

14. Шовкун І. Інституційна модель наукової системи України в трансформаційній економіці // Економіка України. — 2004. — № 12. — С. 64.

15. Пилипенко И. В. Конкурентоспособность стран и регионов в мировом хозяйстве: теория, опыт малых стран Западной и Северной Европы. — Смоленск: Ойкумена, 2005. — С. 439.

16. Федосов В., Опарін В., Львовчкін С. Фінансова реструктуризація в Україні: проблеми і напрями: Монографія /За наук. ред. В. Федосова. — К.: КНЕУ, 2002. — С. 27—28.

17. Там само. — С. 113.

Стаття надійшла до редакції 4.06.2008.

УДК 336.76:338.49

В. Л. Смагін,
доцент кафедри політекономії
обліково-економічних факультетів,
ДВНЗ «Київський національний економічний університет
імені Вадима Гетьмана

ІНФРАСТРУКТУРНЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФУНКЦІОНУВАННЯ ФІНАНСОВОГО РИНКУ В ТРАНСФОРМАЦІЙНІЙ ЕКОНОМІЦІ

Проаналізовано сутність інфраструктури фінансового ринку, а також еволюція її формування в трансформаційній економіці. Запропоновано класифікацію суб'єктів інфраструктури з відповідним аналізом роботи провідних інституцій на ринку купівлі-продажу фінансових активів.

КЛЮЧОВІ СЛОВА: ринок, фінансовий ринок, інфраструктура фінансового ринку, інституції, банк, депозитарій, біржа.

Становлення сучасних ефективних контурів повноцінної ринкової економіки зумовлює необхідність створення адекватної сучасної ринкової інфраструктури і формування відповідної цілеспрямованої економічної політики в цьому напрямку. Адже дієвість фінансового ринку в Україні забезпечується розгалуженістю його інфраструктури через відповідні інституції [1, с. 145].

Різні аспекти сутності економічних відносин, що складаються в процесі формування та функціонування фінансового ринку в трансформаційному суспільстві знайшли відображення в працях вітчизняних економістів Л. Алексеєнко, О. Барановського, С. Ро-

гачова, О. Василика, В. Корнєєва, В. Лагутіна, І. Лютого, О. Мозкового, В. Опаріна.

Метою цієї статті є визначення сутності категорії «інфраструктура фінансового ринку», її структури через суб'єктивний склад, а також аналіз її сучасного стану з одночасним окресленням проблем, які необхідно вирішувати в нинішньому вітчизняному ринковому середовищі.

Термін «інфраструктура» було використано на початку ХХ ст. в економічній науці для визначення об'єктів і споруд, що забезпечували нормальну діяльність збройних сил. У 40-і рр. ХХ ст. на Заході під інфраструктурою стали розуміти сукупність галузей, що сприяють нормальному функціонуванню економіки.

Вперше в зарубіжній економічній літературі термін «ринкова інфраструктура» був узагальнений і визначений у праці Р. Іохімсен «Теорія інфраструктури» як сума матеріальних, інституційних і персональних умов і закладів, що надаються в розпорядження економічних одиниць і створюють умови для повної інтеграції й забезпечення максимально можливого рівня розвитку господарської діяльності [2, с. 99].

За твердженням П. Самуельсона, ринкова інфраструктура це — «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» [3, с. 264].

Він наголошував на необхідності розвитку саме ринкової інфраструктури, як основи зміцнення економічних позицій приватних підприємств у різних галузях економіки через державну підтримку реалізації великих проектів розвитку ринкової інфраструктури.

На думку А. С. Гальчинського, ринкова інфраструктура визначається як «система підприємств і організацій, що забезпечують рух товарів, послуг, грошей, цінних паперів, робочої сили» [4, с. 138].

Таким чином, наведені визначення відображають основне призначення ринкової інфраструктури — створення умов для нормального режиму функціонування ринкового механізму шляхом утворення цілого ряду підсистем, служб, підприємств і організацій, що створюють підґрунтя для взаємодії між суб'єктами ринкової економіки.

Ринкова інфраструктура визначається змістом, сутністю самого ринку. Кожний його сегмент, підсистема має свою, властиву

тільки їй внутрішню, специфічну інфраструктуру з відповідними елементами. Так, формування визначальної підсистеми ринкової економіки — фінансового ринку зумовлює необхідність формування відповідної інфраструктури, яка економічно забезпечує її повноцінне функціонування. Як інституційний і матеріальний базис фінансового ринку, інфраструктура дозволяє ринковим суб'єктам найбільш ефективно використовувати наявні фінансові інструменти в процесі перерозподілу інвестиційних ресурсів і має забезпечувати можливості для найбільш ефективного розміщення фінансових ресурсів.

Механізм функціонування фінансового ринку передбачає наявність об'єкта управління — інфраструктури фінансового ринку, розвиток якої іде паралельно з розвитком самого ринку і зростанням обсягів обороту на ньому. Якщо місткість ринку досить об'ємна, з великою діловою активністю вітчизняних та іноземних інвесторів, з відповідним об'ємом впливання іноземних інвестицій, прискоренням економічного розвитку і поліпшенням соціальних стандартів життя громадян, то рівень розвитку ринкової інфраструктури буде досить високим. І, навпаки, низький рівень ринкового середовища, його нерозвиненість досить повільно формує виробничу сферу із значними транзакційними витратами, що в кінцевому рахунку створює труднощі у вирішенні соціально-економічних задач країни.

Зміст поняття «інфраструктура фінансового ринку» вже несе в собі складність цієї категорії, самостійність її існування і специфічність призначення. Становлення фінансового ринку неможливо без розвитку його інфраструктури, що оперує на ринку його інструментами. Це у свою чергу породжує потребу встановлення визначених правил, у рамках яких діють конкретні суб'єкти ринкової інфраструктури. Інфраструктура даного сегменту ринку полегшує здійснення товарообмінних операцій, юридичний і економічний контроль над ними, підвищує оперативність, надає необхідне інформаційне забезпечення.

Технологічна та інформаційна революції останніх десятиліть призвели до «переформатування» самої сутності інфраструктури фінансового ринку. «Тверда» (будови, шляхи, тощо) інфраструктура поступово відсувається на задній план. А на перші ролі виходять інфраструктура «м'яка» (генерування, збереження, передача і захист фінансової інформації), а також інфраструктура сервісна (інформаційні технології).

У монографічному дослідженні А. А. Ткач визначає інфраструктуру фінансового ринку як «систему взаємопов'язаних, взаємодіючих субординованих інститутів, саморегульованих і регулюючих організацій, інформаційних систем і мереж, інституційних інвесторів, ринкових посередників, котрі забезпечують нормальне функціонування фінансового ринку [5, с. 154]. При цьому автор наголошує на існуванні інституціональної інфраструктури фінансового ринку як встановлених правил і норм, які визначають характер взаємодії, взаємовідносин усіх учасників фінансового ринку (механізми, процедури, канали тощо).

І. О. Бланк розглядає інфраструктуру фінансового ринку у більш вузькому розумінні, обмежуючи її тільки функціональним призначенням у ринковій економіці через комплекс закладів і підприємств, що обслуговують безпосередніх його учасників з метою підвищення ефективності здійснювання операцій [6, с. 205—206]. При цьому вони виконують два основних завдання: управління фінансовими ризиками та зниження вартості проведення фінансових операцій.

На думку автора, роль інфраструктури в управлінні фінансовими ризиками полягає в тому, щоб: відокремити різні види ризику, визначати відповідального за реалізацію певного ризику, реалізувати відповідальність учасників за заподіяні 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 інституцій має забезпечити прозорість «каналів» фінансового ринку, за якими заощадження трансформуються в інвестиції, захисти майнові права інвесторів, полегшити емітентові розміщення фінансових активів.

Спираючись на певні підходи до класифікації ринкової інфраструктури [7, с. 15] ми пропонуємо класифікацію складу суб'єктів інфраструктури фінансового ринку за критеріями, які зорієнтовані на пряме виконання функцій за видами обслуговування (обслуговуючі операції з цінними паперами, валютою і акуму-

льованими вільними грошовими коштами; консалтингові інформаційні і страхові послуги; розрахункові депозитарні і реєстраційні операції). Тобто ми виділяємо чотири групи інституцій інфраструктури.

Таблиця 1

**СКЛАД СУБ'ЄКТІВ ІНФРАСТРУКТУРИ ФІНАНСОВОГО РИНКУ
У ВІДПОВІДНОСТІ З ЇХ ФУНКЦІЯМИ**

Функції інфраструктури фінансового ринку	Суб'єкти інфраструктури фінансового ринку
1. Обслуговують операції з цінними паперами	— фондові біржі — комерційні банки — валютні біржі — ф'ючерсні біржі — інвестиційні фонди — ділінгові системи і центри
2. Акумулюють вільні грошові ресурси	— комерційні банки — інвестиційні фонди і компанії — недержавні пенсійні фонди — страхові компанії — кредитно-фінансові інститути парабанківської системи — кредитні союзи — фонди венчурного типу
3. Надають консалтингові, інформаційні послуги	— консалтингові компанії, агенства — комерційні банки — інвестиційні фонди
4. Виконують розрахункові, депозитарні та реєстраційні операції	— біржі — депозитарні і розрахунково-клірингові організації — реєстратори — комерційні банки

Усі представлені в таблиці інституції інфраструктури фінансового ринку мають важливе значення тому, що виконують необхідні, притаманні тільки їм види діяльності. В процесі формування інфраструктури вітчизняного фінансового ринку, вірогідно сформується певна спеціалізація основної діяльності, трансформації в інші форми, але це виключає множинність суб'єктів по наданню якоїсь однієї послуги. Суб'єктивний склад даних інституцій доволі багаточисельний, але тим не менше можна виділити основні, потреба в яких особливо загострилась у період, коли в Україні почалася масова приватизація державних підприємств і

почав формуватись вторинний ринок цінних паперів. Виникла необхідність захистити майнові права інвесторів у зв'язку з переходом прав власності на цінні папери. Адже проблема приватизації в Україні існує, в першу чергу, через нерозвиненість саме інфраструктурного супроводження слабкістю основного сегменту фінансового ринку — фондового ринку [8, с. 188]. Очевидно, що інфраструктура не може бути сформована у відриві від потреб фінансового ринку. В свою чергу потреби об'єктивно потребують формування тільки необхідних інституцій фінансового посередництва. Процес лібералізації руху фінансових активів повинен узгоджуватися з темпами формування необхідних інституцій фінансової інфраструктури і не випереджати їх становлення.

Загальна лінія еволюційного розвитку інфраструктурних інституцій формувалась таким чином: від багаточисельних товарних бірж, як першооснови фінансового ринку у 1992—1995 рр., до сучасного періоду, де основними суб'єктами інфраструктури фінансового ринку є комерційні банки, страхові компанії, Українська фондова біржа з філіями в усіх обласних центрах, Київська міжнародна фондова біржа, Український і регіональний центри сертифікаційних аукціонів, інвестиційні компанії й ін.

Найуніверсальнішим інституційним суб'єктом інфраструктури фінансового ринку України є комерційні банки. Їх виняткова значущість, як учасників вітчизняного фінансового ринку, підкреслюється тим фактом, що тільки банки оперують грошима як найбільш ліквідним фінансовим активом і відповідно саме вони формують попит на реальні грошові кошти та пропозиції грошей завдяки дії мультиплікаційних ефектів. В.В. Корнєєв зазначає, що їх лідерство обумовлюється обсягами капіталу, активів, наявністю мережі філій, спектром послуг та іншими показниками діяльності, що разом відображаються у прояві так званого «ефекту масштабу» [9, с. 128]. Така ситуація дозволяє оцінювати банки як основних носіїв і організаторів грошово-кредитних відносин.

Слід підкреслити вагому роль банків як інституцій інтеграції різних сегментів фінансового ринку. Завдяки їм цей взаємозв'язок і взаємообумовленість посилюється. На початку 2000-х років українські банки істотно зміцнили свої позиції на вітчизняному фінансовому ринку.

У конкуренції між банками і небанківськими інституціями на вітчизняному фінансовому ринку при обслуговуванні клієнтів перемагають переважно перші. В ряді випадків сторони доходять згоди шляхом взаємної реорганізації. Так, наприклад, мож-

на вказати на об'єднання інтересів інвестиційної компанії «Альфа-капітал» і «Київінвестбанку», внаслідок 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 пряма 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 складають незначну суму. На наш погляд, сьогодні саме проблема капіталізації українських банків стала найголовнішою з точки зору перспектив розвитку фінансового ринку. Підвищення капіталізації банків пов'язано, пасамперед, з емісією ними своїх акцій. А це спричиняє необхідність забезпечення захисту прав акціонерів, що придбають ці акції, і протидію приходу несумлінних акціонерів, які зацікавлені лише у реалізації своїх вузькогрупових або навіть фіктивно-тіньових інтересів, що загрожуватиме стійкості банківської системи у цілому.

В Україні необхідність депозитаріїв як підсистеми інфраструктури фінансового ринку, що забезпечує ефективність операцій з фінансовими активами, була пов'язана із виникненням інститутів спільного інвестування в процесі приватизації та обліком прав власності на ці активи. Початком формування сучасної структури депозитарної системи України можна вважати прийняття Закону України «Про національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» (1997 р.). Такі інститути мали право залучати від населення, накопичувати і зберігати кошти, приватизаційні сертифікати та цінні папери. Саме тому виникнення депозитарію, як інфраструктурні інституції, покликаної виконувати ці завдання, стало необхідністю. Депозитарій виступає в ролі особливої посередницької ланки від продавця до покупця цінних паперів. Він гарантує дійсність цінних паперів, що продаються.

На сьогоднішній день функції Центрального депозитарію виконують Національний депозитарій України, Міжрегіональний фондовий союз (операції з корпоративними цінними паперами) і Національний банк України (операції з державними цінними паперами). Серед названих інституцій, Національний депозитарій є базовою організацією у вітчизняній депозитарній системі, яка інтегрована у Міжнародну систему депозитарних установ. Необхідно наголосити, що дана система знаходиться у стадії формування і не відповідає міжнародним вимогам через технологічну недосконалість по організації обігу фінансових інструментів, а також через відсутність системоутворюючих інфраструктурних складових депозитарної системи, що збільшує ризики та недовіру з боку інвесторів. Тому існує об'єктивна потреба, щоб дана система працювала на принципі незалежності, прозорості, державної підтримки з дотриманням міжнародних стандартів і рекомендацій щодо мінімізації витрат.

Фінансовий ринок відіграє роль індикатора чи барометра кон'юнктури. На практиці ця функція фінансового ринку реалізується за допомогою котирування, тобто реєстрації курсів цінних паперів. У зв'язку з цим необхідно відзначити унікальну роль фондових бірж, кількість яких у 2006 році досягла 8. Обсяг торгів з купівлі-продажу цінних паперів досяг 29,5 млрд грн. Це найбільший обсяг, який зафіксовано у порівнянні з попередніми роками. Основним організатором торгівлі цінними паперами на фондовому ринку України виступали ПФТС — 96,35 % та КМФБ. Їх питома вага в організованій частині вітчизняного фондового ринку становила 96,4 % [10, с. 8].

Її провідне місце в інфраструктурній організації механізмів торгівлі фінансовими активами дозволяє створити високоефективну інфраструктуру фінансового ринку, здатну прийняти на себе значну частину ризиків, істотно прискорити угоди і зменшити витрати. Для цього впроваджуються механізми стандартизації угод, обмеження на діяльність учасників ринку, розширення зобов'язань відносно підтримки ліквідності і надійності.

Завдання і функції фондової біржі визначаються тим становищем, яке вона займає на ринку цінних паперів як його учасник. Фондова біржа створюється в інтересах суспільства для того, щоб підтримувати і розвивати торгівлю цінними паперами і забезпечувати дотримання інтересів ринкових суб'єктів. Іншими словами, головне функціональне призначення фондової біржі по-

лягає в створенні необхідних умов для ведення ефективної торгівлі фінансовими активами.

Широкий розвиток біржової торгівлі цінними паперами з постійною публікацією курсів цінних паперів призвело до появи нової функції фондової біржі — барометра фінансового стану окремих акціонерних компаній, галузей господарства й економіки країни в цілому. Така оцінка дозволяє власникам грошових коштів і цінних паперів приймати вірні рішення про переміщення фінансових ресурсів між галузями, стимулюючи приплив інвестиційних коштів на найбільш перспективні підприємства, підтримуючи технічні і технологічні інновації та розробки, нові ефективні товари і послуги.

Нині біржовий фінансовий ринок трансформується в напрямку більш повного задоволення інтересів кінцевих споживачів (інвесторів), цьому сприяє, зокрема, акціонування бірж. При цьому, фінансовий ринок набуває все більше характеристик ринку ефектної конкуренції, як позитивних (зниження витрат, розширення інформації), так і негативних (нестабільність, складність контролю, схильність до різких коливань).

Поряд з біржовим ринком існує позабіржовий фінансовий ринок, який 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 економікою.

На думку вітчизняних економістів є доцільність у створенні Єдиної біржової системи на принципах добровільності, господарської самостійності, можливості спільного фінансування заходів і проектів, спрямованих на виконання завдань фондової системи. При цьому доступ до торгів у системі повинна забезпечуватись виключно через електронну торговельно-економічну систему бірж з метою доступу брокерських контор до торгів і зменшення витрат торговців цінними паперами на організації каналів зв'язку з центральним технічним центром.

Процеси інформатизації та комп'ютеризації додадуть новий імпульс конкурентній боротьбі на фінансовому ринку. У ній виграють інститути ринку, здатні інвестувати значні кошти в передові технології і створювати на їхній основі нові інструменти ринку, підвищувати якість послуг, знижувати трансакційні витрати.

Саме інформаційні технології, канали та засоби зв'язку відіграють сьогодні вирішальну роль у розвитку інфраструктури фінансового ринку. Інформаційні технології, які нині використані при проведенні фінансових розрахунків. Інформація, яка доступна для оперативного відтворення засобами комп'ютерної обробки, перетворюється у важливий фактор економічного розвитку на основі застосування нових технологій. При цьому важливо забезпечити належну психологічну підготовленість людей до електронних угод та дієву захищеність інформації, яка передається по мережі. Цьому буде сприяти розвиток засобів захисту інформації в мережі.

Отже, багатогранність і складність процесів інфраструктурного забезпечення функціонування фінансового ринку об'єктивно потребує активної регулятивної фінансової політики з підтримки розвитку всіх складових даної ринкової підсистеми фінансового ринку.

Література

1. *Опарін В. М.* Фінансова система України (теоретико-методологічні аспекти): Монографія. — К.: КНЕУ, 2005. — 240 с.
2. *Jochimsen R.* Theorie der Infrastruktur. — Tubingen, 1996. — 256 s.
3. *Самуельсон Н. П., Нордхаус В.* Економіка. — М., 1977.
4. *Гальчинський А. С.* Основи економічної теорії. — К.: Вища школа, 1995. — 344 с.
5. *Ткач А. А.* Інституціональні основи ринкової інфраструктури: Монографія/ НАН України. Об'єднаний ін-т економіки. — К., 2005. — 295 с.
6. *Бланк И. А.* Основы финансового менеджмента: В 3 т. — Т. 1. — К.: Ника-Центр, 1999. — 592 с.
7. *Головенкин Д.* Роль инфраструктуры в формировании экономических отношений субъектов фондового хозяйства: Автореферат диссертации на соискание ученой степени канд. экон. наук, 1998. — 32 с.
8. *Корнєєв В. В.* Кредитні та інвестиційні потоки капіталу на фінансових ринках. — К.: НДФП, 2003. — 376 с.
9. *Корнєєв В. В.* Фінансові посередники, як інститути розвитку: Монографія. — К.: Основа, 2007. — 192 с.
10. Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2006 рік // Цінні папери України. — 2007. — № 35.

Стаття надійшла до редакції 16.06.2008.