щорічник України за 2005 рік. — С. 27, 204.

Аналіз структури інвестицій в основний капітал за видами економічної діяльності в Україні свідчить про її низьку ефективність. Дуже мало інвестицій спрямовується в промисловість, особливо у високотехнологічні галузі суспільного виробництва. Надмірна частка інвестицій залучається в швид-коопкупні сфери — торгівлю й ресторанне господарство, транспорт і зв'язок. У структурі галузей промисловості найбільша питома вага в залученні інвестицій належить харчовій промисловості, частка якої коливається в межах 20 % обсягу промислових інвестицій.

Інвестиційний процес прискорюється, якщо інвестиції збільшуються швидше від загального зростання економіки. Останніми роками намітилася тенденція до випередження темпів збільшення інвестицій в основний капітал порівняно з динамікою ВВП: у 2002 р. — відповідно до 108,9 % і 105,2 %, у 2003р. — 131,3 % і 109,6%, у 2004 р. — 128,0 % і 112,1 %¹. Підсумки 2006 р. теж дають надію на істотне поживавлення інвестиційної активності: приріст інвестицій в основний капітал становив 24,2%, а перевищення його темпів над темпами росту ВВП свідчить про посилення інвестиційної складової економічного зростання. Розрахунки показують, що надалі для розвитку економіки та оновлення основного капіталу загальний обсяг інвестицій має перебувати в межах понад 25 % ВВП.

Вкажемо на особливу значущість сучасної зміни напрямів руху інвестицій, а також змісту інвестиційної привабливості країни. Ці зміни відбуваються завдяки переходу до постіндустріальної економіки, що ґрунтується на знаннях (knowledgebased) і ставить якість людського капіталу (human-centred) в центр економічної політики. Конкурентоспроможність країни в новому постіндустріальному

¹ Статистичний щорічник України за 2005 рік. — С. 28.

середовищі є основним чинником її інвестиційної привабливості в середньо- та довгостроковому сенсі¹.

За загально визнаними в світі методиками визначення національної конкурентоспроможності Україна опинилась у світовому рейтингу у кінці сотні країн. Відсутність системного розуміння власних конкурентних переваг в поєднанні з відсутністю стратегії підвищення національної конкурентоспроможності створюють серйозні загрози для України залишитися інвестиційно непривабливою й неконкурентоспроможною. На нашу думку, необхідно сформувати нову парадигму економічної політики системного підвищення конкурентоспроможності України в сучасній економіці, що ґрунтується на знаннях.

Актуальність завдання розширення фінансово-інвестиційного потенціалу випливає з об'єктивних загроз національним інтересам і безпеці України в сфері економіки, серед яких: критичний стан основного виробничого капіталу, недостатні темпи відтворювальних процесів, низька інвестиційна й інноваційна активність². Державна політика в інвестиційній сфері має бути спрямована як на детінізацію вітчизняного капіталу, так і на залучення в інвестиційний процес потужних світових експортерів капіталу.

Для України перспективною формою інвестиційної діяльності фінансового капіталу могли б стати промислово-фінансові групи (ПФГ). Національний капітал лише тоді може стати вагомою конкурентною силою, якщо він структурований у ПФГ, які підтримує держава. У розвинутих країнах світу великі промислові компанії пов'язані з фінансово-кредитними структурами — банками, пенсійними фондами, страховими та інвестиційними компаніями. Ці об'єднання значно істотно більші можливості, ніж малі й середні фірми, для проведення НДДКР, освоєння високотехнологічних виробів тощо. Однак на практиці впровадження ПФГ в українській економіці зіткнулося зі значними труднощами. Про це свідчить те, що з часу прийняття Закону «Про промислово-фінансові групи в Україні», з 1995 р. по 2001 р., офіційно не було зареєстровано жодної такої групи. Лише 16.05.2001 р. постановою Кабінету Міністрів України № 547 «Про утворення промислово-фінансової групи «Титан» було

¹ Див.: Чухно А. А. Постіндустріальна економіка: теорія, практика та їх значення для України. — К.: Логос, 2003. — С. 447—448.

² Див.: Кириленко В. І. Інвестиційна складова економічної безпеки: Монографія. — К.: КНЕУ, 2005. — С. 48—49.

створено першу вітчизняну ПФГ «Титан» з метою реалізації комплексної Програми розвитку кольорової металургії в Україні.

Формування ПФГ, на нашу думку, має відбуватися природним шляхом у результаті розвитку конкурентного економічного середовища, цінової та валютної стабільності за ефективного державного втручання. Незважаючи на наявність цілої низки нормативно-правових актів, які регламентують діяльність ПФГ груп, вітчизняні підприємницькі кола так і не зацікавилися їх створенням і діяльністю¹.

В Україні великий бізнес структурується в фінансово-промислові групи (ФПГ). Серед них слід назвати такі: компанія «System Capital Management», НАК «Нафтогаз України», Корпорація «Індустріальний союз Донбасу», Група «Приват», Корпорація «Інтерпайп», Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча.

Важливою для розвитку фінансово-інвестиційного потенціалу країни є діяльність інвестиційних банків, які спеціалізуються на акумуляції коштів на тривалі терміни й наданні довгострокових позик. Особливістю таких банків є їх участь в емісійно-засновницькій діяльності промислових компаній.

Перспективна доцільність становлення й розвитку інвестиційних банків в Україні є на часі. Для інвестиційних банків значні можливості розкриваються у зв'язку з потребами обслуговування угод злиття й поглинання акціонерних структур у реальному секторі економіки². Багатообіцяючим для активізації інвестиційних угод є перерозподіл власності в період грошової приватизації, коли активно змінюється структура національного капіталу. Безумовно, розвиток вторинного фінансового ринку для затребуваності послуг інвестиційних банків є обов'язковим.

У сучасних умовах інвесторів значною мірою зацікавлені в підвищенні ціни промислових і фінансових активів, ринкову вартість яких нині істотно знижено. Гадаємо, що в разі продовження економічного зростання й підвищення платоспроможності внутрішнього попиту відбуватиметься дооцінка вартості вітчизняних активів, що приведе й до зростання дохідності на вкладений капітал.

¹ Див., наприклад: *Галантич М., Махінчук В.* ПФГ: проблеми законодавчого регулювання // Урядовий кур'єр. — 2004. — 26 лютого. — С. 16.

² Про досвід роботи інвестиційних банків у Китаї див.: *Пошидаєва О.* Банки розвитку у фінансовій системі Китаю // Фінансовий ринок. — 2007. — № 2. — С. 31—33.

Нині можна ставити питання про перспективи створення в Україні «корпоративно орієнтованої» моделі фінансово-інвестиційного потенціалу. Про те, що така модель в Україні ще не сформувалася, свідчить, зокрема, відсутність юридичної регламентації діяльності акціонерних товариств. У нинішніх умовах інвестиційний процес в Україні продовжує за своїм змістом тяжіти до державно-бюджетного типу. На підвищення ролі бюджету в інвестиційній діяльності постійно наголошується у вітчизняній економічній літературі¹. Як свідчить досвід країн з розвинутою економікою, державні інвестиції дають належний соціально-економічний ефект лише тоді, коли країна має власну ефективну промислову політику й спрямовує інвестиції для реалізації перспективних інфраструктурних проєктів.

Тепер щодо ролі іноземних інвестицій у розвиток економіки України. Наведемо приклади здійснення іноземних інвестицій в українську економіку. У сфері зв'язку піонером (з 1992 р.) стала німецько-голландсько-датська компанія «УМС», в автомобілебудуванні першим спільним підприємством було «АвтоЗАЗ-Деу», блокуючий пакет акцій «АвтоКрАЗ» належить німецьким інвесторам. У паливно-енергетичного комплексі зміцнюються позиції російського капіталу (насамперед компаній «Лукойл», Тюменської нафтової компанії (ТНК)). Компанія «КазМунайгаз» (правонаступник «Казахойла») володіє контрольним пакетом акцій Херсонського НПЗ, уже згадуваним «Лукойл» і «ТНК» належать контрольні пакети відповідно Одеського й Лисичанського НПЗ. Перспективними й прибутковими обіцяють бути спільні проєкти в сферах новітньої технології (у ракетобудуванні — проєкт «Морський старт» і в літакобудуванні — літаки серії «АН» і «ТУ»). Однак обсяг іноземних інвестицій в економіку України загалом залишається дуже малим.

У 2005 р. відбувся різкий сплеск обсягів прямих іноземних інвестицій у валовому капіталоутворенні. Щоправда, він забезпечувався двома мегаінвестиціями: купівлею Mittal Steel Germany Криворіжсталі», а також придбанням Raiffeisen International контролю над банком «Аваль».

На 1 січня 2006 р. прямі іноземні інвестиції (ПІІ) в економіку України становили 16,4 млрд дол. Прямі іноземні інвестиції надійшли в українську економіку майже з 110 країн світу.

¹ Див., наприклад: Павлюк К. В. Бюджет і бюджетний процес в умовах транзитивної економіки України. — К.: НДФІ, 2006. — С. 221—231.

Найбільші їх обсяги внесено нерезидентами з Німеччини (5505,5 млн дол.), Кіпру (1562,0 млн дол.), Австрії (1423,6 млн), США (1374,1 млн дол.), Великобританії (1155,3 млн дол.), Росії (799,7 млн дол.)¹.

У низці сфер інвестиційної діяльності у вітчизняній економіці доволі успішно діє український капітал. Так, фінансово-промислова група «Індустріальний союз Донбасу» (ІСД) має бізнесові інтереси у вугільній промисловості, будівництві шляхів, сільському господарстві. ІСД є нині, по суті, єдиною в Україні материнською компанією ТНК. Досить потужними є інвестиційні позиції фінансово-промислових груп «Систем Інтерпайп», Приватбанку в металургії. У кондитерській промисловості активною є інвестиційна діяльність корпорації «Рошен».

На жаль, нинішній механізм функціонування фінансового ринку в Україні поки що суперечить інтересам активізації фінансово-інвестиційного потенціалу національної економіки. Якщо фінансовий ринок переважно зацікавлений у швидких і високоприбуткових ресурсах, то реальний сектор економіки потребує довгострокових інвестицій у структурну перебудову, модернізацію й інноваційну діяльність. Слід зауважити, що глобалізація та відкриття (зовнішня лібералізація) вітчизняного фінансового ринку посилює цю суперечність. Вирішення суперечності між станом фінансового ринку й потребами реальної економіки неможливе без проведення стимулювальної бюджетної та грошово-кредитної політики; доповнення їх більш дієвими засобами контролю за використанням коштів на інвестиційні цілі; створення спеціалізованих фінансово-кредитних інститутів, відповідальних за інвестиційно-інноваційний розвиток.

Український фінансовий ринок може стати активним елементом інвестиційного перерозподілу фінансових ресурсів у реальний сектор національної економіки лише тоді, коли його інституції забезпечуватимуть ефективну трансформацію переважно короткострокових вкладень інвесторів у довгострокові фінансові ресурси. Основними факторами формування такого фінансового ринку мають бути: наявність потенційних емітентів, здатних відтворювати високі інвестиційні якості власних фінансових активів; розвиток ринку корпоративних цінних паперів з адекватними фінансовими технологіями та розвиненою інфраструктурою; державне

¹ Статистичний щорічник України за 2005 рік. — С. 270.

регулювання процесу емісій корпоративних цінних паперів; розвиток процесів сек'юритизації та ін¹.

Удосконаленню функціонування вітчизняного фінансового ринку й посиленню його інвестиційної спрямованості сприятимуть такі заходи: розширення продажу цінних паперів під конкретні інвестиційні зобов'язання; посилення контролю за виконанням цих зобов'язань; збільшення масштабів використання коштів на цілі інвестування; надання в окремих випадках податкових пільг інвесторам та ін. Потребує розбудови й удосконалення національна депозитарна система, що також сприятиме забезпеченню прозорості та надійності фінансової мобілізації інвестиційних ресурсів.

На основі механізму фінансового ринку здійснюється процес капіталоутворення (нагромадження капіталу). Йдеться про посилення ролі та місця фінансового ринку як проміжної ланки між реальними активами й власниками капіталів. Фактори низької національної конкурентоспроможності, асиметрія національних інтересів зумовили формування специфічної моделі вітчизняного капіталоутворення, в основі якої лежать тіньові фінансово-економічні відносини². Для української економіки найгострішою в процесі капіталоутворення є проблема зміни структури фінансових потоків, які спрямовані нині на реалізацію вузькогрупових інтересів власників, що часто-густо не збігаються з потребами зростання суспільного виробництва.

Характерною рисою процесу капіталоутворення в Україні є незацікавленість більшості його учасників у справедливому ціноутворенні на фінансові активи, що особливо чітко виявилось під час первісного нагромадження капіталу в 1990-х роках. Така ситуація призводить до приховування справжніх намірів власників і підтримку укладення нелігітимних і непрозорих угод щодо зміни структури власності.

Удосконалення відносин і структури власності — одне з найактуальніших завдань у будь-якій країні з трансформаційною економікою. У цьому сенсі результати приватизації є одним з найбільш значущих факторів у процесі реформування відносин власності.

¹ Про практику інвестування на сучасному фондовому ринку див., наприклад: *Тьюлз Р., Бредли Э., Тьюлз Т.* Фондовый рынок. — М.: ИНФРА-М, 2000. — С. 415-509.

² Про труднощі оцінювання вартості компаній в країнах, що розвиваються див.: *Коупленд Т., Коллер Т., Муирин Дж.* Стоимость компаний: оценка и управление. — М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1999. — С. 423—428.

Погоджуючись з тим, що власність не тотожна всій системі економічних відносин, хоча й становить їх основу, вважаємо за необхідне зважити на її інституційний зміст. Так, говорячи про власність, ми маємо на увазі ті права й обов'язки, що набуваються з правом власності; тобто права володіння, користування та розпорядження не вичерпують інституційний зміст власності — вона зобов'язує власника до виконання певних норм і правил щодо реалізації суспільних інтересів.

Для теоретичного розуміння сутності ролі та місця фінансового ринку як механізму перерозподілу власності в приватизаційному процесі необхідно взяти до уваги, що саме приватизація визначає первинну структуру акціонерного капіталу в трансформаційних економіках, тенденції перерозподілу прав власності, а також зумовлює особливості становлення й розвитку ринку корпоративних цінних паперів. Процес перерозподілу прав власності (боротьба за контроль у корпораціях) є, своєю чергою, важливим фактором модифікації механізму фінансового ринку. Фінансовий ринок, насамперед така його складова, як ринок корпоративних цінних паперів, ініційований процесом приватизації, слугує основним механізмом перерозподілу прав власності. Отже, можна стверджувати, що фінансовий ринок — це одночасно й умова, й результат приватизації та трансформації відносин власності.

А. Булатов, досліджуючи процес капіталоутворення в Росії з погляду активізації інвестиційних процесів, дійшов таких важливих висновків: по-перше, у Росії достатньо власних заощаджень для інвестицій і тому у неї не має гострої потреби в коштах із зов-ні; по-друге, гальмом на шляху економічного зростання в країні є не брак інвестиційних ресурсів, а інвестиційна криза¹.

У російській економічній літературі введено поняття «інвестиційна близорукість» як особлива форма економічної поведінки з високого ступеня фундаментальної невизначеності майбутнього².

Розглянемо особливості національного капіталоутворення в українській економіці щодо закономірностей розвитку вітчизняного фінансового ринку.

¹ Див.: Булатов А. Капиталообразование в России // *Вопр. экономики*. — 2001. — №3. — С. 66.

² Див.: Розманнский И. «Инвестиционная близорукость» в посткейнсианской теории и в российской экономике // *Вопросы экономики*. — 2006. — № 9. — С. 72—73.

Фінансовий ринок є засобом оцінювання інвестиційної діяльності, якості фондових пропозицій, їх здатності бути товаром — предметом купівлі-продажу для заінтересованих сторін¹. Зазначимо, що такий показник, як капіталізація фінансового ринку, у трансформаційних економіках значною мірою залежить саме від ефективності приватизаційних процесів.

Як відомо, у 1990-х роках в Україні сформувалася специфічна напівтіньова та «непрозора» для контролю конфігурація реальних відносин власності, яка дуже далека від початкового ліберального наміру розбудови економіки «ефективних персоніфікованих власників». Новоутворений національний капітал і його основні інституції (господарські товариства, акціонерні підприємства, фінансовий ринок, процедури банкрутства та санації тощо) за своїм реальним змістом принципово відрізняється від аналогічних за формою «західних» зразків.

Низька капіталізація — це характерна ознака етапу первісного нагромадження капіталу. На практиці в Україні використовувалися різні методи заниження вартості підприємств під час їх приватизації. Найпоширеніший — штучне банкрутство, яке досягається передусім за рахунок заниження цін на реалізовану продукцію та завищення їх на спожиту сировину та матеріали. Не останню роль у штучному банкрутстві відіграють і фіктивні фірми: вони дають змогу нарощувати дебіторську заборгованість підприємства, що приватизується. У разі «зникнення» фіктивних фірм борг не буде погашений.

Необхідність підвищення рівня капіталізації економіки вимагає принципової зміни механізмів ведення бізнесу. Йдеться насамперед про створення ефективної системи обороту національного капіталу, яка дає змогу створювати механізм вільного переливання доходу в капітал і навпаки. На практиці це означає активізацію всіх організаційно-економічних заходів для формування ємкого внутрішнього фінансового ринку.

На думку В. М. Опаріна, проблеми розвитку фінансового ринку в Україні полягають не лише в обмеженості фінансових ресурсів (хоча це також доволі суттєвий чинник), скільки в їх русі поза межами фінансового ринку².

Приватизаційні процеси в країнах з трансформаційною економікою характеризуються різноманіттям і національними

¹ Див.: Корнєєв В. В. Інвестиційна спорідненість приватизації і фондового ринку // Фінанси України. — № 4. — 2002. — С. 73—79.

² Див.: Опарін В. Фінансова система України (теоретико-методологічні аспекти). — К.: КНЕУ, 2005. — С. 145.

особливостями. Проте можна виокремити три головних підходи (за відповідними країнами) до проблеми трансформування власності: у КНР, країнах Центральної Європи й Прибалтики, на території СНД¹. Збереження партійно-державної вертикалі влади дає змогу здійснювати трансформацію відносин власності в Китаї еволюційним шляхом, без застосування методу роздержавлення суспільної власності. Процес ринкового трансформування в країнах Центральної Європи й Прибалтики може бути віднесений до типу адаптаційних моделей економічного розвитку, оскільки всі ці держави в здійсненні ринкових реформ орієнтувалися на умови входження до ЄС.

Негативні щодо ефективності розвитку відносин власності наслідки приватизації дуже гостро виявилися в країнах СНД, зокрема в Україні. Внутрішні й зовнішні негативні чинники істотно уповільнили та перекрутили процес трансформування власності, адже в процесі приватизації переважно вирішувалися не стратегічні питання розвитку національного виробництва, а кон'юнктурні проблеми формування вітчизняних олігархічних кланів.

Нецивілізовані та неефективні приклади приватизації створили антиінвестиційний клімат в економіці, що негативно позначилося на діловій активності й зацікавленості в інвестуванні з боку вітчизняних та іноземних інвесторів. Приватизація в Україні не створила умов для легалізації капіталу й власності. Як виявилось на практиці, процедура легалізації капіталу потребує більш прозорих правил поведінки економічних суб'єктів і в умовах української економіки є дуже складним і тривалим процесом. Замість цивілізованого капіталу основою вітчизняної економіки став напівофіційний бізнес.

Істотна ознака всіх форм акціонерних компаній у країнах з трансформаційною економікою, що відрізняє їх від «класичних» західних корпорацій, — обмежена персональна відповідальність співвласників і менеджерів щодо зобов'язань компаній. Слід погодитися з російським дослідником Г. Клейнером у тому, що в пострадянських країнах «... з урахуванням слабкості традиційних для країн Заходу інститутів «чесної гри» обмежена особиста відповідальність, мабуть, значною мірою, ніж у багатьох інших країнах, поєднується з необмеженою особистою

¹ Див.: Будкін В. Передумови і результати трансформації власності у постсоціалістичних державах // Економіка України. — 2002. — № 5. — С. 76—83.

безвідповідальністю»¹. Тому важливо, як про це пише інший російський економіст О. Радигін, розібратися з ланцюжками афілійованих компаній і легалізувати реальних користувачів «пострадянської при-вотної власності»². Доцільною є певна «рентгеноскопія» реальних фінансових потоків великих підприємств за всім ланцюжком відтворювальних процесів, включаючи зарубіжні офшорні фінансово-комерційні структури³.

В сучасних умовах навряд чи можна розраховувати на те, що принципи ефективного використання та перерозподілу власності утвердяться у вітчизняній економіці лише під впливом механізму ринкового саморегулювання. Про це свідчить, зокрема, ситуація з формуванням в Україні сучасного фондового ринку. Понад 90% загального обороту акціонерного капіталу здійснюється «в тіні» за межами організованих торговельних майданчиків. Найбільш типовими порушеннями в сфері корпоративних фінансів стали: незаконні, які не відповідають статуту акціонерної компанії додаткові емісії акцій; відсутність реєстрації емісії в органі з управлінням ринком цінних паперів; угоди з акціями, не підтверджені дозволом антимонопольного органу; угоди, не погоджені зі зборами акціонерів; нелегітимне обрання керівництва товариства; незаконне самостійне ведення реєстру цінних паперів та ін.

Постійні конфлікти з приводу прав власності на пакети акцій багатьох українських акціонерних підприємств у 1999—2006 роках ще раз довели важливість прозорого обліку прав власності на цінні папери.

Результатом реалізації акціонерної власності на вітчизняному фінансовому ринку фактично є різні форми доходів. Наприклад, такою формою доходу є засновницький прибуток, природа якого двоїста: він — форма реалізації, з одного боку, реального капіталу, а з іншого — фіктивного, тому засновницький прибуток акціонерного товариства можна розглядати як специфічну перехідну форму⁴.

¹ Див.: Клейнер Г. Системная парадигма и теория предприятия // Вопр. экономики. — 2002. — № 10. — С. 69.

² Див.: Радигин А. Собственность и интеграционные процессы в корпоративном секторе (некоторые новые тенденции) // Вопр. экономики. — 2001. — № 5. — С. 26—45; Радигин А. Корпоративное управление в России: ограничения и перспективы // Вопр. экономики. — 2002. — № 4. — С. 101—124.

³ Див.: Мокряк В., Мокряк Е. Проблеми формування і розвитку підприємництва в процесі пострадянського трансформування суспільства // Економіка України. — 2004. — № 11. — С. 54.

⁴ Див.: Батура О., Корягіна Т. Корпоративний капітал в умовах становлення і розвитку ринкових відносин в Україні // Економіка України. — 2004. — № 10. — С. 55.

Зауважимо, що проблема нагромадження акціонерного капіталу в Україні ускладнюється тим, що в системі фінансового ринку ще не створено інфраструктуру, яка була б покликана забезпечувати ефективне проведення емісій акцій. Йдеться, зокрема, про андеррайтингове обслуговування емітентів. У нашій країні не створено ефективну систему захисту прав акціонерів, а фінансові інституції, які мають забезпечувати надійні методи реєстрації прав власності й фіксації руху акцій, а саме депозитарії, реєстратори та зберігачі, працюють неефективно. Це пов'язано переважно з відсутністю або недосконалістю законодавчих норм і правил, що регламентують їх діяльність.

Серйозним негативним чинником є невідповідність структури акціонерного капіталу інвестиційним потребам виробництва. Основною проблемою тут є так звана дилема акціонерів-інсайдерів, коли їх контроль над акціонерним підприємством перешкоджає залученню коштів зовнішніх інвесторів¹. У багатьох випадках відсутність попиту на акції на фондовому ринку можна пояснити наслідками непрозорої приватизації, у процесі якої контрольні пакети акцій вже знайшли своїх напівтіньових власників. Власники-інсайдери не бажають витратити кошти на придбання додаткових пакетів акцій. Пакети акцій не цікавлять і портфельних інвесторів через їх низьку прибутковість і ліквідність, а також нерозвинутість вторинного фондового ринку.

Корпоративний сектор економіки України нині є доволі потужним за своїм обсягом. Він об'єднує майже 18 млн індивідуальних акціонерів, зокрема й понад 14 млн міноритарних, що стало можливим у результаті масової приватизації. Однак в Україні так і не створено необхідних інституційних передумов, які б сприяли утвердженню сучасних механізмів акціонерної власності, формуванню в цій сфері цивілізованих стандартів інвестиційної діяльності². Недоліки акціонерної власності поєднуються в Україні з неефективністю національного фінансового ринку. Залишається низькою прозорість фінансово-господарської діяльності акціонерних товариств. Фактична відсутність організованого фінансового ринку деформує механізм

¹ Див.: Корпоративное управление в переходных экономиках: Инсайдерский контроль и роль банков. — СПб.: Лениздат, 1997. — С.255.

² Про основні типи й напрями фінансово-інвестиційної стратегії підприємств в умовах трансформаційної економіки див.: *Клейнер Г. Б., Тамбовцев В. Л., Качалов Р.М.* Предприятия в нестабильной экономической среде: риски, СТРАТЕГИИ, безопасность. — М.: Экономика, 1997. — С. 143—153.

ціноутворення акцій, породжує тіньові схеми їх реалізації. Це позбавляє насамперед дрібних акціонерів можливості продавати акції за ринковою ціною чи вигравати від підвищення ринкової ціни акцій.

Міноритарні акціонери майже не мають можливості реалізовувати свої права власників. Особливо поширеними є порушення основоположних принципів корпоративного управління — несанкціоноване акціонерами «вимивання» основних активів компаній (продаж або передавання відповідних активів менеджерам за цінами, нижчими за ринкові), «розмивання» акціонерних часток через вторинний випуск акцій без забезпечення прав акціонерів брати участь у збільшенні статутного фонду, продаж за тіньовими схемами продукції компаній за цінами, нижчими за ринкові тощо¹.

Можна виокремити такі загальні напрями перерозподілу прав власності, що склались у 1990-х роках у трансформаційних економіках і були пов'язані з використанням інструментарію фінансового ринку: агресивне, або «узгоджене» скуповування різноманітних за розміром пакетів акцій на вторинному ринку, тобто в працівників певного підприємства, інвестиційних інституцій, брокерів, банків; лобіювання конкретних угод з пакетами акцій, що залишились у державній власності (наприклад, залишкова приватизація, довірче управління); добровільне або адміністратив-но-примусове залучення підприємств (фірм) у холдинги або фінансово-промислові групи, створення корпорацій-монополій².

Відособленість капіталу від державного контролю та регулювання розширює можливості реалізації спекулятивних інтересів учасників фінансового ринку. Це закономірно підштовхує ринкових суб'єктів до здійснення фіктивних фінансових операцій. Така відособленість фіктивного капіталу поступово перетворюється в його самодостатність.

Помилкове тлумачення принципів ліберальної економіки на початку 1990-х років призвело до створення й діяльності на фінансовому ринку в трансформаційних економіках великої кількості фінансових посередників. Водночас не був дотриманий основний принцип ліберального для фінансового ринку — спрямованість на захист інвестора-власника. Це зумовило

¹ Див.: Гальчинський А. Проблеми демократизації економіки // Економіка України. — 2005. — № 11. — С. 4—11.

² Див.: Радигин А. Перераспределение прав собственности в постприватизационной России // Вопросы экономики. — 1996. — № 6. — С. 54.

серйозні проб-леми на фінансових ринках у трансформаційних економіках, насамперед появу фінансових пірамід. Найвідоміший приклад — діяльність в Росії славнозвісної фінансової піраміди — «МММ». Такі піраміди, що являли собою добре відому в світі «схему Пон-зі», були, безумовно, новим явищем для постсоціалістичних країн українського населення. Вони обманним шляхом декларували вигідність вкладання заощаджень у, здавалося б, високоприбуткові активи, а найголовніше — можливість без проблем вийти зі схеми, отримавши високі доходи. І населення сліпо повірило цим пірамідам¹.

Щоб не допустити в майбутньому повторення таких випадків, доцільним сформуванню дійової системи постійного суспільного моніторингу фінансового капіталу. Важливими її елементами мають бути систематичні загальнонаціональні та регіональні рейтинги корпорацій з підсумовуванням їх фінансових результатів та основних напрямів діяльності.

Головна небезпека посилення фіктивного характеру фінансового ринку полягає в тому, що штучно викликана тенденція руху курсів цінних паперів дезорієнтує інвесторів, примушує їх змінювати стратегію поведінки на ринку, здійснювати реструктуризацію своїх фінансових активів шляхом купівлі цінних паперів з курсом, що підвищується, і продажу з курсом, що знижується. За таких умов посилюється небезпека фінансово-інвестиційної кризи, яка позначається насамперед на стані фінансового ринку². Таким чином, фінансовий ринок водночас виступає чинником і рушійною силою, що створює інституційне середовище для розвитку відносин власності, діяльності акціонерних товариств, забезпечує підтримку ліквідності акцій та інших цінних паперів, оптимізує оцінювання вартості акціонерного капіталу. Підвищення дохідності фінансових активів сприяє залученню на ринок все більшої кількості ресурсів і учасників, стимулює їх інвестиційну діяльність у реальному секторі економіки.

З розвитком відносин власності змінюються умови ведення бізнесу на українському фінансовому ринку. Вітчизняний ринок

¹ У теорії фінансів під фінансовими пірамідами розуміється інше. Це — структура ризику, до якого прагнуть інвестори при розподілі своїх інвестицій між вкладеннями з низьким, середнім і високим ризиками (*Доунс Дж, Гудман Дж. Еллот. Фінансово-інвестиційний словарь. — М.: ИНФРА-М, 1997. — С. 166*).

² У цьому зв'язку зазначимо постановку В. Опаріним питання про так званий «змертвілий» капітал, що виникає внаслідок нерациональних або непродуманих фінансових вкладень (*Опарин В. Фінансова система України (теоретико-методологічні аспекти). — К.: КНЕУ, 2005. — С. 138—139*).

все більшою мірою стає частиною загального ринку капіталу, що вимагає високого рівня конкуренції та якісного конкурентного середовища. Нова якість конкуренції на фінансовому ринку вимагає зміни характеру взаємовідносин між учасниками й, що дуже важливо, — усвідомлення ними нових реалій відносин власності.

Істотно зменшує масштаби вітчизняного фінансового ринку вивіз капіталу за межі країни. Поза сумнівом, навіть за найсприятливішого інвестиційного клімату в економіці далеко не всі заощадження використовуються на інвестування. Проте відтік капіталу за кордони України є надміру великим.

Важливе значення має активізація інвестиційної участі на фінансовому ринку суб'єктів малого й середнього підприємництва. Найважливішим засобом інфраструктурної підтримки малого та середнього бізнесу є державне сприяння створення особливого режиму фінансової підтримки цього економічного сектора з боку банківської системи та мережі небанківських фінансових установ, а також застосування гнучких методів фінансового «патронату» — лізингу, венчурного фінансування. У Канаді, наприклад, для надання позик малим підприємствам діє понад 200 центрів розвитку. Важливою складовою фінансового ринку в Україні в цьому сенсі мають стати спеціалізовані мікрокредитні організації, які повинні займатися питаннями мікрокредитування й надання фінансової підтримки малому та середньому бізнесу, особливо на етапі його становлення.

Отже, теоретично не підлягає сумніву, що стан фінансово-інвестиційного потенціалу економіки безпосередньо пов'язаний з масштабами діяльності та концентрацією фінансового ринку. При цьому розширення обсягів фінансового капіталу стає необхідною передумовою концентрації всього національного капіталу на основі його прискореного розвитку. Така постановка питання особливо важлива для України, де необхідні високі темпи розширення інвестицій у реальну економіку з метою забезпечення сталого економічного зростання.



РОЗДІЛ 4

РЕГУЛЮВАННЯ ФІНАНСОВОГО РИНКУ В УМОВАХ ТРАНСФОРМАЦІЙНОЇ ЕКОНОМІКИ

Сучасний фінансовий ринок являє собою складну у функціональному та інституціональному аспектах систему, яка, з одного боку, має дієві ринкові механізми саморозвитку і самофункціонування, а з іншого — є об'єктом досить активного державного регулювання. Це обумовлено тим, що в режимі свого нормального функціонування фінансовий ринок позитивно впливає на економіку будь-якої країни, а в періоди відхилень від такого режиму має місце його негативний вплив не тільки на економічні, але й на суспільні процеси в цілому. При такій ситуації державне регулювання фінансового ринку стає об'єктивною необхідністю. Щодо фінансових ринків, що розвиваються, то вагому роль у їх регулюванні відіграють не тільки внутрішньонаціональні, але й міжнародні (зовнішні) структури.

Вдосконалення системи регулювання фінансового ринку передбачає комплекс заходів, спрямованих на досягнення вищої ефективності та прозорості ринку, формування ефективних цін і в остаточному підсумку підвищення ліквідності фінансових активів.

4.1. Особливості поєднання саморегулювання та регулювання фінансового ринку

Необхідність ефективного регулювання фінансового ринку важко переоцінити, оскільки воно дає «правила гри» для цивілізованої конкуренції між ринковими суб'єктами, що, у кінцевому підсумку, зумовлює розширення якості пропонованих фінансових послуг. Економічне обґрунтування державного регулювання по-в'язують з ринковими невдачами: неефективністю конкуренції, не-достовірністю інформації, дисбалансами, неповнотою ринків та ін.

Економічна наука довела, а практика розвинених країн підтвердила доцільність та необхідність оптимального поєднання державного регулювання з ринковою саморегуляцією. Держава не повинна допускати як невиправданого втручання в ринкові механізми, так і розгулу ринкової стихії.

Державне регулювання спрямоване на забезпечення більшої взаємодії окремих сегментів фінансового ринку щодо їх спільної мети — формування ефективних фінансових продуктів і послуг, створення дієвих фінансових технологій, які відповідають сучасним вимогам глобального ринку. У нинішніх умовах роль держави в регулюванні фінансового ринку підвищується¹, а функції ускладнюються, водночас відбувається розширення поля її регулюючої діяльності, насамперед щодо функціонування небанківських інституцій.

Тому державного регулювання має бути спрямоване на забезпечення максимально ефективного використання потенціальних переваг ринкового механізму й обмеження його вад. Держава регулює фінансовий ринок, однак здійснює це переважно через вплив на середовище, в якому функціонують ринкові суб'єкти. Держава не в змозі адміністративно примусити власників фінансових активів збільшувати чи зменшувати їх пропонування на фінансовому ринку.

Господарське регулювання вважається функцією трьох основних суб'єктів: ринку, підприємств і держави. Правомірним буде стверджувати, що взаємодія різноманітних секторів і типів господарств забезпечується або досягається за допомогою державного, корпоративного та ринкового регулювання, що створює особливий механізм, за допомогою якого досягається той чи інший ступінь узгодженості різноманітних економічних інтересів².

На жаль, нинішні закони, що регламентують функціонування фінансового ринку в Україні, мають серйозні вади³. Це, зокрема, запозичення норм, які застосовуються в країнах з іншим рівнем інституціонального та соціально-культурного розвитку; наявність взаємовиключних норм. Чинне українське законодавство, особливо з питань захисту прав міноритарних акціонерів і забезпечення інформаційної прозорості фінансового ринку, не відповідає сучасним потребам розвитку фінансового ринку.

Регулювання фінансового ринку має свої особливості. Вони пов'язані як зі специфікою відносин між суб'єктами цього ринку, так і з підвищеними ризиками, властивими фінансовому ринку.

¹ Про особливості державної діяльності на ринках фінансів у США див., наприклад: *Стігліц Дж.* Економіка державного сектора. — К.: Основи, 1998. — С. 60—63.

² Див.: *Михасюк І., Мельник А., Крупка М. та ін.* Державне регулювання економіки. — Л., 1999. — С. 13.

³ Проблема ефективності нормативних актів докладно досліджує В. Л. Тамбовець (*Тамбовець В. Л.* Право и экономическая теория. — М.: ИНФРА-М, 2005. — С. 141—152.

Можна сформулювати три головні цілі регулювання будь-якого ринку: захист інвесторів; забезпечення справедливості (рівний доступ, рівне регулювання), ефективності й прозорості ринку; зниження системних ризиків.

Серед сукупності цілей регулювання фінансового ринку провідна роль, безумовно, належить захисту інтересів інвесторів. Усі інші цілі досягаються лише в разі вирішення цієї головної мети. Тому захист прав і законних інтересів інвесторів є системоутворюючою функцією регулювання фінансового ринку. Другою важливою метою регулювання фінансового ринку є забезпечення справедливого ціноутворення. Її досягнення по-в'язане з формуванням дієвого конкурентного порядку й середовища ринку. Крім того, система цілей регулювання фінансового ринку повинна містити мету усунення фінансового ризику й забезпечення ефективності фінансового ринку як важливого механізму економічного розвитку. Програми захисту інвесторів діють як у країнах з розвинутим фінансовим ринком (США, Канада, Франція, Великобританія, Гонконг, Австралія, Сінгапур, Японія й ін.), так і в країнах з фінансовими ринками, що розвиваються (Аргентина, Бразилія, Корея, ПАР, Малайзія, Мексика, Болгарія й ін.). Зниження системного ризику є одним з основних завдань у процесі регулювання фінансового ринку. Вирішення зазначеного завдання має здійснюватися щодо діяльності всіх фінансових посередників.

Слід розрізняти інституціональне та функціональне регулювання фінансового ринку. Інституціональне регулювання — це регулювання фінансових інституцій. Функціональне регулювання — це регулювання процесів, пов'язаних з певним сегментом фінансового ринку. На наш погляд, має місце доволі гостра суперечність між цими видами регулювання фінансового ринку.

Теорії державного регулювання економіки є переважно складовими макроекономічних концепцій. Історія розвитку теоретичних поглядів на регулювання ринкової економіки тією чи іншою мірою пов'язана з ідеями економічного лібералізму, тобто забезпечення вільного функціонування ринкових законів, свободи підприємництва. Ліберальна теорія виходить з того, що ринок сам краще знає, який має бути обсяг попиту й пропозиції. І якщо це так, то свобода руху капіталу і відкритість фінансового ринку — це майже абсолютне благо. Капітал сам нібито може визначити, де йому більш комфортно. Кожен

ринковий суб'єкт, здійснюючи економічні дії, тим самим певною мірою справляє регулюючий вплив на господарські зв'язки всіх інших учасників ринку.

Погляди на те, як саме держава повинна забезпечувати форми й методи регулювання, змінювалися відповідно до змін засад самої ринкової економіки. Регулювання ринкового господарства наприкінці 30-х років XX ст. майже повністю було засноване на теорії Дж. М. Кейнса. Так, Дж. Кейнсом був здійснений перехід до нової парадигми державного регулювання економіки й ринків. Ідея про регулювання, засноване на ролі держави як «нічного сторожа» (за А. Смітом), змінилася висновком про ефективне регулювання, за якого держава стає активним діючим інститутом макроекономічної влади. На основі ідей Дж. М. Кейнса будується система постійної й активної участі держави в регулюванні ринкового господарства.

Реально мають місце як невдачі ринку, так і невдачі держави. Серед останніх — брак інформації; обмежений контроль за реакцією конкретних ринків; недостатність впливу на бюрократію; обмеження, зумовлені політичними процесами¹.

У сучасних умовах у розвинутих країнах застосовується доволі ефективна й комплексна система «противаг» і «стримувань» у системі державного регулювання фінансового ринку, зокрема превентивні економічні й адміністративні заходи. Основний наголос робиться на застосуванні на ринку превентивних заходів. Важливими є також заходи боротьби з прихованою монополізацією різних сегментів фінансового ринку.

Зауважимо, що регулювання посередництва на фінансовому ринку в Європі є нині вельми ліберальним. Європейські банки тяжіють до універсалізації своїх ринкових позицій, уникаючи жорстких обмежень розподільно-спеціалізованої практики надання фінансових послуг. Часто-густо універсальний характер банківського обслуговування призводить до консервативності, обмежує конкуренцію, але зручності для інвесторів від задоволення їхніх потреб в одному фінансовому центрі часто є визначальними (тоб-то спрацьовує ефект комплексного обслуговування у «фінансовому магазині»). При цьому доречно зазначити, що кількість банківських установ у країнах ЄС становить тільки 1/6 їх кількості в США².

¹ Див.: *Смітліц Дж.* Економіка державного сектора. — К.: Основи, 1998. — С. 33—34.

² Див.: *Мишкин Ф.* Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков. — М.: Аспект Пресс, 1999. — С. 247.

Українська модель регулювання фінансового ринку не може бути механічно зведена до жодної з наявних у світі стандартних моделей фінансового ринку. Вона має враховувати історичні проблеми й помилки, що мали місце на українському ринку в 1990-ті роки. У той же час за формування української моделі має бути прийнятий до уваги світовий досвід, кращі зарубіжні досягнення державного регулювання фінансового ринку.

Нині в Україні склалася ситуація, коли розвиток національного фінансового ринку стримують, як було зазначено, недосконалі рамки чинного законодавства. Так, правова неврегульованість багатьох питань функціонування фінансового ринку й корпоративного сектора економіки породжує численні корпоративні конфлікти, призводить до зниження рівня захисту прав власників цінних паперів та інших інвесторів. Ухвалений Верховною Радою України в новій редакції закон про акціонерні товариства стримує створення адекватної нормативно-правової бази для розвитку цивілізованого фінансового ринку. Ще однією інституційною проблемою для України є складність формування великих фінансових посередників у зв'язку з тим, що їх капітал і залучені кошти за своїми обсягами не зівставні з потребами національної економіки.

Регулювання фінансового ринку має бути системним. Системність регулювання полягає в тому, що воно повинно бути збалансованим при орієнтації на досягнення комплексу цілей. Це означає насамперед необхідність підтримання належного балансу різноманітності та якості фінансових активів. Тому ефективна система регулювання фінансового ринку має одночасно забезпечувати умови для вибору дієвих механізмів інвестування та якісних фінансових активів як основи реалізації економічних інтересів ринкових суб'єктів. Ефективне регулювання фінансового ринку створює необхідні умови для формування й підтримки мак-рофінансової стабільності, створення сприятливого інвестиційного клімату в економіці.

У цьому сенсі об'єктивно виникає феномен фінансової влади. Ураховуючи значення, особливості організації й функції в економічному житті, зазначає В. В. Дементьєв, фінансову владу доцільно розглядати як самостійний інститут влади. Інститут фінансової влади включає в себе владу фінансових організацій і владу фондового ринку¹.

¹ Дементьєв В. В. Власть: экономический анализ. Основы экономической теории власти. — Д., Каштан, 2003. — С. 141.

Важливе значення для регулювання вітчизняного фінансового ринку мало введення в дію Закону України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг», завдяки якому у 2001 р. в практиці функціонування фінансового ринку з'явилося поняття «фінансова послуга», яке, починаючи з 1986 р., є загальноновживаним в Європейському Союзі. Уперше такий підхід було запроваджено у Великобританії під час створення незалежного регулятора FSA — Агентство з фінансових послуг.

Головний ефект регулювання фінансового ринку полягає в удосконаленні умов інвестування, тобто в поліпшенні становища інвестора, підвищенні якості його обслуговування. Цей аспект проблеми регулювання є необхідною умовою наближення фінансового ринку до стану ефективної рівноваги. Удосконалення умов інвестування означає одночасне поліпшення рівня цілого ряду макрофінансових параметрів, які й визначають становище інвестора на ринку. Серед них головним параметром є рівень захисту інтересів інвесторів.

Процеси трансформації економічної системи України в 1990-х роках відбувалися доволі безладно через відсутність дієвого регулювання ринкових механізмів. Головною помилкою в цей період, як нам здається, стало істотне послаблення державного регулювання галузевих ринків, що почали формуватися. На практиці це призвело до порушення базової економічної пропорції між державним та ринковим регулюванням. Вважалося, що сам ринок на основі механізмів саморегулювання вирішить усі проблеми розвитку національної економіки.

Наприкінці 1990-х років одночасно набрали силу два протилежні за напрямками характерні для української економіки процеси: з одного боку, створювалися регуляторні органи, покликані впорядкувати «дике поле» недержавного фінансового сектора економіки, а з іншого — почалася ініційована міжнародними фінансовими організаціями так звана дерегуляція підприємницької діяльності, зокрема й на фінансовому ринку.

Типовим для України й сьогодні є відсутність чітких і єдиних принципів державного регулювання фінансового ринку. Слабкість державного регулювання виявляється передусім у відсутності значних цілеспрямованих впливів на фінансовий ринок для підвищення його ефективності та суспільної значущості.

В економічній літературі дотепер залишається достатньою мірою неясним місце саморегулювання в загальній системі

регулювання фінансовим ринком. Розглянемо більш докладно проблему саморегулювання, яке є сутнісною рисою фінансового ринку.

Ринок як універсальний саморегулятор має здатність самостійно встановлювати баланс інтересів продавців і покупців. Саморегулювання фінансового ринку полягає в ринковому знаход-женні стану рівноваги між бажаним і допустимим, за якого існування ринку є найбільш ефективним. Цінність ринку полягає в тому, що його механізм загалом націлений на саморегулювання, самовідновлення постійно змінюваних процесів і подолання періодичних збурень. Проте це — не одвічна його властивість, оскільки система вільних ринкових відносин більш-менш нормально забезпечувала суспільне відтворення лише в XVII—XIX ст. Реалізації цілей саморегулювання фінансового ринку покликані допомагати саморегулюючі організації.

Розвиток ринкового саморегулювання є одним з головних інструментів проведення ліберальної економічної політики. Щодо фінансового ринку, то основою механізму саморегулювання є діяльність саморегулюючих організацій, які зазвичай є некомерційними. Загалом діяльність таких організацій має бути спрямована на розвиток найбільш ефективних і рівних умов для всіх учасників фінансового ринку, сприяти пріоритетному захисту прав інвесторів.

Існують різні погляди щодо ролі саморегулювання в системі регулювання фінансового ринку. З одного боку, вважають, що саморегулювання загалом повинно відігравати основну роль в умовах фінансових ринків, що швидко розвиваються. З іншого боку, саморегулюванню зазвичай відводиться головна роль лише в окремих сферах регулювання фінансового ринку (наприклад, прийняття внутрішніх кодексів поведінки або кодексів поведінки на професійних ринках). Крім того, існують серйозні сумніви щодо здатності механізму саморегулювання враховувати суспільні інтереси, що неминуче призводить до виникнення конфлікту інтересів учасників фінансового ринку, наприклад, у разі наділення бірж регулятивними функціями¹. Аналіз документів ЄС у сфері надання фінансових та інвестиційних послуг підтверджує цей висновок.

¹ Эффективный рынок капитала. Экономический либерализм и государственное регулирование: В 2-х т. — М.: Наука, 2004. — Т. 1. — С. 109—110.

Коли учасники ринку можуть самі регулювати свою діяльність, якщо вони прагнуть до чесної, відкритої та прозорої діяльності, роль держави має бути обмеженою¹. Кожний ринковий суб'єкт, здійснюючи економічні дії, певною мірою справляє регулюючий вплив на господарські зв'язки всіх інших учасників ринку. Отже, низку питань має вирішувати сам ринок, його саморегулюючі організації, асоціації та некомерційні об'єднання професійних учасників фінансового ринку².

Посилення ролі саморегулюючих організацій та професійних об'єднань на фінансовому ринку України означає: легітимацію статусу саморегулюючих організацій та професійних об'єднань, їх прав і відповідальності шляхом розробки та прийняття відповідних нормативно-законодавчих актів; делегування саморегулюючим організаціям та професійним об'єднанням повноважень щодо нагляду за станом конкуренції на фінансовому ринку; підготовку кодексів професійної етики; надання саморегулюючим організаціям і професійним об'єднанням права на застосування заходів впливу аж до заборони учасникам ринку здійснювати певні види діяльності.

На фінансовому ринку України вже у першій половині 90-х років XX ст. почали виникати саморегулюючі організації — добровільні об'єднання професійних учасників ринку, які встановлювали для своїх членів правила поведінки на ринку. До основних завдань саморегулюючих організацій належало створення сприятливого клімату для ведення бізнесу всередині організації, захист інтересів членів у їхніх взаємовідносинах з державними органами та іншими учасниками ринку — не членами організації. Важливе значення мало вироблення конкретних вимог до членів саморегулюючих організацій і нагляд за їх дотриманням.

Кількість саморегулюючих фінансових організацій в Україні постійно збільшується. Ці організації наділені важливими повноваженнями щодо контролю та нагляду за угодами з фінансовими активами, здійснюваними членами цих організацій. Зокрема, на роботу фондового ринку істотно впливають Українська асоціація торгівців цінними паперами, Українська Асоціація довірчих товариств, інвестиційних фондів і компаній, Українська асоціація інвестиційного бізнесу, Українська фондова

¹ Див.: *Остапенко О.* Проблемы отраслевого саморегулирования в российской экономике // *Вопр. экономики.* — 2005. — № 2. — С. 69—82.

² Див.: *Задоя А. О., Ткаченко І. П.* Структура та функції сучасного фінансового ринку // *Фінанси України.* — 1999. — № 5. — С. 9.

спілка та ін.¹. У банківській сфері важливою є діяльність Асоціації українських банків. Численні неурядові об'єднання створені в страховій сфері², сфері надання послуг кредитними спілками. Основні функції названих організацій подібні до функцій саморегулюючих організацій у сфері будь-якого іншого ринку з відмінностями галузевої спеціалізації. На жаль, і це слід особливо зазначити, діяльність фінансових саморегулюючих органів переважно спрямована на лобіювання інтересів учасників фінансового ринку, а не на досягнення високих стандартів їхньої діяльності.

Зарубіжний досвід регулювання фінансового ринку свідчить про важливість встановлення чітких вимог до звітності операторів ринку, які мають відповідати міжнародним стандартам фінансової звітності (МСФО). Перехід на МСФО розширює обсяг інформації, що розкривається, змінює її структуру й загалом під-ходи до оцінювання фінансових активів учасників ринку. Перехід на МСФО сприятиме істотному підвищенню «прозорості» діяльності учасників фінансового ринку.

Для України важливим є запровадження світового досвіду інформаційного супроводження та моніторингу функціонування фінансового ринку, схеми раціонального розподілу регуляторних функцій між держаними органами та саморегулюючими організаціями³.

Підкреслимо особливе значення регулювання «роздрібного» обслуговування на фінансовому ринку. Йдеться про ту сферу, де здійснюється безпосередня взаємодія професійних учасників ринку з індивідуальними інвесторами, які зазвичай не мають досвіду роботи на фінансовому ринку й не здатні адекватно оцінювати як свої інвестиційні потреби, так і ризики наявних фінансових інструментів. Тому ця сфера фінансового ринку характеризується значною асиметрією інформації, що часто призводить до порушення інтересів «роздрібних» інвесторів.

Класичним прикладом кількісного обчислення трансакційних витрат на фінансовому ринку є аналіз витрат на Нью-Йоркській

¹ Про саморегульовані організації ринку цінних паперів в Україні див.: Михальський В.В. Роль фінансового ринку в економічному розвитку реального сектора вітчизняної економіки. — К.: Ніка-Центр, 2005. — С. 100.

² Див.: Балакирева В. Ю. Взаимодействие органов государственной власти и саморегулируемых организаций на страховом рынке // Финансы. — 2007. — № 2. — С. 44—45.

³ Див.: Мозговий О., Баторишина А. Світові ринки акцій: досвід для України // Ринок цінних паперів України. — 2004. — № 11—12. — С. 54.

фондовій біржі, який провів у 1968 р.¹ Х. Демсетц. Біржова операція при цьому розглядалась як засіб забезпечення швидкого обміну цінними паперами й відповідно титулами прав власності на реальні активи.

«Роздрібне» обслуговування на фінансовому ринку вимагає особливого регулювання, спрямованого на подолання асиметрії інформації та, у кінцевому підсумку, на те, щоб індивідуальні інвестори отримували якісні послуги за достовірними цінами й із мінімальними трансакційними витратами.

Вельми важливим для наукового дослідження цього питання є вивчення досвіду регулювання фінансового ринку країн з розвинутою економікою. Будь-який зарубіжний досвід має позитивні моменти, які можна застосувати в конкретній ситуації, що склалася в Україні. Однак неможливо взяти із зарубіжної практики лише одну з моделей і «пересадити» її на «наш ґрунт» без змін. Йдеться про те, що структура відносин, механізм регулювання фінансового ринку мають завжди відповідати специфіці та особливостям конкретної країни. Якщо німецькі приватні інвестори прихильно ставляться до традиційних банківських продуктів із меншим ступенем ризику (наприклад, банківським депозитам), то одним з найбільш цікавих фінансових рішень для приватних інвесторів у США є венчурне (ризиковане) фінансування в акції молодих компаній високих технологій.

Зазначимо, що для фінансового ринку України сьогодні існують великі можливості використання інформації про досвід інших країн, значно більші, ніж для розвинутих країн періоду формування їх фінансових ринків.

Розвиток фінансового ринку в Україні не може не враховувати нові тенденції, що виникли в соціально орієнтованій економіці країн світу. Від ступеня розвитку фінансового ринку багато значною мірою залежить добробут громадян. Тому на відміну від попередніх періодів свого розвитку сучасний фінансовий ринок передбачає підвищення рівня впливу на соціальний розвиток (соціалізацію) суспільства. Соціально орієнтована ринкова економіка розвинутих західних країнах є прикладом ефективного розвитку фінансового ринку². Соціальна орієнтація економік цих країн породжує нове оцінювання ролі фінансового ринку.

¹ Див.: Demsetz H. Cost of Transacting // Quarterly Journal of Economics. — 1968. — №81. — Р. 33—53.

² Див., наприклад: Ахундов О. Т. Роль государства в развитии накопительных пенсионных систем // США — Канада: экономика, политика, культура. — 2003. — № 1. — С.65—76.

Важливим є міжнародний досвід регулювання фондового ринку. Так, безумовна заборона використання інсайдерської інформації під час укладення угод з цінними паперами є в законодавстві всіх країн світу, які мають розвинуті фондові ринки. Як типовий приклад можна навести Закон «Про ринок цінних паперів» Словенії, який забороняє мажоритарним акціонерам і менеджменту публічних компаній використовувати інсайдерську інформацію у разі здійснення всіх типів угод з цінними паперами своїх компаній, передавати таку інформацію будь-яким третім особам та зобов'язує їх повідомляти державний регулюючий орган про проведення таких операцій, незалежно від того, здійснюються вони на організованому чи неорганізованому ринку¹. Нечіткість нормативно-правового регулювання цієї проблеми надає можливість керівництву акціонерних підприємств чи навіть окремим їхнім акціонерам, спиратися на інсайдерську інформацію, консолідувати пакети акцій за ціною, значно нижчою за їх справжню вартість.

Актуальність надійного забезпечення інвесторів правдивою інформацією стала особливо важливою в зв'язку з корпоративними скандалами останніх років у США. Жорсткість положень Закону Сарбейнса-Окслі 2002 р., спрямованого на усунення передумов виявлених порушень у сфері корпоративного бізнесу, свідчить про неабияке значення, корпоративної інформації на сучасному фінансовому ринку.

Найбільш цінним для України є досвід державного регулювання фінансових ринків, що розвиваються². Загальною рисою цих ринків, яка приваблює портфельних інвесторів, є потенційно більш висока прибутковість операцій з цінними паперами.

Згадаємо насамперед латиноамериканський досвід регулювання фінансового ринку, тим більше, що він наочно свідчить про неефективність пропозицій МВФ щодо моделі дій держави на фінансовому ринку для цих країн. Значущість цього досвіду підвищується з огляду на подібності структур економік України й країн Латинської Америки (зокрема, їх об'єднують переваги в експорті сировини й порівняно низька ефективність обробної промисловості). Багато в чому подібна і соціально-по-

¹ The securities Market Act of the Republik of Slovenia (Official Gazette of the Republik of Slovenia # 56/13/07/1999).

² Термін «ринки, що розвиваються» (emerging markets) зазвичай використовується щодо фондових ринків. Його запропонували у середині 80-х років XX ст. експерти Міжнародної фінансової корпорації (МФК) групи МБРР.

літична ситуація, у якій доводиться здійснювати стабілізаційні реформи в Україні та Латинській Америці (поляризація населення за доходами, висока питома вага тіньової економіки, наявність сильних популістських традицій, слабкість демократичних інститутів та ін.).

У 80—90-ті роки ХХ ст. економіка більшості латиноамериканських країн вступила в смугу фінансової кризи, породженої насамперед жорсткістю умов зовнішнього фінансування. Одним з головних проявів цієї кризи стала хронічно висока інфляція. Для нормалізації фінансового становища в цей період у Латинській Америці було прийнято різні стабілізаційні програми. Фактично, у своєрідній латиноамериканській економічній «лабораторії» за останні десятиліття були випробувані можливі різноманітні заходи державного регулювання фінансового ринку.

Дуже цікавими є заходи, які здійснювалися в Чілі в межах «реформи вторинного ринку капіталу», нові пропозиції щодо яких були представлені в 2003 р. Основна мета реформи полягала у вдосконаленні доступу до фінансування нових перспективних інвестиційних проектів широкого кола індивідуальних інвесторів¹.

Звісно, використання латиноамериканського досвіду регулювання фінансового ринку не повинно бути його механічною екстраполяцією на українську дійсність. За всієї подібності фінансово-економічних систем наших країн занадто великі відмінності між ними і в природно-історичних умовах, і в моделях соціально-економічного та політичного розвитку.

Подальший розвиток системи регулювання фінансового ринку в Україні має стати складовою загальнодержавної стратегії проведення соціально-економічних перетворень. Пріоритетний розвиток фінансового ринку не є самоцілью, а одним з чинників економічного відродження України. Слід переглянути концепцію державної політики відносно фінансового ринку, переорієнтувати її на досягнення цілей сталого економічного зростання шляхом ефективного використання всіх його можливостей. Здійснювана нині державою політика в сфері фінансового ринку характеризується недостатньою ефективністю та фрагментарністю, тому існує об'єктивна необхідність перегляду фінансової політики, її орієнтування на довгострокову

¹ Див.: Эффективный рынок капитала. Экономический либерализм и государственное регулирование: В 2-х т. — М.: Наука, 2004. — Т. 1. — С. 435.

перспективу в інтересах сталого розвитку національної економіки України.

Перебудова принципів засад внутрішньої фінансової політики є невід'ємним елементом стратегії України щодо взаємодії з глобальним фінансовим ринком. Йдеться про формування ефективного макроекономічного середовища іноземного інвестування та адекватне сприйняття іноземними інвесторами відповідних фінансових ризиків. Зокрема, необхідними слід вважати заходи, пов'язані з перспективами дерегуляції фінансового ринку та збереження державного втручання у тих його сегментах, які мають пріоритетне значення для національної економічної безпеки. Крім того, вплив держави на процеси функціонування фінансового ринку має здійснюватися економічними, а не адміністративними важелями.

Розглянемо більш детально сутність фінансової політики.

4.2. Фінансова політика в трансформаційній економіці

З метою більш повного визначення ролі держави в регулюванні фінансового ринку необхідно розглянути сутність і зміст фінансової політики в сучасних умовах української економіки¹.

Політика часто розглядається «як керівна діяльність держави й різних суспільних органів, інституцій, у процесі якої ставляться загальнодержавні цілі, що поєднуються з прагненням утримати або (завоювати) владу»². У теорії суспільного вибору³ політика визначається як процес обміну між громадянами та державою, коли перші добровільно погоджуються обміняти свою частку витрат з утримання держави на послуги, які вони споживають спільно.

Фінансова політика визначає базові принципи й механізми організації та регулювання руху фінансових ресурсів як на

¹ У багатьох підручниках і навчальних посібниках з державного регулювання економіки виокремлюється розділ «Фінансова політика» (див., наприклад: *Чистов С. М., Никиторов А. Є., Куценко Т. Ф. та ін.* Державне регулювання економіки: Навч. посіб. — К.: КНЕУ, 2004. — С. 82—130).

² Див, наприклад: *Економічна політика* / Кер. авт. кол. О. О. Беляєв — К.: КНЕУ, 2005. — С. 8.

³ Уявлення про розвиток теорії суспільного вибору можна отримати з двотомника: *Теорія суспільного вибору* / Під ред. Дж. Б'юкенена. (Theory of Public Choice: Political Applications of Economics/ Ann Arbor: University of Michigan Press, 1972; Theory of Public Choice, II. Ann Arbor: University of Michigan Press, 1984).

державному рівні, так і на рівні окремо взятого регіону, корпорації чи підприємства, галузевого комплексу. Формування фінансової політики в Україні відбувається в умовах посилення відкритості національної економіки, її інтеграції в світове господарство.

На думку В. М. Опаріна, фінансова політика в широкому сенсі відображає всі сторони функціонування фінансів та охоплює монетарну (грошово-кредитну) й фінансову політику. Основою фінансової політики у вузькому сенсі є саме фінансова політика¹. І.Ф. Родіонова під фінансовою політикою розуміє податково-бюджетну політику використання державних видатків і надходжень до бюджету (податків) з метою впливу на основні макроекономічні параметри². Фінансова політика — це комплекс дій і заходів держави в межах наданих їй функцій та повноважень у сфері фінансів³.

Сутність фінансової політики є важливим і необхідним предметом дослідження сучасної економічної теорії. Безумовно, дієвість фінансової політики зумовлюється насамперед об'єктивними чинниками — загальним станом фінансової системи, її збалансованістю та ефективністю. На нашу думку, зміст фінансової політики слід розглядати у взаємозв'язку з формами та методами державного регулювання фінансового ринку.

Необхідними умовами ефективної реалізації фінансової політики є наявність законів, адекватних ринковій економіці, їх узгодженість і несуперечливість, самостійність трьох гілок влади, низький або «нульовий» рівень її корумпованості, а також дієвість судової системи.

Ефективно діючий фінансовий ринок може бути створений лише на основі цілісної науково обгрунтованої державної стратегії, що включає пріоритетні цілі фінансової політики, а також систему заходів їх забезпечення. Йдеться про максимальне врахування своєрідності трансформаційної економіки за зміцнення та вдосконалення структурних елементів фінансового ринку. Важливою ланкою фінансової політики, поряд з формами та методами податково-бюджетного регулювання, є політика держави на фінансовому ринку. Її зміст вимагає насамперед

¹ Опарін В. М. Фінанси (Загальна теорія). — К.: КНЕУ, 2001. — С. 48; див. також: Опарін В. Фінансова система України (теоретико-методологічні системи). — К.: КНЕУ, 2005. — С. 123—124.

² Родіонова І. Ф. Макроекономіка: теорія та політика. — К.: Таксон, 2004. — С. 165.

³ Див.: Федосов В., Опарін В., Львовичкін С. Фінансова реструктуризація в Україні: проблеми і напрямки. — К.: КНЕУ, 2002. — С. 30.

забезпечення належного правового регулювання ринку фінансових активів і послуг з урахуванням інтересів усіх економічних суб'єктів.

Фінансова політика як програма регулювання фінансових відносин є специфічною сферою державної діяльності. Первинність фінансових відносин порівняно з політикою держави визначає те, що суспільство не вільне у виборі фінансової політики. Зміст фінансової політики породжується наявними фінансовими відносинами. Фінансова політика — це політика використання фінансів у системі вартісної (грошової) форми реалізації економічних законів товарного господарства. Фінансова політика — це свідомий перерозподіл (через формування й використання грошових фондів) фінансових ресурсів в інтересах суспільного розвитку.

Держава та ринок постійно взаємодіють, що й визначає подальший розвиток змісту фінансової політики. Кількість регулюючих функцій, які виконують держава і ринок, може змінюватися. Це залежить від рівня розвитку національної економіки, політичної орієнтації владної еліти, соціальної структури суспільства. Активізація фінансової політики забезпечується ефективним використанням основних принципів державного регулювання.

Значущість того чи іншого механізму фінансової політики визначається характером і гостротою проблем фінансового ринку. Реалізація фінансової політики потребує вжиття комплексу організаційних, економічних і управлінських заходів як складових ефективного державного регулювання ринку.

Фінансова політика охоплює всі напрями фінансової сфери суспільства. Її слід реалізовувати через державне регулювання фінансових процесів. Для цього існує великий масив випробованих світовою та вітчизняною практикою економічних, правових та адміністративних важелів та інструментів.

Говорячи про державну політику на фінансовому ринку, передусім необхідно визначити її мету. На наш погляд, такою метою має бути забезпечення збалансування ринкового попиту й пропозиції фінансових активів. З одного боку, на ринку мають пропонуватися достатні за обсягом і різноманітні за структурою фінансові активи, до того ж не лише цінні папери (акції, облігації) емісійного типу, а й більш складні за природою фінансові продукти, завдяки яким інвестори можуть диверсифікувати вкладення, хеджувати ризики й розробляти довгострокові портфельні стратегії. З іншого боку, рівень захисту прав інвесторів (споживачів фінансових послуг) має

бути достатнім для створення позитивних очікувань стабільного зростання місткості фінансового ринку.

У процесі розроблення фінансової політики важливо забезпечувати взаємозв'язок окремих її підсистем у різних сферах фінансових відносин¹. Роль держави в цьому процесі можна оцінити як визначальну та координуючу, і саме забезпечення такої координації є одним з найбільш проблемних питань у практиці розробки системної фінансової політики. Фінансова політика, що здійснюється державою, реалізується через фінансове регулювання економіки, хоча й не зводиться лише до нього.

Фінансова політика — це державна політика, тому її слід розглядати в аспекті ролі держави в сфері фінансового ринку. Цю роль можна тлумачити в чотирьох різних аспектах: як функцію управління, функцію участі, функцію впливу й функцію регулювання. Щодо фінансового ринку держава виконує кожную з цих функцій, але пріоритет, безперечно, належить останній з названих функцій. Саме регулювання забезпечує оптимальний рівень впливу держави на функціонування фінансового ринку.

Успіх у реалізації фінансової політики пов'язаний з ефектом репутації влади. Позитивна репутація сприяє сталості й дієвості фінансової політики, навпаки негативна репутація знижує ефективність реалізації фінансової політики. Влада, яка має позитивну репутацію, справляє більш вагомий вплив на ринкові очікування економічних суб'єктів. Українською негативно впливають на реалізацію фінансової політики існуючий дисбаланс повноважень між гілками влади, закритість влади для суспільства, високий рівень корупції.

Слід позитивно оцінити ідею В. В. Демет'єва про створення суспільно необхідного порядку влади в перехідній економіці з позицій ефективного розподілу, ієрархії та рівноваги влади в економічній системі².

Сучасний зміст фінансової політики формувався в Україні в умовах економічної кризи та високих темпів інфляції, що не

¹ Див.: Василюк О. Д. Теорія фінансів. — К.: НІОС, 2000. — С. 57; Державна фінансова політика та прогнозування доходів бюджету України / М. Я. Азаров, Ф. О. Ярошенко, Т. І. Єфименко та ін. — К.: НДФІ, 2004. — С. 15—16; Запатріна І. Фінансова політика та її вплив на економічне зростання // Економіст. — 2006. — № 3. — С. 30; Колесов А. С. Финансовая политика: цели и задачи // Финансы. — 2002. — № 10. — С. 8—9; Лазебник Л. Л. Сутність та компоненти фінансової політики // Фінанси України. — 2006. — № 1. — С. 66—73; Юхименко П. І. Сучасні тенденції та стратегія фінансової політики України // Фінанси України. — 2005. — № 10. — С. 101—110.

² Див.: Демет'єв В. В. Экономика как система власти. — Донецьк: Каштан, 2003. — С. 377.

могло не позначитися на їх механізмах, інструментах і методах реалізації. Зазначимо, що набір інструментів фінансової політики в умовах трансформаційної економіки доволі обмежений, тому необхідно напевно знати, які інструменти та в яких конкретних обставинах працюватимуть дієво, які будуть неефективними, і який буде кінцевий результат. У цій ситуації важливе значення має досвід розвинутих країн світу щодо державної політики регулювання фінансового ринку.

У російській економічній літературі виокремлюють три моделі фінансової політики, які поєднують певні інструменти. У кожній моделі як основний обирається той чи інший інструмент стимулювання інвестицій. У першій моделі фінансової політики наголос робиться переважно на податкових стимулах для приватних інвестицій. У другій — центральною складовою є державне фінансування приватних проєктів. У третій — основним є створення механізмів для узгодження рішень приватних інвесторів; держава при цьому лише створює необхідну інфраструктуру й заохочує приватні вкладення капіталу¹.

На практиці в розвинутих країнах світу в той чи інший період застосовувалися різні моделі фінансової політики, які виявлялися доволі успішними. Очевидно, що оцінювання умов їх реалізації має вирішальне значення під час вибору тої чи іншої моделі фінансової політики в трансформаційних економіках. Вважаємо, що головним для реалізації ефективних моделей фінансової політики є формування дієвих інститутів, необхідних для створення сприятливого інвестиційного клімату в національній економіці. Будь-яка успішно діюча модель фінансової політики повинна найбільш повно використовувати сильні сторони (конкурентні переваги) національної економіки².

Загальноекономічна ситуація в Україні настільки складна, що будь-яка модель фінансової політики не може пропонуватись як панацея або ідеальне рішення. Прорахунки у фінансовій політиці в Україні в 1990-х роках призвели до величезних диспропорцій між фінансовим і реальним секторами національної економіки, різкого скорочення інвестиційних ресурсів, формування неефективного малорозвинутого фінансового ринку загалом.

Одна з найбільших загроз для фінансової політики в умовах трансформаційної економіки — це різкі інфляційні збурення, які

¹ Булатов В. В. Фондовый рынок в структурной перестройке экономики. — М.: Наука, 2002. — С. 86.

² Государственная экономическая политика / Под ред. А. В. Сидоровича. — М.: Дело и Сервис, 1998. — С. 213—243.

створюють зміст усіх фінансових процесів і явищ. Ефективне реагування на інфляційні збурення — серйозне випробування для будь-якої влади. Наявність постійного інфляційного тиску свідчить про необхідність прискорення структурних реформ в економіці та фінансовій сфері. У кінцевому підсумку, саме радикаль-ні заходи на макро- і мікрорівнях створять надійне підґрунтя для ефективного контролю за інфляційним процесом.

На фінансовий ринок істотно впливає грошово-кредитна й валютна політика Центрального банку. Використовуючи інструмен-ти грошово-кредитного та валютного регулювання, НБУ впливає на динаміку відсоткових ставок на фінансовому ринку за кредитними та депозитними операціями, контролює й регулює зміну курсу гривні на різних сегментах валютного ринку, формує кон'юнктуру на ринку державних цінних паперів і контролює прибутковість операцій з цими цінними паперами. Проте рівень регулювання НБУ фінансового ринку був і залишається неоптимальним. Це доволі складна проблема, і вирішення її залежить від багатьох чинників.

Основним завданням у сфері фінансової політики має бути поліпшення фінансового стану реального сектора української економіки. Тому передусім слід ліквідувати ті шляхи бюджетного субсидування економіки, завдяки яким підприємства окремих галузей можуть перекладати свою безгосподарність і марнотратство на державу. На мікрорівні заходи фінансової політики кореспондують із жорсткими бюджетними обмеженнями для підприємств і підвищенням зацікавленості в отриманні ними легального прибутку.

Удосконалення фінансової політики неможливе без розвитку ринку державних облігацій, через який держава виконує функцію участі в фінансових відносинах. Ринок державних цінних паперів є важливою складовою фінансового ринку в будь-якій країні; його відсутність чи недостатній розвиток унеможлиблюють нормальне функціонування й ринку корпоративних цінних паперів. У сучасних умовах довіра до державних цінних паперів з боку комерційних банків ще дуже низька. Відсутність дійового ринку державних цінних паперів створює серйозні ризики для розвитку фінансового ринку загалом¹.

¹ Див., наприклад: *Чинкель Ш.* Що потрібно Україні для розвитку фінансових ринків // Стратегія соціально-економічного розвитку України та пріоритети грошово-кредитної політики: Матеріали науково-практичної конференції. — К.: Нац. банк України, Державна установа «Інститут економіки та прогнозування НАН України», 2007. — С.29—31.

Важливим стратегічним напрямом фінансової політики держави можна вважати вплив на розвиток фінансового ринку. З огляду на це, необхідно створити умови для підвищення рівня його капіталізації та ліквідності, активізувати діяльність щодо запровадження міжнародних стандартів розкриття інформації, удосконалити систему обліку, розрахунків і звітності учасників фінансового ринку, забезпечити «прозорість» діяльності ринкових інституцій та ін.¹.

Державний вплив на розвиток фінансового ринку може здійснюватися в двох напрямках. По-перше, держава створює законодавчу основу його функціонування, систему контролю, механізми стимулювання і в разі необхідності стримування. По-друге, держава прямими та непрямими заходами впливає на дії учасників фінансового ринку: емітентів, інвесторів, посередників та ін. На жаль, сучасна економіка України характеризується відсутністю послідовності в застосуванні заходів державного регулювання фінансових відносин, що знижує дієвість чи робить неефективною фінансову політику загалом.

Зміна змісту фінансової політики ґрунтуються на перегляді законодавчих і нормативних актів і документів. Тому цілком очевидно, що підвищення ефективності реалізації фінансової політики пов'язано з вдосконаленням чинного законодавства, що регулює функціонування фінансових відносин. Сьогодні модифікації потребують Закони України «Про господарські товариства», «Про цінні папери та фондову біржу», «Про запобігання та протидію легалізації (відмиванню) доходів, отриманих злочинним шляхом». Необхідно розробити та прийняти Закон України «Про державний фінансовий контроль в Україні», в якому визначити принципи організації та пріоритети фінансового контролю, передумови й форми його здійснення, ієрархічність органів державного фінансового контролю в Україні, сферу розмежування завдань і повноважень суб'єктів фінансового контролю.

Ефективній реалізації фінансової політики заважає те, що в Україні немає державного органу, який відповідав би за цілісність, прозорість і ліквідність усього фінансового ринку, запобігав маніпулюванням на ньому й здійснював ефективну політику, реалізуючи важливу функцію управління.

¹ Про застосування сучасних інформаційних технологій на фінансовому ринку України див.: *Любич О. О.* Теоретичні основи прийняття фінансових рішень на макрорівні. — К.: НДФІ, 2004. — С. 179—185.

Суперечливість фінансової політики в Україні та її неефективність зумовлені насамперед об'єктивними проблемами економіки трансформаційного типу, зокрема слабкістю вітчизняного ринку корпоративних цінних паперів (спекулятивний капітал іноземних і національних інвесторів, нереалізований в дієві інвестиційні потоки, значною мірою підірвав структуру цього ринку, визначивши подальшу тенденцію знецінювання фінансових активів, що обертаються на ньому); малою місткістю ринку державних цінних паперів; нестабільністю національної грошової одиниці; високим інфляційним потенціалом. В умовах панування тіньової економіки фінансова політика часто-густо реалізує інтереси не суспільства, а окремих фінансово-економічних угруповань та олігархічних кланів. Непослідовний і суперечливий характер фінансової політики української держави збільшив дестабілізуючий вплив несприятливих чинників на розвиток фінансового ринку. Водночас, можна вважати, що саме завдяки державі в Україні не було допущено повномасштабної дестабілізації національного фінансового ринку.

Вплив держави на процес обігу фінансових активів на фінансовому ринку виявляється через такий інструмент, як податки. Від ступеня досконалості податкової системи значною мірою залежить ефективність заходів держави з підтримки розвитку цивілізованого фінансового ринку. Ефективна податкова система за своєю сутністю має відображати та враховувати різноманітні інтереси: державні (усіх рівнів бюджетної системи), приватних інвесторів, професійних учасників фінансового ринку¹.

У процесі вирішення проблеми ефективного оподатковування професійних учасників фінансового ринку вирішальне значення має вдосконалення діючих норм і положень, що стосуються насамперед податку на прибуток. Недоліки податкового законодавства щодо оподатковування прибутку найбільш істотні й визначають загальне негативне ставлення учасників фінансового ринку до наявної податкової системи. Вкажемо на те, що недостатньо відрегульовано в правовому сенсі та явно не стимулює фінансову діяльність оподатковування банків та інших кредитних організацій під час роботи з цінними паперами на фондовому ринку.

¹ Див.: *Сисоєва Т.* Податкова політика на фінансовому ринку в контексті активізації інвестиційних процесів // *Фінансовий ринок України.* — 2006. — № 7. — С. 3—4.

В Україні майже не використовується диференціація ставок податку на прибуток, яка має значні регулюючі та стимулюючі можливості. Встановлюючи єдину ставку податку на прибуток, держава переслідує лише фінансові цілі, не регулюючи та не стимулюючи фінансовий ринок. На нашу думку, необхідно встановити диференційовану шкалу ставок податку на прибуток залежно від виду діяльності, розміру отриманого прибутку на фінансовому ринку.

Отже, податки як складова частина державного регулювання є важливим чинником стимулювання розвитку фінансового ринку. Здатність державного регулювання забезпечувати стимулюючий характер оподаткування може розцінюватись як ознака його системності. За відсутності стимулюючого впливу, оподаткування на фінансовому ринку носить, по суті, фінансово-заборонний характер, насамперед для інвесторів. Податки в цих умовах фактично карають інвесторів за вхід на ринок і ще більше — за вихід з нього. Податкове антистимулювання передусім позначається на інтересах дрібного масового інвестора.

Цілком очевидно, що система податкового регулювання має бути збалансованою, тобто враховувати потреби як у фінансуванні державних видатків, так і стимулюванні інвестиційної активності, підтримуванні високого рівня попиту на фінансовому ринку¹. Тільки за таких умов буде забезпечений ефективний розвиток фінансового ринку. Нині необхідність переходу до стимулюючої системи оподаткування неможливо реалізувати без забезпечення преференційних умов для функціонування найбільш ефективних суб'єктів фінансового ринку. У цьому зв'язку, як нам здається, необхідно переглянути теоретичні підходи до формування стимулюючої податкової політики й зокрема щодо наслідків її впливу на розвиток фінансового ринку.

Вплив податків на стан фінансового ринку відбувається не безпосередньо, а опосередковано. Податки діють на фінансовий ринок за принципом зворотного зв'язку з часовим розривом (лагом) щодо застосування заходів з податкового регулювання. У період економічного піднесення джерела податкових платежів на фінансовому ринку розширюються. З метою запобігання перегріву економіки й посилення інфляції держава за допомогою

¹ Про запровадження податкових пільг інвестиційного характеру див.: Соколовська А. М. Податкова система держави: теорія і практика становлення. — К.: Знання-Прес, 2004. — С. 249.

використання податкового механізму створює умови для обмеження попиту на фінансові активи¹. За зниження рівня оподатковування створюються умови для залучення тимчасово вільних коштів на фінансовий ринок і наступного стимулювання інвестиційних процесів.

Характерною особливістю сучасного фінансового ринку України з погляду його податкового регулювання є інша структура податкових платежів порівняно з виробничим сектором економіки. Так, на фінансовому ринку оборот цінних паперів не є об'єктом податку на додану вартість. Не застосовується загальна система оподаткування прибутку щодо страхових компаній. Наприклад, для банків обов'язкові резерви й страхові внески у фонд обов'язкового страхування депозитів, по суті, є наявною формою оподаткування.

Податкове стимулювання, яке ефективно використовується в розвинутих країнах, є важливим фактором залучення коштів населення на фондовий ринок. Податкові умови інвестування в українські цінні папери були останніми роками дещо поліпшені. Однак перехід від фактично заборонної системи оподатковування до системи оподатковування, що стимулює інвестиції на фінансовому ринку, в Україні ще не завершений. Слід розуміти, що без зміни податкової політики не можна розраховувати на швидке зростання інвестицій. Тому важливо звільнити хоча б на середньострокову перспективу від оподаткування прибуток суб'єктів господарювання від приросту капіталу в галузях, що впроваджують високі технології.

Одним з головних завдань податкового стимулювання інвестиційного процесу є створення умов, за яких інвестори збільшуватимуть обсяги коштів, вкладених у ті чи інші фінансові активи. Перелік таких активів — акції, корпоративні й місцеві облігації, страхові поліси, банківські депозити, паї, державні цінні папери та ін. — може визначатися державою залежно від пріоритетів у межах обраної моделі розвитку фінансового ринку. Особливості податкового режиму щодо тих чи інших інвестиційних механізмів є для приватних інвесторів одним з основних факторів, що визначають умови інвестування². Світовий досвід

¹ Див.: *Борисов О.* Финансовые и налоговые методы регулирования инфляции: влияние на банковскую систему // Банковское дело. — 2006. — № 7. — С. 26.

² Див.: *Федоренко А.* Деякі проблеми оподаткування інвестиційних операцій та доходів від інвестиційної діяльності // Ринок цінних паперів України. — 2006. — №3—4. — С. 52—54.

свідчить, що податковий режим є одним з головних чинників стимулювання розвитку фінансового ринку.

Важливим завданням податкового регулювання фінансового ринку має бути кардинальне збільшення інвестиційного попиту, що сприятиме зростанню вартості українських корпорацій і підвищенню стійкості українського фінансового ринку. За таких умов, незважаючи на наступне зменшення податкових ставок, розширення інвестиційної бази фінансового ринку дасть змогу підвищити загальний обсяг податкових платежів, що надходять до бюджету.

Податкова реформа не може бути зведена лише до простого зниження ставок податків. Найважливішою її складовою має стати оптимізація податкових норм і правил з погляду мінімізації трансакційних витрат інвесторів і професійних учасників фінансового ринку. Податкове стимулювання фінансового ринку має важливе значення насамперед для країн, що потребують значних інвестицій в економіку (для реалізації програм модернізації реальної економіки або прискореного розвитку галузей промисловості), але при цьому не мають достатнього обсягу вільних внутрішніх фінансових ресурсів. Крім того, податкове стимулювання фінансового ринку може стати корисним для країн, які прагнуть переорієнтувати внутрішні потоки капіталу в напрямі перспективних сфер економіки, насамперед тих, з якими пов'язані сучасні високі технології.

Податкова політика також повинна бути спрямована на заохочення вкладень, які здійснюються приватними особами, спонукання емітентів до сплати дивідендів, підтримку платоспроможного попиту на цінні папери українських компаній.

Важливим кроком у подальшому розвитку податкової системи та систематизації податкового законодавства має стати прийняття Податкового кодексу України, який повинен упорядкувати перелік загальнодержавних і місцевих податків і зборів, передбачити подальше зниження рівня оподаткування та спрощення адміністративних механізмів обчислення й сплати податків. У Податковому кодексі окремий розділ має бути, на наш погляд, присвячений оподаткуванню операцій на фінансовому ринку. У ньому необхідно зафіксувати основні податкові вимоги, які відкривають шлях на фінансовий ринок інвесторам, які працюють у національному інвестиційному режимі.

Стратегічні напрями подальшої державної активізації фінансового ринку в Україні сприятимуть створенню

привабливого інвестиційного клімату та розвитку відповідної інфраструктури, необхідної для фінансового забезпечення сталого економічного зростання. Такими важливими напрямками є дерегулювання підприємницької діяльності, лібералізація ділової активності та створення ефективного конкурентного середовища. Фінансова політика стимулювання інвестиційної діяльності має спрямовуватися на усунення бюрократизму й проявів корупції, обмеження тіньового сектора економіки¹.

Зарубіжний досвід переконливо свідчить, що проблеми регулювання фінансового ринку суттєво ускладнюються в процесі розвитку економічних відносин. Це пов'язано з процесом глобалізації, у результаті якого національні фінансові ринки доволі жорстко конкурують на світовому фінансовому ринку за кошти інвесторів. Така конкуренція водночас означає й конкуренцію національних систем регулювання фінансового ринку. Тому кожен національний регулятор намагається щонайповніше повно враховувати передовий досвід регулювання в інших країнах. Результатом такого підходу стає уніфікація змісту фінансової політики й механізмів регулювання фінансового ринку. Водночас залишається проблема максимально адекватного врахування національних особливостей у регулюванні фінансового ринку, насамперед з позицій розвитку прав власності.

У зв'язку з цим підкреслимо, що у США однією з форм розширення участі найманого персоналу в капіталі компаній стала реалізація плану ESOP (*Employee Stock Ownership Plan*). У межах реалізації концепції ESOP у компаніях створюється спеціальний фінансовий фонд, до якого працедавець здійснює щорічні внески. Крім того, до ESOP перераховується частина заробітної плати найманих працівників компаній. Кошти ESOP вкладаються в акції цих компаній. Коли працівники компанії звільняються чи виходять на пенсію, вони мають право на частину акцій, придбаних ESOP (кількість акцій залежить від розміру заробітної плати найманого працівника). При цьому пільгові режими оподаткування поширюються безпосередньо на саму компанію (на кошти, що перераховуються до ESOP), власників акцій, які продають свої папери ESOP (на розмір

¹ Див.: Никитина С. Степанова М. Глазова Е. Теневая экономика и налогообложение // Мировая экономика и международн. отношения. — 2005. — № 2. — С. 24—30.

доходу від збільшення капіталу), найманих працівників, які купують акції¹.

Значних успіхів у державній підтримці систем мікрокредитування для дрібних приватних підприємств (сімейних майстерень, фермерських господарств, перукарень, кав'ярень тощо) досягли країни Латинської Америки.

За даними Міжнародної організації праці (МОП), наприкінці 90-х років XX ст. на мікропідприємствах Латинської Америки було зайнято майже 50 % робочої сили регіону. Прикладом того, як сприятливе регуляторне середовище відкриває ефективні можливості для залучення малого й середнього приватного бізнесу до мікрокредитування, слугує система державних заходів, проведених у цей період у Перу та Болівії. У 1995 р. ці країни модифікували закони, що врегулювали діяльність фінансового сектора з метою створення спеціалізованих небанківських фінансових інститутів-посередників, які безпосередньо займалися б фінансовим обслуговуванням потреб малого бізнесу. Приватні фінансові фонди (Private Financial Funds — FFPs) у Болівії та Організації з розвитку малих і мікропідприємств (Small and Microenterprise Development Entities — EDPYMEs) у Перу сформували особливий вид фінансових інститутів, які стали надавати банківські послуги, спеціально пристосовані до потреб малого бізнесу. Як свідчить світовий досвід, мікрокредитування може бути поставлене на комерційну основу й давати прибутки, незважаючи на те, що розміри кредитних портфелів та обсяги активів установ з мікрокредитування незначні порівняно з операціями типових комерційних банків.

Загалом можна стверджувати, що сектор мікропідприємств у країнах з трансформаційною економікою є великим і перспективним сегментом ринку фінансових послуг.

Для економічної безпеки держави, на наш погляд, необхідно виробити збалансовану фінансову політику, в основі якої лежатиме визнання першості реального сектора економіки в суспільному розвитку і, отже, необхідність пильної уваги до проблем обґрунтування та реалізації ефективної стратегії розвитку фінансового ринку як джерела інвестиційних ресурсів для національного виробництва. Для реалізації завдань сталого економічного зростання, як глибоко переконаний автор, слід дотримуватися основного принципу фінансової політики —

¹ Петров В., Гейне Д. Світовий досвід податкового стимулювання розвитку інвестиційних процесів // Фінансовий ринок України. — 2004. — № 6—7. — С. 34.

принципу збалансованості матеріально-речових і вартісних пропорцій народного господарства¹.

На сучасному етапі трансформаційних процесів в Україні одним з основних векторів фінансової політики має стати вдосконалення системи форм і методів державного регулювання вітчизняного фінансового ринку.

4.3. Форми та методи державного регулювання фінансового ринку в Україні

Важливою передумовою розвитку фінансового ринку є реалізація продуманої стратегії його державного регулювання за допомогою всіх доступних державі механізмів та інструментів.

Дослідження механізму впливу держави на фінансовий ринок є актуальним як з теоретичного, так і з прикладного погляду, бо дає можливість державі свідомо здійснювати фінансову політику, мати чітке уявлення про ефективність фінансового регулювання, а також передбачати його короткострокові та довгострокові результати. Кризовий стан фінансового ринку вимагає більш активної участі держави в процесах його регулювання та забезпечення найбільш повного використання його інвестиційних можливостей. За цих умов завдання є першорядним теоретико-економічного дослідження ролі держави в розвитку фінансового ринку, необхідності державного регулювання відносин у цій сфері, ступеня участі держави в активізації процесу трансформації заощаджень у виробничі інвестиції через фінансовий ринок і в стимулюванні платоспроможного попиту на фінансові активи.

Державне регулювання фінансового ринку — це політико-економічний процес, що ґрунтується на обраній державою фінансовій політиці. Це — сукупність форм і методів державного впливу на фінансовий ринок з метою формування його ефективної моделі, яка за допомогою прийнятих законодавчо-нормативних актів визначає засади формування та розвитку об'єктивних фінансових відносин, що складаються на цьому ринку. Роль державного регулювання підвищується із зростанням обсягу фінансових ресурсів, розширенням кількості фінансових інструментів ринку, появою нових учасників ринку. Унаслідок

¹ Про вплив фондового ринку на економічний розвиток див.: Розанова Н., Назаренко А. Влияние фондового рынка на экономическую динамику в модели перекрывающихся поколений // Вопр. экономики. — 2007. — № 4. — С. 60—69.

неспроможностей фінансового ринку державне втручання в ринкову діяльність стає необхідним і виправданим¹. Роль держави в регулюванні фінансового ринку різноманітна та багатогранна.

На користь посилення процесів державного регулювання фінансового ринку насамперед свідчать «неспроможності» ринку у вирішенні таких питань, як захист інвесторів та «асиметрія інфор-мації» (тобто нерозкриття певної інформації з боку власників певних фінансових активів). В усіх країнах з трансформаційною економікою нині виникає необхідність захисту прав «малих» інвесторів, інсайдерів та аутсайдерів, чого не можуть гарантувати механізми ринкового саморегулювання. Обов'язковою умовою збереження національного суверенітету є необхідність державного контролю за потоками капіталів (фінансових активів), які переміщуються через кордони.

Особливо активну роль держава має відігравати на початкових етапах становлення фінансового ринку, адже в цей період ринкові ризики є найбільш масштабними. Така ситуація висуває неабиякі вимоги до інфраструктури та ресурсів фінансового ринку. Цілком очевидно, що лише зусиллями держави фінансовий ринок у трансформаційній економіці функціонуватиме в цивілізованій та безпечній формі. Держава повинна на основі прийняття нових законодавчих актів встановити єдині правила для функціонування фінансового ринку, що потребує створення нормативної бази, яка відповідає сучасним соціально-економічним умовам.

Предметом державного регулювання фінансового ринку є сприяння його універсалізації — забезпечення розвитку комплексу взаємопов'язаних ринків. З огляду на реалії універсалізації фінансового ринку змінюються концептуальні засади регуляторної політики. Йдеться насамперед про утворення універсальних наглядових органів. На жаль, українська практика поки що не відповідає цим тенденціям.

Роль сучасного державного регулювання особливо наочно представлена на фінансових ринках Європи та США. Державне регулювання в цих країнах розвивається в двох основних напрямках. По-перше, створення передумов для розвитку того чи іншого конкретного сегменту фінансового ринку, що знаходить своє відображення у відповідних законодавчих і нормативних

¹ Див., наприклад: *Аткінсон Э. Б., Стиглиц Дж. Э. Лекции по экономической теории государственного сектора.* — М.: Аспект-Пресс, 1995. — С. 207—209.

актах. По-друге, посилення впливу державних органів на розвиток фінансового ринку загалом, що забезпечує додаткові гарантії для його учасників. Завдання вдосконалення державного регулювання не зводиться до простого розширення присутності держави на фінансовому ринку. Йдеться про підвищення ефективності фінансової політики й конкретних дій державних регуляторів на ринку. При цьому важливо керуватися критерієм збереження важелів ринкового саморегулювання, оскільки поняття ефективної держави жодним чином не тотожне одержавленню чи адмініструванню фінансової діяльності.

Без держави розвиток фінансового ринку в країнах з трансформаційною економікою практично неможливий. Обов'язково необхідна державна участь в активізації платоспроможного попиту на фінансові активи шляхом запровадження певних податкових пільг, розвитку ринкової інфраструктури та системи гарантування розміщень нових випусків цінних паперів та ін. При цьому пріоритет державного регулювання в сфері фінансового ринку повинен полягати насамперед у стимулюванні довгострокових інвестицій у реальний сектор економіки¹. Необхідно застосовувати гнучкий підхід до регулювання фінансового ринку, залежно від ступеня активності інвесторів. У цьому зв'язку заходи державного регулювання мають бути спрямовані на стимулювання припливу потенційно реальних інвестицій на фінансовий ринок у період кризи, а в періоди піднесення — на стримування припливу спекулятивних капіталів.

Ефективне державне регулювання фінансового ринку передбачає чітке визначення мети цього регулювання, завдань, які потрібно вирішити на шляху до зазначеної мети, а також методів досягнення мети за дотримання певних форм регулювання. Метою державного регулювання фінансового ринку є насамперед досягнення оптимальності, раціональності та збалансованості його функціонування.

На наш погляд, державне регулювання фінансового ринку в умовах трансформаційної економіки відповідає завданням реалізації єдиної державної фінансової політики; створення умов для ефективної мобілізації та розміщення учасниками ринку фінансових ресурсів з урахуванням інтересів суспільства; одержання всіма інвесторами достовірної інформації про умови

¹ Див.: Єрохін С. А. Фінансово-економічний механізм промислової політики // Актуальні проблеми економіки. — 2007. — № 3. — С. 52—56.

випуску та обігу фінансових активів та іншої інформації, що впливає на формування цін на фінансовому ринку; забезпечення рівних можливостей для доступу емітентів, інвесторів і посередників на ринок; гарантування прав власності на фінансові активи; захисту прав усіх учасників фінансового ринку; забезпечення ефективного розподілу фінансових ресурсів і ризиків в економіці.

Особливо важливим завданням є підтримка розвитку інститутів і технологій фінансового ринку¹. Йдеться про те, що фінансовий ринок має стати центральною ланкою в системі перерозподілу національних фінансових ресурсів у перспективні сфери національного виробництва. Важливе значення має координація діяльності Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку, Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг, Національного банку та Антимонопольного комітету України. Це необхідно у зв'язку зі зростаючою інтеграцією та взаємозалежністю різних сегментів національного фінансового ринку.

До методів державного регулювання фінансового ринку можуть бути віднесені прямий або примусовий вплив у вигляді заборони ринковим суб'єктам здійснювати певні дії, застосування фінансової чи навіть кримінальної відповідальності за правопорушення та злочини; непрямий або економічний вплив держави, що полягає в створенні економічної зацікавленості суб'єктів фінансового ринку в розвитку певних (пріоритетних) сегментів і напрямів. Серед економічних методів впливу на фінансовий ринок найбільш поширені бюджетні (пов'язані з використанням державних видатків) і податкові. Отже, втручання держави у функціонування фінансового ринку здійснюється двома методами: адміністративним та економічним. Економічні методи є більш дієвими й ефективними порівняно з адміністративними.

Основними формами, за допомогою яких держава впливає на фінансовий ринок, є: податки, які скорочують приватні витрати й створюють можливість для здійснення державних видатків; видатки державних коштів, які спонукають приватних інвесторів здійснювати пріоритетно визначені інвестиції; регулювання й контроль, що стимулюють певну інвестиційну діяльність або змушують відмовитися від неї. Так, державні видатки спрямовані на

¹ Див., наприклад: Новоселова Л. В. Фондовый рынок КНР в эпицентре экономических преобразований // Рос. экон. жур. — 2007. — № 1—2. — С. 66—80.

фінансування інфраструктури фінансового ринку, сприяють зменшенню витрат приватних інвесторів, прискоренню оборотності фінансового капіталу.

Необхідність активізації фінансового ринку потребує запровадження для інвесторів певних преференцій. Так, необхідно вирішити проблему оподаткування прибутковим податком доходів, отриманих у вигляді дивідендів чи відсотків за корпоративними цінними паперами¹. Це могло б реально посилити можливості підприємств у залученні додаткових коштів. Доцільно також запровадити елементи системи участі держави в ризиках для поживлення вторинного ринку цінних паперів.

Мета, завдання, методи й форми державного регулювання фінансового ринку повинні визначатись і здійснюватися при дотриманні певних принципів. Мабуть, найголовнішим принципом державного регулювання фінансового ринку є його наукова обґрунтованість. Дотримання його передбачає глибоке вивчення практики, досвіду функціонування вітчизняного та зарубіжного фінансових ринків, знання довгострокових тенденцій і закономірностей розвитку ринку та ін. Державні органи мають чітко передбачувати наслідки прийнятих рішень. Важливим принципом державного регулювання фінансового ринку є оптимальний розподіл відповідальності між окремими органами виконавчої влади в регулюванні ринку: між центральними, регіональними органами й саморегулюючими організаціями (об'єднаннями, асоціаціями).

На жаль, неадекватне сприйняття реалій сучасного українського фінансового ринку з боку держави стало правилом, яке знижує ефективність регулюючих державних впливів, робить їх запізнілими, а часом і такими, що не відповідають практиці. Можна вважати, що система державного регулювання фінансового ринку в Україні перебуває нині ще в стадії становлення. Це пов'язано, зокрема, з тим, що на початку 90-х років XX ст. держава, по суті, проголосила політику невтручання в процес становлення українського фінансового ринку й головне — його наступного розвитку.

У наш час гостро стоїть проблема зміни базових форм і методів регулювання фінансового ринку. Формування засад більш ефективного механізму регулювання фінансового ринку

¹ Про податки й парадокс дивідендів див.: *Шміглиць Дж. Е.* Економіка державного сектора. — К.: Основи, 1998. — С. 691.

(правові основи, організаційні форми, економічні підйоми), на наш погляд, ітиме в напрямі уніфікації із світовими нормами та стандартами, створення реальних стимулів для інвесторів.

Захист прав власності інвесторів є однією з основних цілей державного регулювання фінансового ринку загалом, що зумовлює важливість виконання цієї функції інституціями обліку цінних паперів. Виконуючи цю функцію, вони забезпечують реальне верховенство інвестора на ринку, що створює необхідні передумови для підвищення ефективності ринку.

Слід зазначити, що останніми роками в Україні були зроблені зусилля щодо підвищення рівня захисту інтересів інвесторів. Зокрема, створено достатньо дієву систему захисту прав учасників схем колективного інвестування, багато в чому аналогічну системам захисту, що застосовуються в країнах — членах ЄС. Ця система передбачає, зокрема, наявність спеціальної компанії, що забезпечує професійне управління активами колективних інвесторів, незалежної спеціалізованої організації, що здійснює щоденний контроль за використанням фінансових активів.

Податкові зміни в 2000—2004 роках в Україні стали суттєвим внеском у формування стимулюючого податкового режиму в сфері фінансового ринку. Основний їх результат — перехід від заборонної системи оподатковування до стимулюючої — зіграв неабияку роль у розвитку фінансового ринку й підвищенні інвестиційної активності. Йдеться про такі податкові стимули, як зниження податкового тягаря на інвесторів і професійних учасників ринку цінних паперів у зв'язку з прийняттям нових правил формування податкової бази, зменшення ставок податку на прибуток, податку на доходи фізичних осіб, а також скасування цілої низки платежів з обороту цінних паперів. Зниження ставки оподатковування операцій з цінними паперами сприяло зростанню емісійної активності українських підприємств.

Поліпшення податкового режиму для інвесторів — фізичних осіб передусім було пов'язане зі зниженням ставки прибуткового податку з фізичних осіб до 13 % і скасуванням прогресивної шкали оподатковування доходів громадян.

На ринку банківських послуг важливо, щоб податки стимулювали банки активніше виступати в ролі інвесторів у реальний сектор національної економіки. Як свідчить досвід, інвестиційна діяльність банків пов'язана зі значними труднощами й держава повинна стимулювати її. Існуючий порядок оподатковування не стимулює участь у реструктуризації

реальної економіки. З метою подальшого стимулювання інвестицій у процес виробництво, зближення фінансово-кредитних та інвестиційних потоків слід активніше використовувати пільгове оподаткування доходів комерційних банків, що надають кредити виробничим підприємствам з інвестиційною метою.

Щодо системи оподаткування в сфері страхування, то слід визнати необхідним перехід до оподаткування прибутку страхових компаній. Розходження, які мають місце в процедурі оподаткування, ставлять страхові компанії в нерівні умови із суб'єктами господарювання в інших видах економічної діяльності загалом, дещо підвищують вартість страхових послуг¹.

Зарубіжний досвід свідчить про широке використання стимулюючих заходів щодо зниження оподаткування доходів акціонерів. Це стосується, наприклад, доходів фізичних осіб від зростання курсової вартості й дивідендів і неврахування в загальному оподатковуваному доході; надання громадянам податкового кредиту в обсязі придбання цінних паперів або в частині отриманих дивідендів; виключення з об'єкта оподаткування інвестицій у венчурні компанії зазвичай такі компанії функціонують у сфері нових технологій і характеризуються підвищеним ризиком; застосування «акцій, що дають податкові переваги», які емітовані компаніями в пріоритетних галузях економіки, та ін.

Перспективне значення в Україні має й подальше дерегулювання фінансового ринку. Воно насамперед полягає в послабленні контролю за відсотковими ставками, зменшенні обмежень на переміщення капіталів, на суміщення різних видів професійної діяльності на фінансовому ринку та ін. Щодо державного регулювання за такими напрямками, як боротьба з відмиванням грошей, угоди інсайдерів, маніпулювання цінами на фондових ринках, то воно не повинно послаблюватися. У 90-х роках ХХ ст. усі країни ЄС ввели в своє законодавство антиінсайдерські норми. Торгівля з використанням інсайдерської інформації розглядається тут як кримінальний злочин. Приблизно такі ж норми діють і щодо маніпулювання цінами на фондовому ринку.

¹ Див.: *Богута Н.* Страхові податки: уся спарва в грошах // *Дзеркало тижня.* — 2005. — 25 черв. — С. 12.

Основні загрози для стабільності фінансового ринку нині створюють зловживання, пов'язані з маніпулюванням та інсайдерською торгівлею, розкриття й підтвердження недостовірної інформації, порушення прав власності на цінні папери та ін. Досвід країн з розвинутим фінансовим ринком свідчить, що запобіганню цих загроз значною мірою сприяє впровадження стандартів фінансової стабільності. Йдеться про кодекси в сфері фі-нансового ринку, принципи банківського нагляду, рекомендації щодо запобігання відмиванню грошей, принципи ефективності платіжних систем, корпоративного управління, міжнародні стандарти фінансової звітності, цілі й принципи регулювання фондового ринку та ін.

Так, чіткі регуляторні норми, які застосовуються щодо пенсійних активів, забезпечують необхідний рівень захисту інтересів майбутніх пенсіонерів, від чого чималою мірою залежить успіх пенсійної реформи¹.

Важливим напрямом державного регулювання фінансового ринку є нагляд за діяльністю фінансових установ. Об'єктивною передумовою необхідності вдосконалення регулятивних механізмів у цій сфері є суперечність між усе більш глобальним характером діяльності фінансових установ і локальністю державного регулювання, адже органи державного нагляду залишилися переважно інституціями внутрішнього ринку².

Розглянемо проблему регуляторів (інституцій, організацій) фінансового ринку. Світовий досвід свідчить, що ринок банківських послуг зазвичай регулюється центральним банком країни; ринок цінних паперів — окремим спеціалізованим регуляторним органом; щодо страхової діяльності, то зазвичай держава створює окремий або «вмонтований» в інший державний орган регулятор. Мірою того, як розвивались інші види фінансових послуг (наприклад, недержавне пенсійне забезпечення), кожна країна на свій розсуд створювала органи регулювання та нагляду за цими новими сегментами фінансового ринку.

В Україні у 90-х роках минулого століття швидкими темпами відбувалася розбудова системи регуляторів фінансового ринку. Перший регулятор був створений у банківській системі на грошово-кредитному ринку, оскільки перейменування

¹ Див.: Яценко В. Пенсійна реформа: у пошуку здорового глузду та справедливості // Дзеркало тижня. — 2005. — 26 берез. — С. 12.

² Моисеев С. Р. Международные валютно-кредитные отношения. — М.: Дело и Сервис, 2003. — С. 424—425.

республіканської структури Державного банку СРСР у Національний банк України не потребувало додаткових державних витрат. Створення електронної платіжної системи НБУ сприяло централізації діяльності комерційних банків, допомогло природному формуванню міжбанківського ринку як поліцентричної мережі.

Центральним державним органом на ринку цінних паперів в Україні стала Державна комісія з цінних паперів і фондового ринку (ДКЦПФР), створена 12 червня 1995 р. Регулювання ринку цінних паперів у межах своїх функціональних повноважень здійснюють також Національний банк України, Міністерство фінансів України, Міністерств економіки України, Фонд державного майна України, Антимонопольний комітет України (АМКУ). Однак ще й досі ефективність регулювання вітчизняного фондового ринку є низькою, про що свідчать незначна місткість цього ринку, а також істотні деформації корпоративних відносин в Україні, що виявляються в постійних переділах власності та корпоративних конфліктах.

Регулятор ринку страхових послуг в Україні з'явився у 1993 р. (Комітет у справах нагляду за страховою діяльністю — Укрстрахнагляд), але його діяльність ринкові суб'єкти практично не помітили, хоча саме цей Комітет підготував проект Закону України «Про страхування» і налагодив ліцензування та поточний нагляд за страховими компаніями. Розформування Комітету й передача його повноважень Міністерству фінансів мало що змінило в регуляторній політиці держави на ринку страхових послуг. У 90-ті роки ХХ ст. масового поширення в Україні набуло використання різних тіньових фінансових схем у страхуванні, за допомогою яких значні суми коштів були вивезені за кордон, виведені з-під оподаткування й просто вкрадені в страхувальників.

У липні 2001 р. було ухвалено Закон України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг». З 2003 р. розпочалася діяльність Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України (далі — Держфінпослуг). Це дало змогу поліпшити стан справ із стимулюванням страхової діяльності, мінімізацією псевдострахування, встановленням більш чітких вимог до фінансових показників страховиків, зокрема ліквідності, платоспроможності, підвищення вимог до обсягів статут-них фондів та ін. Очевидно, що лише регульований страховий ринок забезпечує прозорі та конкурентні правила для

його учасників і клієнтів, що є необхідною передумовою підвищення капіталізації цього ринку.

Створенням Держфінпослуг завершилася добудова системи інституцій державного регулювання фінансового ринку в Україні. Нині до компетенції Держфінпослуг України належить здійснення регулятивних і наглядових функцій за діяльністю з надання послуг у сфері страхування, накопичувального пенсійного забезпечення, довірчого управління фінансовими активами, діяльності небанківських кредитних установ, фінансового лізингу, факторингу тощо. Повноваження Держфінпослуг не поширюються на банки й професійних учасників ринку цінних паперів, діяльність яких регулюють відповідно НБУ й Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР).

Отже, нині в Україні сформувалася система державного регулювання фінансового ринку, що характеризується наявністю кількох регуляторів (НБУ, ДКЦПФР, Держфінпослуг, Мінфін, АМКУ). На жаль, ці інституції часто регулюють діяльність тих самих учасників ринку або ті самі види діяльності, які здійснюються різними ринковими суб'єктами. НБУ регулює розвиток ринку банківських послуг, підтримує стабільність на валютному ринкові, відповідає за платіжну та кредитну системи. Міністерство фінансів реєструє випуск державних і муніципальних цінних паперів, координує розвиток фінансового ринку загалом. ДКЦПФР координує нормотворчість у сфері емісії й обігу корпоративних цінних паперів, відповідає за дотримання емітентами та професійними учасниками фондового ринку певних стандартів, здійснює ліцензування професійних учасників ринку цінних паперів. Держфінпослуг регулює ринок страхових послуг, координує діяльність недержавних пенсійних фондів. АМКУ займається питаннями дотримання та захисту конкуренції в сфері фінансового ринку загалом.

Важливого значення набуває створення універсальних наглядових органів на фінансовому ринку. У сучасних умовах повноваження НБУ, ДКЦПФР і Держфінпослуг розмежовані не за видами послуг чи типом фінансових операцій, а за статусом установ-регуляторів. Відтак, Держфінпослуг, який був утворений останнім, отримав за залишковим принципом до сфери своєї компетенції ті сегменти фінансового ринку, на які не претендували НБУ і ДКЦПФР. Безумовно, наявність великої кількості регуляторів є несприятливим чинником розвитку українського фінансового ринку.

Останнім часом у розвинутих країнах світу особливої гостроти набула проблема так званого мегарегулювання. Зазначимо, що практика мегарегулювання в світі виглядає нині доволі суперечливо. Якщо проаналізувати механізми регулювання фінансового ринку в країнах ЄС, то можна перекоонатися, що вони вельми істотно відрізняються один від одного. Цілком інтегровані мегарегулятори існують лише в окремих країнах, у більшості європейських країн — система регулювання фінансового ринку включає різні відомства, у різних країнах по-різному здійснюється й банківський нагляд¹. У США — на найбільшому у світі фінансовому ринку, функції регулювання розділені між кількома потужними (зокрема й за повноваженнями) регуляторними органами.

Директиви ЄС щодо регулювання ринку цінних паперів входять нині з наявності на національному фондовому ринку «єдиного компетентного регулятора» (single competent authority). Для реалізації концепції єдиного компетентного регулятора в більшості країн Європи здійснена або здійснюється концентрація функцій регулювання фондового ринку шляхом перерозподілу функцій між органами державного регулювання, а також за рахунок покладання на єдиного регулятора низки тих функцій, які раніше виконували інститути саморегулювання.

Як відомо, створення мегарегулятора у Великобританії було полегшено тим, що на британських страховому, пенсійному, фондовому, банківському ринках діють, по суті, ті ж інститути (особи). Регулювання їх діяльності одним органом є економічно доцільним.

Особливу увагу в усьому світі приділяють регулюванню пенсійного ринку. Навіть у Великобританії, де діє мегарегулятор, що охоплює майже весь фінансовий ринок, є спеціальний орган, що здійснює функції окремого контролю й нагляду за діяльністю пенсійних фондів.

Український фінансовий ринок — це ринок, який доволі жорстко сегментований. Фінансові інститути, які функціонують одночасно в кількох сегментах вітчизняного фінансового ринку, поодинокі. Тому ідея створення єдиного мегарегулятора українського фінансового ринку є нині неоднозначною.

Гострою є проблема детінізації українського фінансового ринку. Незважаючи на зовні активні дії всіх державних регуляторів щодо детінізації ринку та посилення протидії відмиванню

¹ Про проблеми створення єдиного мегарегулятора фінансового ринку і фінансових організацій у Казахстані див.: *Адамбекова А. А.* Вопросы регулирования финансового рынка в Казахстане // *Финансы*. — 2006. — № 10. — С. 75.

грошей, отриманих злочинним шляхом, у цій сфері залишається багато невирішених проблем¹.

Серед найбільш значущих заходів державного регулювання фінансового ринку є регулювання експорту капіталу, насамперед заходи з обмеження незаконного вивозу капіталу. Вони зводяться переважно до введення ліцензування інвестицій за кордон, запровадження обмежень на певні види інвестицій, а також формування низки попередніх умов. Ці заходи реалізуються зазвичай через адміністративний і валютний контроль. Лише сама амністія капіталів, що були незаконно вивезені за кордон, без чітко працюючого в усіх своїх сегментах фінансового ринку, не дасть результату.

Державні органи регулювання фінансового ринку повинні сприяти поетапному підвищенню в структурі акціонерних капіталів частки дрібних вітчизняних інвесторів і пов'язаних з ними інституціональних. Це забезпечило б, зокрема, розширення місткості та підвищення ліквідності ринку цінних паперів в Україні. Державна політика на фондовому ринку має не лише сприяти розвитку інституцій колективних заощаджень (ці інституції несуть інші високі ризики й не спроможні переламати негативне ставлення населення до фінансових посередників), а й активно допомагати становленню ринків роздрібних операцій з цінними паперами, розвитку брокерських послуг, які надаються безпосередньо населенню, становленню професійних учасників, які були б орієнтовані на роботу з фізичними особами. При цьому слід враховувати те, що значна частина роздрібних інвесторів хотіла б особисто без посередників виходити на ринок і брати на себе фінансові ризики. Розвиток ринку роздрібних операцій з фінансовими активами сприяв би приходу нових вітчизняних коштів на ринок, що здійснювало б тиск на емітентів у напрямі диверсифікації структури акціонерного капіталу.

Важливе значення в системі державного регулювання фінансового ринку має антимонопольне регулювання². Профілактика монополізації фінансового ринку здійснюється за допомогою регламентації діяльності професійних торговців. Аналіз законодавчих актів, які регулюють фінансовий ринок у розвинутих країнах, свідчить, що всі вони мають на меті підтримку та захист конкуренції на ринку. У цьому сенсі важливим є перетворення

¹ Див.: Тіньова економіка: сутність, особливості та шляхи легалізації / За ред. З.С. Варналія. — К.: НІС, 2006. — С. 337—338, 374.

² Див.: Костусев А. А. Конкурентная политика в Украине. — К.: КНЕУ, 2004. — С.114—115.

фондових бірж в акціонерні товариства. Ефективно функціонуюча фондова біржа за своєю організаційно-правовою формою є акціонерним товариством.

Значною вадою сучасного фондового ринку в Україні є низький рівень правового захисту дрібних акціонерів від зловживань власників великих пакетів акцій та / або менеджменту підприємств, що має наслідком дискримінацію їх інтересів та значно підвищує ризикованість портфельного інвестування. Доволі поширеною практикою є хронічна несплата дивідендів, застосування схем з додатковою емісією акцій, що призводить до фактичного зменшення пакетів дрібних акціонерів і зниження їх вартості, недопущення дрібних акціонерів до участі в управлінні підприємством або навіть у загальних зборах акціонерів та ін. Останніми роками гострою проблемою стали рейдерські захоплення акціонерних підприємств¹. При цьому слід підкреслити, що всі подібні зловживання зазвичай не є порушенням чинного законодавства.

Удосконалення державного регулювання фондового ринку в Україні має відбуватись у двох головних напрямках: по-перше, впровадження міжнародних стандартів корпоративного управління на підприємствах-емітентах цінних паперів, по-друге, удосконалення правового захисту дрібних акціонерів. Підкреслимо, що головною метою цих заходів у сучасних умовах має бути запобігання шахрайству та несправедливій конкуренції². Тобто ефективне регулювання фінансового ринку має не збільшувати ступінь адміністративного втручання з боку держави в ринкові процеси, а створювати чіткі та прозорі правила гри для всіх учасників фінансових відносин.

Захист міноритарних акціонерів у світовій практиці виявляється через забезпечення їх участі в управлінні акціонерними компаніями. Це здійснюється або шляхом встановлення відповідних систем вибору менеджменту компанії, які дозволяють міноритарним акціонерам включати своїх представників до складу спостережних рад і правлінь компаній (наприклад, система кумулятивного голосування), або шляхом встановлення обмежень на максимальний обсяг голосуючого пакета акцій (наприклад, у Франції щонайбільший пакет, яким

¹ Див., наприклад: «Київ гума» волає про допомогу // Урядовий кур'єр. — 2007. — 22 травня. — С. 9; Хто стріножить «кидал»? // Україна BUSINESS. — 2007. — 23—30 квіт. — С. 4—5.

² Про корпоративні війни див.: Устюжаніна Е. В. Приватизація: уроки історії // Економіка і матеріалістическіє методи. — 2006. — № 3. — С. 10—13.

акціонер має право голосувати, становить 20 %, незалежно від того, скільки акцій він реально має)¹. Згідно з чинним законодавством України, вибори менеджменту акціонерних товариств здійснюються загальними зборами акціонерів за системою простої більшості голосів, отже, міноритарні акціонери не мають жодних можливостей протистояти намірам власників контрольного пакета акцій обрати до складу спостережної ради або/та правління лише тих осіб, які представляли б їхні інтереси. У Законі України «Про акціонерні товариства» слід передбачити введення кумулятивної системи голосування для акціонерних товариств з кількістю акціонерів більш як 500 осіб.

У 2003 р. в нашій країні було створено рамкове правове поле для розвитку іпотеки та системи довгострокового іпотечного кредитування. Почали діяти Закони України: «Про іпотеку», «Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати», «Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю». Відповідно до вимог Закону України «Про іпотеку» Кабінет Міністрів затвердив «Тимчасовий порядок державної реєстрації іпотек». У березні 2004 р. на відкритих річних зборах членів Української національної іпотечної асоціації було затверджено Стандарти житлового іпотечного кредитування. Усе це — необхідні регулятори подальшого розвитку прогресивних іпотечних механізмів. Проте реальних кроків щодо розвитку доступної іпотеки на практиці здійснюється недостатньо.

Нині різні країни світу використовують для регулювання діяльності національних фінансових установ усілякі стандарти, що призводить до неоднакової стійкості їх фінансових систем, до кризових явищ, які набувають глобального характеру. З огляду на те, що нестабільність національних фінансових систем є зараз однією з передумов виникнення світових фінансових криз, потреба в міжнародній стандартизації систем регулювання фінансового ринку та підвищенні їх ефективності стає все більш актуальною. Така стандартизація має охоплювати фінансовий ринок як на національному (внутрішньому), так і міжнародному (зовнішньому) рівні.

На національному рівні головними об'єктами реформування мають бути механізми функціонування та регулювання фінансового ринку, з метою створення більш стабільних

¹ The Law on the publik trading of securities of 21/08/1997.

фінансових структур, які в сукупності формували б більш зрілий ринок, на якому роль держави полягала б у забезпеченні дотримання законодавства та здійсненні загальних регулятивних і наглядових функцій.

Як приклад міжнародних стандартів, що рекомендуються до прийняття на національному рівні, можна назвати рекомендації Базельського комітету з питань банківської діяльності.

Загострення ситуації на фінансовому ринку США (банкрутство) у липні 2002 р. корпорації «WorldCom» змусило державу посилити увагу до створення «нової етики в корпоративному житті». Такий намір був озвучений у публічному виступі американського президента 9 липня 2002 р. Незадовго до цього в США був ухвалений закон про відповідальність за корпоративне шахрайство, яким передбачалося більш жорстке покарання за відповідні порушення. Одночасно збільшилося фінансування Федераль-ної комісії з цінних паперів і фондових бірж.

Удосконалення державного регулювання в сучасних умовах пов'язане з вирішенням питання про необхідність усунення перешкод для більш тісного узгодження реального й фінансового секторів економіки, підвищення ролі великих фінансових установ у корпоративному управлінні. Нині необхідність успішно конкурувати на світових ринках на основі високої конкурентноспроможності є основним аргументом, який сприяє розвитку фінансового ринку¹.



У монографії здійснено комплексне економіко-теоретичне дослідження механізму функціонування та розвитку фінансового ринку в умовах трансформації економічної системи. Автором розглянуто й подано власні характеристики й оцінки основних моделей сучасного фінансового ринку. Еволюція економічної теорії об'єктивно відображає те, що мірою поступального

¹ Синки Дж. Ф. Управление финансами в коммерческих банках. — М.: Catallaxy, 1994. — С.21.

соціально-економічного розвитку фінансовий ринок все більше ускладнюється, знаходить нові, більш ефективні форми функціонування й розвитку. Важливе місце в запропонованій праці приділено дослідженню трансформації фінансового ринку під впливом світових глобалізаційних процесів.

Під час дослідження встановлено, що фінансовий ринок в Україні має вже найближчим часом вийти на якісно новий рівень свого розвитку, що дасть змогу характеризувати його як важливу ефективну складову національного ринку. Нова стимулююча модель фінансового ринку орієнтуватиметься на забезпечення високих темпів економічного зростання та посилення інвестиційної активності суб'єктів господарювання. Активізація інвестиційної діяльності, своєю чергою, буде забезпечена за рахунок збільшення обсягу фінансових ресурсів, залучених з ринку.

Як було показано вище, фінансовий ринок в Україні може відігравати важливу роль у здійсненні модернізації національної економіки й вирішенні багатьох важливих соціально-економічних проблем. Для цього необхідно забезпечити його наближення до ефективного стану, що може бути здійснене лише за допомогою дієвого державного регулювання. У монографії визначено місце фінансового ринку в структурі ринкових відносин в умовах економічної трансформації, що дало змогу теоретично обґрунтувати взаємозв'язки фінансового ринку й процесу виробництва. У межах проведеного дослідження розглянуто зміст і форми фінансових активів та інструментів, з метою їх класифікації, виявлення ефективності в функціонуванні фінансового ринку. Отже, у монографії здійснено системне дослідження методологічних і теоретичних основ функціонування фінансового ринку в умовах трансформаційної економіки.

Наведемо наукові результати, отримані в запропонованій праці.

У методологічному сенсі обґрунтовано необхідність інституціонального підходу до дослідження фінансового ринку. Використання цього підходу за критичного розгляду існуючих теоретико-методологічних положень щодо сутності фінансів і фінансового ринку дало імпульс для нового осмислення методологічних засад дослідження економічного механізму фінансового ринку трансформаційної економіки. У монографії реалізовано системний підхід до теоретичного розгляду фінансового ринку та його сегментів. Методологічні розробки, що містяться в монографії, можуть бути використані для

подальшого вивчення фінансового ринку й обґрунтування більш ефективних методів його державного регулювання.

У теоретичному сенсі, на відміну від існуючих праць з теоретико-фінансової проблематики, подано системне визначення фінансового ринку як сукупності глибоко інтегрованих сегментів, які забезпечують сферу обміну фінансових активів за допомогою акумулювання грошових ресурсів та їх перерозподілу між суб'єктами ринку на основі дії закону попиту та пропозиції. Визначено взаємозв'язок таких категорій, як «фінансовий капітал», «фінансові активи» та «фінансові ресурси», що дало змогу уточнити й доповнити наявні в літературі визначення та підходи, конкретизувати роль і місце цих категорій у структурі фінансового ринку. Розкрито зміст і структуру фінансового ринку, дано класифікацію його суб'єктів і об'єктів, показано тенденції розвитку його інфраструктури, визначено особливості українського фінансового ринку як «ринку, що розвивається». Введені додаткові аргументи, що дають можливість місце фінансового ринку в структурі ринкових відносин з позицій взаємозв'язку фінансового й товарного ринків, фінансового ринку та реальної економіки. Виокремлено закономірності функціонування фінансового ринку в умовах трансформаційної економіки з позицій його суб'єктно-об'єктної основи; показано характерні риси вітчизняного ринку — нестабільність, деформованість, суперечливість, перевага поточних завдань над стратегічними цілями. Наведено додаткові докази на користь положення про те, що фінансовий ринок — необхідна складова ефективного розвитку відносин власності. Виявлено основні компоненти механізму функціонування фінансового ринку, такі як: акумуляція тимчасово вільних грошових коштів, формування фінансового капіталу, забезпечення взаємодії продавців фінансових активів (емітентів) і покупців (інвесторів), перелив капіталу в найбільш ефективні сектори економіки. Обґрунтовано багатоаспектний характер взаємозв'язку фінансового ринку та інвестиційного процесу. Підкреслено необхідність формування більш ефективної структури й інструментарію фінансового ринку з метою перерозподілу руху фінансових ресурсів у реальний сектор національної економіки. Охарактеризовано основні тенденції розвитку фінансового ринку в умовах сучасної глобалізації, трансформацію його інструментів та інфраструктури. При цьому за висхідний параметр береться недостатня розвиненість фінансових ринків у країнах з трансформаційною економікою. Комплексно обґрунтована

необхідність і можливість підвищення ефективності державного регулювання фінансового ринку на основі сучасних форм, методів і механізмів з використанням практичного досвіду їх ефективного застосування в різних країнах світу. Сформульовано основні напрями вдосконалення системи регулювання фінансового ринку в трансформаційній економіці, що полягають у виробленні стратегічно збалансованої державної фінансової політики.

Обґрунтовані у процесі дослідження рекомендації можуть бути використані для подальшого вдосконалення механізму регулювання вітчизняного фінансового ринку. Запропоновано напрями й умови досягнення збалансованості структури фінансового ринку трансформаційної економіки як важливого засобу забезпечення макрофінансової стабілізації. На наш погляд, реалізація обґрунтованих у монографії пропозицій дасть змогу активізувати розвиток українського фінансового ринку й підвищити його ефективність.

Проведене дослідження слід розглядати як важливий етап системного теоретико-економічного аналізу фінансового ринку в умовах трансформації економічних систем. Подальша розробка теми дасть змогу повніше з'ясувати теоретико-методологічні засади й перспективи розвитку фінансового ринку трансформаційної економіки.

1. *Абалкин Л. И.* Качественные изменения структуры финансового рынка и бегство капитала из России // *Вопр. экономики.* — 2002. — №2. — С. 4—15.
2. *Алексеев Л. М.* Ринok фінансового капіталу: становлення, проблеми, перспективи розвитку: Монографія. — К.: Максимум; Тернопіль: Економ. думка, 2004. — 424 с.
3. *Алексеев Л. М.* Теоретичні дослідження та еволюція сутності ринку фінансового капіталу // *Економіка, фінанси, право.* — 2003. — №11. — С. 3—6.
4. *Аникин А. В.* История финансовых потрясений. От Джона Ло до Сергея Кириенко. — М.: Олимп-Бизнес, 2000. — 384 с.
5. *Андрущенко В. Л.* Орієнтири вітчизняної фінансової думки // *Фінанси України.* — 2000. — № 4. — С. 3—11.
6. *Архиреев С. I., Зінченко Я. В.* Трансакционные издержки институционализации фондового рынка. — Х.: ХНУ им. В. Н. Каразина, 2005. — 248 с.
7. *Архиреев С. I.* Трансакційні витрати в умовах ринкової трансформації. Автореферат дисертації на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук. — Харків, 2002. — 42 с.
8. *Архиреев С. I.* Трансакційний сектор економіки України. — Харків: ХФ НІСД, 2003. — 112 с.
9. *Астапович А. З.* Реформа мировой финансовой системы. — М.: Фонд БЭА, 2001. — 201 с.
10. *Атаманюк З. Г., Дорош О. Л.* Небанківські фінансові інститути в країнах Західної Європи // *Фінанси України.* — 2003. — № 2. — С. 98—106.
11. *Базилевич В. Д.* Страховий ринок України. — К.: Знання, КОО, 1998. — 374 с.
12. *Балакирева В. Ю.* Взаимодействие органов государственной власти и саморегулируемых организаций на страховом рынке // *Финансы.* — 2007. — № 2. — С. 44—45.
13. *Барановський О. I.* Фінансова безпека. — К.: Фенікс, 1999. — 338 с.
14. *Бархатов В. И., Бархатов И. В.* Мобилизация финансового капитала в трансформационной экономике: Монография. — Челябинск. ЮУрГУ, 2002. — 160 с.
15. *Барт Р.* Политическая экономия. В 2т.: Пер. с франц. — М.: Междунар. отношения, 1995. — Т. 1 — 608 с.; Т. 2 — 750 с.

16. Батура О., Корягіна Т. Корпоративний капітал в умовах становлення і розвитку ринкових відносин в Україні // Економіка України. — 2004. — № 10. — С. 50—57.
17. Безгубенко Л. М. Фінансова наука і практика періоду трансформації // Фінанси України. — 2000. — № 4. — С. 12—16.
18. Берлин С. И. Теория финансов: Учебное пособие. — М.: Приор, 2000. — 256 с.
19. Бланк И. А. Основы финансового менеджмента: В 2-х т. — К.: Ника-Центр «Ольга», 1999. — Т. 1. — 592 с.; Т. 2. — 511 с.
20. Бланк И. А. Управление формированием капитала. — К.: Ника-Центр «Ольга», 2000. — 512 с.
21. Бланкарт Ш. Державні фінанси в умовах демократії: Вступ до фінансової науки. — К.: Либідь, 2000. — 654 с.
22. Блауг М. Экономическая мысль в ретроспективе. — М.: Дело ЛТД, 1994. — 730 с.
23. Блохін В. С. Активізація інвестиційних процесів на фінансовому ринку // Фінанси України. — 2003. — № 1. — С. 130—136.
24. Блохина Т. Рынок институциональных инвестиций: состояние и перспективы // Вопросы экономики. — 2000. — № 1. — С. 156—60.
25. Боди З., Мертон Р. Финансы: Пер. с англ. — М.: Вільямс, 2000. — 592 с.
26. Бойко В. Посилення державного регулювання фінансового ринку: аргументи «за» і «проти» // Вісник УАДУ. — 2002. — № 4. — С. 61—63.
27. Борисов О. Финансовые и налоговые методы регулирования инфляции: влияние на банковскую систему // Банковское дело. — 2006. — № 7. — С. 22—28.
28. Бориц Л. М. Інвестиції в Україні: стан, проблеми і перспективи. — К.: Знання, КОО, 2002. — 318 с.
29. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. — М.: Олимп-Бизнес, 1997. — 1120 с.
30. Будкін В. Передумови і результати трансформації власності у постсоціалістичних державах // Економіка України. — 2002. — № 5. — С. 76—83.
31. Бузгалин А. В., Колганов А. И. Теория социально-экономических трансформаций. — М.: ТЕИС, 2003. — 680 с.
32. Булатов А. Капиталообразование в России // Вопр. экономики. — 2001. — № 3. — С. 27—38.
33. Булатов В. В. Фондовый рынок в структурной перестройке экономики. — М.: Наука, 2002. — 416 с.
34. Буренин А. Н. Рынки производных финансовых инструментов. — М.: ИНФРА-М, 1996. — 368 с.
35. Бутрин А. Г. Рынок ценных бумаг. — М.: ИНФРА-М, 1998. — 286 с.
36. Б'юкенен Дж., Макгрейв Р. Суспільні фінанси і суспільний вибір: два протилежні бачення держави. — К.: КМ Академія, 2004. — 175 с.
37. Василик О. Д. Теорія фінансів. — К.: НІОС, 2000. — 416 с.

38. *Вельфекс П.* Основы экономической политики. — СПб.: Инст-т социальной политики, 2002. — 477 с.
39. *Вірван Л. А.* Фінансова інтеграція сучасного ринку капіталів // Фінанси України. — 2003. — № 12. — С. 118—124.
40. *Воеводская Н.* Проблемы эволюции финансового рынка // Экономист. — 2003. — № 8. — С. 47—52.
41. *Габбард Г.* Гроші, фінансова система та економіка. — К.: КНЕУ, 2004. — 889 с.
42. *Галантич М., Махінчук В.* Промислово-фінансові групи: проблеми законодавчого регулювання // Урядовий кур'єр. — 2004. — № 37. — 26 лютого. — С. 16.
43. *Гальчинський А. С.* Теорія грошей. — К.: Основа, 1998. — 415 с.
44. *Гальчинський А., Геєць В., Кінах А., Семиноженко В.* Інноваційна стратегія українських реформ. — К.: Знання, 2002. — 326 с.
45. *Гальчинський А.* Проблеми демократизації економіки// Економіка України. — 2005. — № 11. — С. 4—11.
46. *Геєць В. М.* Нестабільність та економічне зростання. — К.: Ін-т економ. прогноз., 2000. — 344 с.
47. *Гильфердинг Р.* Финансовый капитал. Исследование новейшей фазы развития капитализма. — М.: Изд-во соц.-экон. лит-ры, 1959. — 491 с.
48. *Гитман Л. Дж., Джонс М. Д.* Основы инвестирования. — М.: Дело, 1999. — 1008 с.
49. *Гойко А. В.* Методи оцінки ефективності інвестицій та пріоритетні напрями їх реалізації. — К.: Віра-Р, 1999. — 319 с.
50. *Головко А.* Про вплив регулювання фінансових ринків на стан індустріального виробництва в Україні // Фінансовий ринок. — 2005. — №3. — С. 3—10.
51. *Гончаренко В.* Кредитні спілки в системі суб'єктів фінансового ринку // Банківська справа. — 2000. — № 4. — С. 24—28.
52. Господарський кодекс України від 16 січня 2003 року № 436-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2003. — № 18—22.
53. Государственная экономическая политика / Под. ред. А. В. Сидоровича. — М.: Дело и Сервис, 1998. — 546 с.
54. *Гош О.* Ринок як засіб відродження перехідної економіки України // Економіка України. — 2005. — № 9. — С. 75—82.
55. *Григорьев Л., Гурвич Е., Саватючик А.* Финансовая система и экономическое развитие // Мировая экономика и международные отношения. — 2003. — № 7. — С. 73—78.
56. *Гриценко А. А.* Развитие форм обмена стоимости и денег. — К.: Основа, 2005. — 192 с.
57. Гроші та кредит. Підручник / М. І. Савлук, А. М. Мороз, М. Ф. Пудовкіна та ін.; За ред. М. І. Савлука. — К.: КНЕУ, 2001. — 598 с.
58. *Гэлбрейт Дж. К.* Экономические теории и цели общества. — М.: Прогресс, 1979. — 406 с.

59. Державне регулювання економіки: Навч. посібник / С. М. Чистов, А. Є. Никифоров, Т. Ф. Куценко та ін. — К.: КНЕУ, 2004. — 440 с.
60. Дементьев В. В. Экономика как система власти. — Донецк: Каштан, 2003. — 422 с.
61. Де Сото Э. Загадка капитала. Почему капитализм торжествует на западе и терпит поражение во всём остальном мире: Пер. с англ. — М.: Олимп-Бизнес, 2004. — 272 с.
62. Дзюблюк О. В. Організація грошово-кредитних відносин суспільства в умовах ринкового реформування економіки. — К.: Поліграф- книга, 2000. — 512 с.
63. Довбенко М. В. Видатні незнайомці (наукові ідеї, здобутки та життя економістів-лауреатів Нобелівської премії). — К., 2000. — 320 с.
64. Довбенко М.В. Сучасна економічна теорія (Економічна нобелелогія). — К.: Академія, 2005. — 336 с.
65. Долан Э. Дж., Кемпбелл К. Д., Кемпбелл Р. Дж. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика. — М.: Дело, 1998. — 496 с.
66. Доронин И. Г. Мировые фондовые рынки: закономерности развития и современное состояние // Деньги и кредит. — 2002. — № 9. — С.58—69.
67. Доронин И. Г. Современные финансовые рынки: тенденции и перспективы // Мир. эконом. и междунар. отнош. — 2003. — № 6. — С.23—29.
68. Доунс Дж., Гудман Дж. Фінансово-інвестиційний словарь. — М.: ИНФРА-М, 1997. — 586 с.
69. Економічна політика / О. О. Беляєв (кер. кол. авт.), А. С. Бебело, М. І. Діба та ін. — К.: КНЕУ, 2004. — 287 с.
70. Задоя А. О., Ткаченко І. П. Структура та функції сучасного фінансового ринку // Фінанси України. — 1999. — № 5. — С. 3—10.
71. Загорський В. С. Ринок цінних паперів. — Львів: Комерц. акад., 1995. — 171 с.
72. Запатріна І. Фінансова політика та її вплив на економічне зростання // Економіст. — 2006. — № 3. — С. 27—31.
73. Зимовець В. В. Місце фінансового сектора в сучасних концепціях інституціональної організації економіки // Економіка України. — 2004. — № 11. — С. 15—26.
74. Зимовець В. В. Акумуляція фінансових ресурсів та економічний розвиток. — К.: Ін-т економіки НАНУ, 2003. — 382 с.
75. Зятковський І. В. Фінанси суб'єктів господарювання: теорія і практика. — Тернопіль: Економ. думка, 2006. — 388 с.
76. Іваницька О. Фінансовий ринок і корпоративне управління // Вісник УАДУ. — 2002. — № 4. — С. 104—110.
77. Історія економічних учень / За ред. В. Д. Базиловича. — К.: Знання, 2004. — 1300 с.
78. История экономических учений: (современный этап): Учебник / Под ред. А. Г. Худоркова. — М.: ИНФРА-М, 1999. — 733 с.

79. Институциональная экономика / Под общ. ред. А. Олейника. — М.: ИНФРА-М, 2005. — 704 с.
80. Институциональная экономика: новая институциональная экономическая теория: Учебник / Под общ. ред. д-р экон. наук, проф. А.А. Аузана. — М.: ИНФРА-М, 2006. — 416 с.
81. *Казаков А.* Проблеми та перспективи розвитку фондового ринку України // Ринок цінних паперів. — 2003. — № 11—12. — С. 15—22.
82. *Кейнс Дж. М.* Общая теория занятости, процента и денег // Антология экономической классики: Т. 2. — М.: МП «ЭКОНОВ», 1992. — С. 135—432.
83. *Кириленко В. І.* Інвестиційна складова економічної безпеки. — К.: Центр наук. дослід. НБУ, 2005. — 232 с.
84. *Кихленко О., Смирнова О.* Стратегія інвестиційної діяльності в Україні // Економ. України. — 2002. — № 11. — С. 22—26.
85. *Клапків М. С., Клапків Ю. М.* Витоки національного страхового ринку України. — Тернопіль: Карт-бланш, 2003. — 275 с.
86. Класифікація видів економічної діяльності: Офіційне видання. — К.: Держстандарт України, 1996. — 250 с.
87. *Клейнер Г.* Системная парадигма и теория предприятия // Вопросы экономики. — 2002. — № 10. — С. 63—71.
88. *Ковальчук Т.* Глобалізація інвестиційних процесів та економічна безпека держави // Глобалізація інвестиційних процесів та фінансова безпека України: Матеріали міжнар. наук.-практ. конф. — К.: (НІПМБ), 2001. — С. 4—5.
89. *Колодко Г.* От шока к терапии. — М.: Журнал-Эксперт, 2000. — 392 с.
90. Конкурентноспроможність національної економіки / За ред. д-ра экон. наук Б. Є. Кваснюка. — К.: Фенікс, 2005. — 582 с.
91. Концепція регулювання фінансового ринку України // Цінні папери. — 2002. — № 1. — С. 7—29.
92. *Корнєєв В. В.* Кредитні та інвестиційні потоки капіталу на фінансових ринках: Монографія. — К.: НДФІ, 2003. — 376 с.
93. *Корнєєв В. В.* Модель та інструментарій фінансового ринку України // Фінанси України. — 2005. — № 6. — С. 76—81.
94. *Корнєєв В. В.* Фінансові посередники, як інститути розвитку: Монографія. — К.: Основа, 2007. — 192 с.
95. Корпоративное управление в переходных экономиках: Инсайдерский контроль и роль банков. — СПб.: Лениздат, 1997. — 405 с.
96. *Котлер Ф.* Основы маркетинга: Пер. с англ. — Новосибирск: Наука, 1992. — 736с.
97. *Коуз В.* Фирма, рынок и право. — М.: Дело, 1993. — 192 с.
98. *Коупленд Т., Коллер Т., Мурин Дж.* Стоимость компаний: оценка и управление. — М.: Олимп-Бизнес, 1999. — 576с.
99. *Кошкина И.* Инвестиционная привлекательность страховых компаний // Фінансист. — 1998. — № 3. — С. 11—17.
100. *Крисоватий А.І.* Оподаткування і ринок: умови та можливості. — Тернопіль: Вид-во КАРПЮКА, 2000. — 246 с.

101. *Крупка М. І.* Фінансово-кредитний механізм інноваційного розвитку економіки України. — Львів: Вид. центр Львів. нац. ун-ту ім. І. Франка, 2001. — 608 с.

102. *Крупка М. І.* Реформування власності і залучення в Україну іноземного капіталу // *Фінанси України*. — 2002. — № 5. — С. 31—43.

103. *Кулиш А. Б.* Накопление в системе трансформационной экономики: теоретико-методологические аспекты. — Д.: УкрНТЭК, 2001. — 268 с.

104. *Лагутін В. Д., Кричевська Т. О.* Монетарна політика в трансформаційній економіці: довіра, стратегія, механізм реалізації: Монографія. — К.: Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2004. — 269 с.

105. *Лагутін В.* Іпотечний кредит в Україні: перспективи і можливі наслідки // *Банківська справа*. — 2003. — № 4. — С. 24—51.

106. *Лагутін В.* Становлення і розвиток системи іпотечного кредитування // *Фінанси України*. — 2004. — № 1. — С. 75—82.

107. *Лисяк Л. В., Шумський В. М.* Реальність потенційних джерел інвестиційної діяльності в Україні // *Фінанси України*. — 2000. — № 7. — С. 74—78.

108. *Львовичкін С., Опарін В., Федосов В.* Трансформація та розвиток фінансової системи України // *Ринок цінних паперів України*. — 2003. — № 1—2. — С. 13—24.

109. *Гитман Дж., Джонсон М.* Основы инвестирования: Пер. с англ. — М.: Дело, 1997. — 1008 с.

110. *Лук'яненко Д., Бакаєв О.* Глобалізація економічного розвитку: фінансові кризи // *Ринок цінних паперів*. — 2003. — № 3—4. — С. 13—14.

111. *Луцишин З. О.* Трансформація світової фінансової системи в умовах глобалізації. — К.: Друк, 2002. — 320 с.

112. *Лютій І. О.* Грошово-кредитна політика в умовах перехідної економіки: Монографія. — К.: Атака, 2000. — 240 с.

113. *Майєр Дж., Роух Дж., Філіпенко А.* Основні проблеми економіки розвитку. — К.: Либідь, 2003. — 688 с.

114. *Маковецкий М. Ю.* Инвестиционный процесс и рынок ценных бумаг: механизм функционирования, современное состояние, перспективы развития. — М.: Анки, 2003. — 312 с.

115. *Малий І. Й.* Теорія розподілу суспільного продукту: Монографія. — К.: КНЕУ, 2000. — 248 с.

116. *Малий І. Й., Диба М. І., Галабурда М. К.* Держава і ринок: філософія взаємодії: Монографія / За ред. проф. І. Й. Малого. — К.: КНЕУ, 2005. — 358 с.

117. *Маркс К. і Енгельс Ф.* Капітал. Т. III. — Твори. — К.: Державне видавництво політичної літератури УРСР, 1963. — Т. 25. — Ч. 1. — 508 с.

118. *Маршалл А.* Принципы экономической науки: Пер. с англ. / В 3-х т. — М.: Прогресс, 1993. — Т. I. — 416 с.; Т. 2 — 310 с.; Т. 3 — 352 с.

119. *Мендрул Л. О.* Стан і перспективи первісного нагромадження капіталу // *Економіка України*. — 2001. — № 7. — С. 8—12.

120. *Мертенс А. И.* Инвестиции: Курс лекций по современной финансовой теории. — К.: Киев. инвест. агентство, 1997. — 416 с.
121. *Миллер Р. Л., Ван-Хуз Д. Д.* Современные деньги и банковское дело. — М.: ИНФРА-М, 2000. — 856 с.
122. *Мильчакова Н.* Эффективность фондового рынка: институциональный подход // *Вопр. экономики.* — 2004. — № 5. — С. 97—111.
123. *Мишкін Ф.* Економічна теорія грошей, банківської справи і фінансових ринків. — К.: Основи, 1998. — 820 с.
124. *Михайлов Д. М.* Мировой финансовый рынок: тенденции и инструменты. — М.: Экзамен, 2000. — 768 с.
125. *Михальський В. В.* Роль фінансового ринку в економічному розвитку реального сектора вітчизняної економіки. — К.: Ніка-Центр, 2005. — 296 с.
126. *Михасюк І., Мельник А., Крупка М. та ін.* Державне регулювання економіки. — Львів, 1999. — 640 с.
127. *Міщенко В., Науменкова С.* Проблеми вдосконалення управління державними корпоративними правами // *Економіка України.* — 2000. — № 5. — С. 29—36.
128. *Модильяни Ф., Миллер М.* Сколько стоит фирма? — М.: Дело, 2000. — 272 с.
129. *Мозговий О. М.* Фондовый рынок: Навч. посібник. — К.: КНЕУ, 1999. — 316.
130. *Мозговий О., Лук'яненко Д.* Ринок цінних паперів: регуляторна структуризація в умовах глобалізації // *Ринок цінних паперів України.* — 2005. — № 9—10. — С. 3—11.
131. *Моисеев С. Р.* Международные валютно-кредитные отношения. — М.: Дело и сервис, 2003. — 576 с.
132. *Мокряк В., Мокряк Е.* Проблеми формування і розвитку підприємництва в процесі пострадянського трансформування суспільства // *Економіка України.* — 2004. — № 11. — С. 49—57.
133. *Мочерний С. В., Ларіна Я. С., Плахотнюк О. Я.* Сутність фінансів у контексті економічних відносин // *Фінанси України.* — 2005. — №3. — С. 16—21.
134. *Назарчук М. Н., Скляр О.* Про заходи щодо розвитку організованого ринку цінних паперів в Україні // *Економіка України.* — 2005. — №12. — С. 19—24.
135. *Національні заощадження та економічне зростання / За ред. Б.Є. Кваснюк.* — К.: Леся, 2000. — 304 с.
136. *Невмерзицький В. В.* Стан і розвиток ринку фінансових послуг в Україні // *Фінанси України.* — 2004. — № 10. — С. 123—130.
137. *Норт Д.* Інституції, інституціональна зміна та функціонування економіки. — К.: Основи, 2000. — 189 с.
138. *О'Брайен Дж.* Финансовый анализ и торговля ценными бумагами: Пер. с англ. — М.: Дело ЛТД, 1995. — 207 с.

139. Олейник А. И. Институциональная экономика. — М.: ИНФРА-М, 2000. — 416 с.
140. Онишко С. В. Фінансове забезпечення інноваційного розвитку. — Ірпінь: НАДПСУ, 2004. — 434 с.
141. Опарін В. М. Фінанси (загальна теорія): Навч. посібник. — 2-ге вид. — К.: КНЕУ, 2001. — 240 с.
142. Опарін В. Фінансова система України (теоретико-методологічний аспект): Монографія. — К.: КНЕУ, 2005. — 240 с.
143. Осавалюк С. Чинники впливу глобалізації на стабільність міжнародного фінансового ринку // Економіка України. — 2003. — № 2. — С. 15—18.
144. Павлюк К. В. Бюджет і бюджетний процес в умовах транзитивної економіки України. — К.: НДФІ, 2006. — 584 с.
145. Панорама экономической мысли конца XX столетия. — СПб.: Эконом. шк., 2002. — Т. 1. — 668 с.; Т. 2 — 387 с.
146. Пасхавер О. Перспективи приватного підприємництва в Україні: приватизація і зростання нового капіталу // Економіка України. — 2003. — № 2. — С. 57—66.
147. Патинкин Д. Деньги, процент и цены. Соединение теории денег и стоимости. — М.: Экономика, 2004. — 375 с.
148. Пересада А. А. Інвестиційний процес в Україні. — К.: Лібра, 1998. — 389 с.
149. Пигу А. Экономическая теория благосостояния: Пер. с англ. — В 2-х т. / Общ. ред. С. П. Аукуционенка. — М.: Прогрес, 1985. — Т. 1. — 512 с.; Т. 2 — 454 с.
150. Підхошиний О. М. Концептуальні засади підвищення ефективності інвестиційних рішень суб'єктів фінансового ринку // Фінанси України. — 2001. — № 9. — С. 123—129.
151. Питання функціонування та вдосконалення інфраструктури фондового ринку України: Інформаційно-аналітичні матеріали. — К.: Центр наукових досліджень НБУ, 2005. — 132 с.
152. Полтерович В. М. Институциональные ловушки и экономические реформы. — М.: ЦЭМИ РАН и РЭШ, 1999. — 42 с.
153. Полунсєв Ю. Конкурентоспроможність країни як національна ідея // Дзеркало тижня. — 2005. — № 10. — 19 берез. — С. 13.
154. Родзієвська В. Позиціонування інвестора на фінансовому ринку (теоретичний аспект) // Ринок цінних паперів України. — 2003. — №11—12. — С. 9—14.
155. Радыгин А. Собственность и интеграционные процессы в корпоративном секторе (некоторые новые тенденции) // Вопр. экономики. — 2001. — № 5. — С. 26—45.
156. Радыгин А. Корпоративное управление в России: ограничения и перспективы // Вопр. экономики. — 2002. — № 4. — С. 101—124.
157. Радыгин А., Энтов Р. Институциональные компоненты экономического роста // Вопросы экономики. — 2005. — № 11. — С. 21—22.

158. *Райс Т., Кайли Б.* Финансовые инвестиции и риск. — К.: Торгово-издательское бюро BVH, 1995. — 592 с.
159. Регулювання сфери фінансових послуг у праві Європейського Союзу та перспективи адаптації законодавства України. — Х.: Консул, 2002. — 912 с.
160. *Рэдхед К., Хьюс С.* Управление финансовыми рисками. — М.: ИНФРА-М, 1996. — 288 с.
161. *Рибалкін В.* Ринок як економічний інститут власності // Економіка України. — 2001. — № 2. — С. 42—49.
162. Ринок // Упоряд. А. А. Чухно. — К.: Україна, 1995. — 448 с.
163. *Робинсон Дж.* Экономическая теория несовершенной конкуренции. — М.: Прогресс, 1986. — 472 с.
164. *Родионова В. М.* Финансы. — М.: Финансы и статистика, 1993. — 340 с.
165. *Радіонова І. Ф.* Макроекономіка: теорія та політика. — К.: Таксон, 2004. — 348 с.
166. *Розенберг Дж. М.* Инвестиции: терминологический словарь. — М.: ИНФРА-М, 1997. — 400 с.
167. *Розанова Н., Назаренко А.* Влияние фондового рынка на экономическую динамику в модели перекрывающихся поколений. — Вопр. экономики. — 2007. — № 4. — С. 60—69.
168. *Розанова Н.* Развивающие рынки капитала: чему учит мировой опыт // Мировая экономика и международные отношения. — 2007. — №2. — С. 24—31.
169. *Розманнский И.* Инвестиционная близорукость в посткейнсианской теории и в российской экономике // Вопр. экономики. — 2006. — № 9. — С. 72—73.
170. *Рот А., Захаров А., Златкис Б., Миркин Я. и др. Б.* Основы государственного регулирования финансового рынка. — 2-е изд., перераб. и доп. — М.: Юрид. дом, Юстин-форм, 2003. — 510 с.
171. *Рубцов Б. Б.* Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования. — М.: ИНФРА-М, 1996. — 304 с.
172. *Сабанти Е. М.* Теория финансов. — М.: Менеджер, 2000. — 199 с.
173. *Савчук В. С., Федосов В. М.* Фінансовий ринок в Україні: економіко-правові аспекти // Вчені записки. — К.: КНЕУ. — 1998. — Вип. 1. — С. 26—30.
174. *Савчук В.* Теорія і практика оцінки ефективності інвестицій в Україні // Економіка України. — 2003. — № 12. — С. 19—25.
175. *Сакс Дж. Д., Ларрен Ф. Б.* Макроэкономика: Глобальный подход. — М.: Дело, 1996. — 848 с.
176. *Свердел М. О.* Небанківські фінансові установи на фінансовому ринку // Фінанси України. — 2003. — № 2. — С. 145—150.

177. Сергиенко Я. В. Формирование финансовой системы в рыночной и переходной экономике. — М.: Финстатинформ, 2002. — 168 с.
178. Сіденко В., Крючкова І. Макроструктурні зрушення в українській економіці в контексті інтеграційних процесів // Дзеркало тижня. — 2003. — № 25. — 28 черв. — С. 8.
179. Сизов Ю. Актуальные проблемы развития российского фондового рынка // Вопр. экономики. — 2003. — № 7. — С. 26—27.
180. Сірко А. Корпоративна власність у транзитивній економіці // Економіка України. — 2003. — № 2. — С. 57—66.
181. Скоробогатов А. Фондовый рынок, институциональная структура и проблема стабильности капиталистической экономики // Вопр. экономики. — 2006. — № 12. — С. 80—95.
182. Словник сучасної економіки Макміллана: Пер. з англ. — К.: АртЕк, 2000. — 640 с.
183. Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов. — М.: Ось-89, 1997. — Т. 1. — 256 с.
184. Соколовська А. М. Податкова система держави: теорія і практика становлення. — К.: Знання-Прес, 2004. — 454 с.
185. Соколенко С. І. Глобалізація економіки України. — К.: Логос, 1999. — 568 с.
186. Сорос Дж. Кризис мирового капитализма. Открытое общество в опасности. — М.: ИНФРА-М, 1999. — 262 с.
187. Сорос Дж. Алхимия финансов. — М.: ИНФРА-М, 2001. — 416 с.
188. Співак Л. Фінансові послуги: економічна сутність і роль в економіці // Вісник Національного банку України. — 2002. — № 2. — С. 18—19.
189. Статистичний щорічник України за 2005 рік. — К.: Консультант, 2006. — 576 с.
190. Статус «неорганізованого» фондового ринку не личить // Урядовий кур'єр. — 2004. — № 51. — 18 берез. — С. 8.
191. Стиглер Дж. Экономическая теория и информация // У кн.: Теория фирмы — СПб.: Экономическая школа, 1995. — С. 507—529.
192. Стігліц Дж. Е. Економіка державного сектора: Пер. з англ. — К.: Основи, 1998. — 854 с.
193. Столяров А. И. Российский финансовый рынок: современное состояние и перспективы развития // Финансы. — 2004. — № 2. — С. 11—14.
194. Стоян В. І. Фінансовий ринок України: Проблеми і перспективи розвитку // Фінанси України. — 2000. — № 12. — С. 135—140.
195. Субботин А. Перспективы реального рынка // Мировая экономика и международные отношения. — 2005. — № 1. — С. 75—80.
196. Сугоняко О. Капіталізація банків: нова тенденція // Вісник Національного банку України. — 2003. — № 10. — С. 34-35.

197. *Тамбовцев В. Л.* Право и экономическая теория. — М.: ИНФРА-М, 2005. — 212 с.
198. *Тамбовцев В.* Введение в экономическую теорию контрактов. — М.: ИНФРА-М, 2004. — 144 с.
199. *Тамбовцев В.* Улучшение защиты прав собственности — неиспользуемый резерв экономического роста России // *Вопр. экономики.* — 2006. — № 1. — С. 22—38.
200. *Татаренко Н. О., Поручник А. М.* Теорії інвестицій. — К.: КНЕУ, 2000. — 160 с.
201. Теория капитала и экономического роста / Под ред. С. С. Дзарасова. — М.: МГУ, 2004. — 400 с.
202. Тіньова економіка: сутність, особливості та шляхи легалізації / За ред. З. С. Варналія. — К.: НІСД, 2006. — 576 с.
203. *Ткач А. А.* Інституціональні основи ринкової інфраструктури / НАН України, Об'єднаний ін-т економіки. — К., 2005. — 295 с.
204. *Тобин Дж.* Теорема «о невидимой руке» должна быть модифицирована // *Российский экономический журнал.* — 2002. — № 3. — С. 44—49.
205. *Токова І. В., Краснов В. Т.* Сутність і структура фінансового ринку // *Фінанси України.* — 2001. — № 12. — С. 112—120.
206. *Торкановский В. С.* Рынок ценных бумаг и его финансовые институты. — СПб.: Комплект, 1994. — 485 с.
207. Трансформація моделі економіки України (ідеологія, протиріччя, перспективи) / За ред. акад. НАН України В. М. Гейця. — К.: Логос, 1999. — 500 с.
208. *Уильямсон О. И.* Экономические институты капитализма. — СПб.: Экономическая школа, 1996. — 476 с.
209. Українська приватизація: плюси і мінуси / Під ред. О. Й. Пасхавера. — К.: Альтерпрес, 2001. — 208 с.
210. *Уманців Ю. М., Швед Ю. А.* Офшорне підприємництво у сучасній економіці. — К.: Атіка, 2004. — 144 с.
211. *Фабоцци Ф.* Управление инвестициями. — М.: ИНФРА-М, 2000. — 932 с.
212. *Федосов В., Опарін В., Львовчкін С.* Фінансова реструктуризація в Україні: проблеми і напрями. — К.: КНЕУ, 2002. — 387 с.
213. Фінансово-кредитный энциклопедический словарь / Под общ. ред. А. Г. Грязновой. — М.: Финансы и статистика, 2002. — 1452 с.
214. Фінансово-кредитні методи державного регулювання економіки / За ред. А. І. Даниленка. — К.: Ін-т економіки НАН України, 2003. — 415 с.
215. *Фридмен М.* Количественная теория денег: новая формулировка. Если бы деньги заговорили. — М.: Дело, 1998. — 155 с.
216. *Фишер И.* Покупательная сила денег. — М.: Дело, 2001. — 320 с.
217. *Харрис Л.* Денежная теория. — М.: Прогресс, 1990. — 749 с.

218. *Хикс Дж.* Стоимость и капитал. — М.: Прогресс, 1993. — 488 с.
219. *Ходаківська В. П., Бєляєв В. В.* Ринок фінансових послуг: теорія і практика. — К.: ЦУЛ, 2002. — 616 с.
220. *Хорн В.* Основы управления финансами. — М.: Финансы и статистика, 1997. — 800 с.
221. *Ходжсон Д.* Экономическая теория и институты: манифест современной институциональной экономической теории. — М.: Дело, 2003. — 464 с.
222. *Хмыз О. В.* Международный рынок капиталов. — М.: Приор, 2002. — 464 с.
223. Ценообразование на финансовом рынке / Под ред. В. Е. Есипова. — СПб: СПбГУЭФ, 1998. — 247 с.
224. *Червова Л. Г., Белікова О. Ю.* Фондовий ринок в умовах трансформації економіки // Фінанси України. — 2001. — № 7. — С. 129—134.
225. *Чухно А. А.* Постіндустріальна економіка: теорія, практика та їх значення для України. — К.: Логос, 2003. — 631 с.
226. *Шапран В.* Міжсекторна конкуренція за ресурси на фінансовому ринку України // Економіст. — 2004. — № 2. — С. 52—57.
227. *Шапран В.* Українські банки: від ринку акцій до проблеми участі іноземних інвесторів // Цінні папери України. — 2006. — № 7. — С. 20—23.
228. *Шарп У. Ф., Александер Г. Дж., Бейли В. Дж.* Инвестиции. — М.: ИНФРА-М, 1997. — 1025 с.
229. *Шаститко А. Е.* Неоинституциональная экономическая теория. М.: Эконом. фак-т МГУ/ТЕИС, 1998. — 250 с.
230. *Шелудько В. М.* Фінансовий ринок. — К.: Знання-Прес, 2002. — 535 с.
231. *Шерер Ф. М., Росс Д.* Структура отраслевых рынков: Пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 1997. — 698 с.
232. *Шумпетер Й.* Капитализм, социализм, демократия. — М.: Экономика, 1995. — 539 с.
233. *Шумпетер Й.* та проблеми реформування економіки України. — К.: Таксон, 2000. — 244 с.
234. Економіка України: стратегія і політика довгострокового розвитку / За ред. акад. НАНУ В. М. Гейця. — К.: Фенікс, 2003. — 1008 с.
235. *Эрхард Л.* Благосостояние для всех. — М.: Дело, 2001. — 335 с.
236. Эффективный рынок капитала: Экономический либерализм и государственное регулирование / Под общ. ред. И. В. Костикова: В 2 т. — М.: Наука, 2004. — Т. 1 — 560 с.; Т. 2. — 648 с.
237. *Якубенко В. Д.* Базисні інститути в трансформаційній економіці. — К.: КНЕУ, 2003. — 252 с.
238. *Akerlof G.* The market for Lemons: Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism // Quarterly Journal of Economics. — 1970. — Vol. 84. — P. 488—500.

239. *Arrow K.* The Role of Securities in the Optimal Allocation of Risk-bearing // Review of Economic Studies. — 1964. — Vol. 29. — P. 91—96.
240. *Camdessus M.* The Private Sector in a Strengthened Global Financial System // International Monetary Conference — 08.06.1999. — P.3—10.
241. *Carlin W., Mayer C.* How Do Financial Systems affect economic performance? Oxford, Said Business School-University of Oxford, 1999. — 230 p.
242. *Fama E. Op.cit.; Fama E., French K.* Dividend Yields and Expected Stocks Returns. — Journal of Financial Economics, 1988. — Vol. 22. — P.3—25.
243. *Hart O.* Firm Contrast and Financial Structure. — L. Oxford University Press. 1995. — 159 p.
244. *Markowitz Harry M.* Portfolio Selection // Journal of Finance. — 1952, March. — P. 77—91.
245. *Niemeyer J.* Where to Go after the Lamfalussy Report? — An Economic Analysis of Securities Market Regulation and Supervision. SSE/ EFT Working Paper (Series in Economics and Finance). — № 482. — P.5—6.
246. *Pezotti E. C., Gelfez S.* Investment Financing in Russian Financial-Industrial Groups. University of Amsterdam and Russian-European Center of Economy Policy. Working Paper, 1998. — 190 p.
247. *Saunders A. and Schumacher L.* The Determinants of Bank Interest Rate Margins: an International Study. Washington. George Washington University, 1997. — 72 p.
248. *Schmuckler S., Zoido-Lobaton P.* Financial globalization: opportunities and challenges for developing countries. — Washington : World Bank, 2001. — 45 p.
249. *Sharpe W.* Portfolio Theory and Capital Markets. — NY.: McGraw-Hill, 1970. — 270 p.