Національна академія державного управління
при Президентові України

О.М.Іваницька

Державне регулювання розвитку фінансової інфраструктури

Монографія

Київ
Видавництво НАДУ
2005

УДК 336.132:338.49(477)
ББК 65.050.9 /4УКР/
І 18

Схвалено Вченою радою Національної академії державного управління при Президентові України. Протокол № 92/12 від 12 грудня 2003 р.

Рецензенти:

В.В.Бодров, заслужений діяч науки і техніки України, доктор економічних наук, професор Національної академії державного управління при Президентові України;

О.Г.Мордвінов, доктор наук з державного управління, професор Гуманітарного університету "ЗІДМУ;

І.В.Розпутенко, доктор наук з державного управління, професор, проректор - директор Інституту підвищення кваліфікації керівних кадрів Національної академії державного управління при Президентові України.

І 18 **Іваницька О.М.**
Державне регулювання розвитку фінансової інфраструктури: Монографія. - К.: Вид-во НАДУ, 2005. - 276 с.

ISBN 966-619-170-9

У монографії розкривається сутність фінансової інфраструктури, її види та складові. Значна увага приділена аналізу стану та напрямам державного регулювання формування і розвитку фінансової інфраструктури на сучасному етапі економічних трансформацій. Розглядаються проблеми становлення формувань фінансової інфраструктури на національному, регіональному та міжнародному рівнях.

Розрахована на науковців, викладацький персонал, слухачів та студентів ВНЗ за профілем підготовки магістрів державного управління.

ISBN 966-619-170-9

УДК 336.132:338.49(477)
ББК 65.050.9 /4УКР/

© О.М.Іваницька, 2005
© Національна академія державного управління при Президентові України, 2005

Передмова

Питання розвитку фінансового ринку та його інфраструктури покладені в основу розробки загальнодержавної політики економічного зростання. На це звертали увагу багато українських вчених, зокрема О.І.Барановський, В.Г.Бодров, Н.Н.Внукова, А.С.Гальчинський, В.М.Геєць, А.О.Задоя, К.Ф.Ковальчук, В.Д.Лагутін, Т.І.Лепейко, В.І.Луговий, З.О.Луцишин, І.О.Лютий, І.В.Розпутенко, А.П.Рум'янцев, Ю.М.Уманцев, А.С.Філіпенко, А.А.Чухно, В.В.Юрчишин та ін.

Водночас потребують постійних коригувань і вдосконалень стратегія та тактика, методи й інструментарій державного управління, цього вимагає динамічна система, що вдосконалюється.

На наш погляд, необхідно, щоб державна політика на етапі економічного зростання була більш концентрованою, цілеспрямованою та виваженою. Це зумовлюється дедалі більшою кількістю взаємозв'язків в економіці, глобалізацією і, відповідно, лібералізацією фінансових процесів, поступовим нарощуванням потужності ринкових сил і механізмів, що діють у фінансовій системі. Отже, система заходів державного управління має бути позбавлена характеру дрібного опікування суб'єктів економіки та детального визначення процедур їх роботи, але містити виважені пріоритети та орієнтири. В цьому аспекті важливим є чітке виділення ключових ринків, ключових "гравців", ключових інститутів та ключових суб'єктів державного регулювання. Розглянемо кожний з них окремо.

Визначення ключових ринків має бути приведено у відповідність зі стратегічними завданнями спрямування потоку фінансових ресурсів у реальний сектор, його галузі та сфери, визначення пріоритетних територій і виокремлення завдань соціального розвитку. Ключовими ринками можуть бути певні галузеві ринки (енергетики, продовольства тощо); територіальні ринки (Східного регіону України чи Київської області); певні види та різновиди фінансових ринків з погляду їх класифікації відповідно до особливостей функціонування, основних учасників чи інструментів (наприклад, фондовий ринок України; вторинний ринок цінних паперів; ринок корпоративних облігацій).

На сучасному етапі розвитку українського фінансового ринку, на нашу думку, актуальним вважається формування ефективного вторинного фондового ринку. Сьогодні склалася ситуація щодо підтримки певних галузей, коли переважними емітентами цінних паперів, що обертаються на фінансовому ринку, і "блакитними фішками" є енергетичні підприємства та банки. Це свідчить про асиметрію фондового ринку і структурні зрушення в українській економіці. Отже, слід активніше розвивати вторинний ринок підприємств і організацій різних галузей та сфер

діяльності, при цьому, по можливості, усуваючи диспропорції територіального розвитку.

Ключовими гравцями на фінансовому ринку є інституції, які відіграють головну роль у поступальному розвитку економіки та соціальних відносин. Якщо на першому етапі розвитку фінансового ринку провідну роль відігравали банки, та на етапі економічного розвитку, коли доцільно підвищувати внутрішню інвестиційну активність суб'єктів господарювання, і отже, спрямувати зусилля на прискорене формування фондового ринку, все більше значення має надаватися групі інституціональних інвесторів і, передусім, інвестиційним фондам та компаніям. Визначаючи роль ключових гравців, важливо застосувати базові принципи, які мають полягати у встановленні конкурентних засад функціонування фінансових інституцій, визначенні аспектів їх взаємодії, окресленні системи преференцій та пільг для спрямування інституцій у певні пріоритетні сфери діяльності.

Відповідні законодавчо-нормативні акти мають бути включені в систему законодавчої інфраструктури фінансового ринку.

Визначення "ключових інститутів" передбачає встановлення базових норм та правил, понять, які становитимуть основу фінансової політики держави. На сьогодні такими базовими поняттями є "фінансова стабільність", "зменшення ризику", "гармонізація з європейськими структурами". У свою чергу, ці поняття можна розкласти на систему показників, які характеризують стандарти діяльності, рівень допустимих ризиків, прибутковість.

Виділення ключового органу державного управління потребуватиме детермінації суб'єкта, функціональна спрямованість роботи якого, а також система повноважень, структура та підпорядкування дадуть змогу реалізувати засади політики регулювання фінансового ринку. Зокрема, на етапі становлення банківського сектора ключовим органом був Національний банк України. В умовах підвищення значущості фондового ринку дедалі більшого значення набуватиме робота Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку або формування нового органу, що координував би фінансовий ринок загалом.

Наведені зауваження безпосередньо стосуються фінансової інфраструктури та державного регулювання її розвитку. Фінансова інфраструктура виступає як оболонка, що дає змогу функціонувати фінансовим ринкам, встановлює правила гри, норми, темпи і режим роботи її складових. Ця інфраструктура, як показано в монографії, визначає фінансовий та економічний розвиток регіонів і держави в цілому та можливості її виходу на світогосподарські ринки.

Отже, виявлення ключових підходів до фінансової інфраструктури й напрямів її розвитку дасть змогу чіткіше виділити пріоритети та напрями державного регулювання економіки України у період її зростання.

Розділ 1

Теоретико-методологічні основи дослідження функціонування фінансової системи та фінансових ринків

1.1. Сучасна парадигма фінансової системи та фінансових ринків

Фінансова система є сукупністю різних сфер та аспектів фінансових відносин, у процесі яких створюються та використовуються грошові фонди [111]. Зазначимо, що грошові фонди можуть набувати різних видів і форм, переміщуватися з однієї галузі в іншу, від одного економічного агента до другого чи до багатьох інших.

Згідно із загальноприйнятим визначенням роль фінансової системи полягає в тому, що вона є засобом просування заощаджень у реальні інвестиції. Заощадженнями називається потік доходів, які не витрачені на придбання товарів або послуг, що споживатимуться у поточному році. У сфері бізнесу заощадження включають чисті доходи, що залишаються після сплати податків, дивідендів та здійснення інших грошових виплат. Заощадження урядів виникають у разі перевищення надходжень до бюджету над витратами. Вільні кошти можуть з'являтися в одних країнах і "переливатися" по грошових каналах до інших. Під реальними інвестиціями розуміється придбання реальних активів (будівель, обладнання, автомобілів, устаткування, цінних паперів тощо) тривалого вжитку. Фінансова система створена для забезпечення та полегшення взаємовідносин тих, хто має заощадження, і тих, хто потребує фінансових ресурсів.

Фінансова система - це складна економічна система, що має свої особливості розвитку, головною з яких є те, що в ній циркулюють фінансові активи замість реальних.

У науковій та навчальній літературі широко відображені функції фінансової системи. Як приклад можна навести відомий у західному світі підручник Пітера Роуза [296, с. 9-13], де зазначено, що фінансова система:

• організує посередництво у фінансових операціях;

• створює чи сприяє створенню як фінансових, так і реальних активів;

• оперує механізмом сплат;

• надає ліквідності фінансовим інструментам;

• забезпечує позиками або кредитами у різних формах, що дає змогу переміщати капітал з одних галузей в інші, з одних секторів економіки в інші;

• здійснює управління ризиками;

• сприяє стабілізації економіки та запровадженню урядом бажаної політики: у фінансових системах здійснюється регулювання обсягів грошової маси, керування процесами розширення або згортання виробництва, залучення інвестицій, міжнародних кредитів, які опосередковано впливають на розвиток торгівлі з іншими державами або захищають національні ринки;

• забезпечує різноманіття засобів збереження багатства.

Виконуючи останню функцію у фінансовій системі, її агенти враховують кілька факторів: по-перше, існування різних категорій інвесторів, що роблять вибір між різними формами збереження, і, по-друге, економіко-юридичну інфраструктуру, яка обмежує гравців фінансової системи у виконанні деяких фінансових операцій. У першому випадку фінансові агенти мають зважати на інтереси групи споживачів, які відрізняються різним ставленням до ризику, а саме: ті, хто може і бажає ризикувати; ті, хто може брати на себе поміркований ризик; ті, хто не хоче або не може ризикувати взагалі. Кожному з цих типів фінансова система має пропонувати свій набір активів, який би відповідав їх цілям та завданням. З огляду на обмеженість фінансових агентів слід зазначити, що в більшості країн діє суворе антимонопольне законодавство, яке забороняє чи обмежує певні фінансові інститути здійснювати ту чи іншу діяльність та застосовувати певні інструменти фінансового ринку. Щоб уникнути заборон і залучити якомога більше споживачів, кредитно-фінансові установи розробляють та пропонують клієнтам багато різноманітних інструментів, що застосовуються в межах встановлених правил та повноважень.

Фінансова система не є статичною, в ній постійно відбувається рух потоків фондів зі значно більшою інтенсивністю, ніж потоків фондів в інших економічних системах та на інших ринках (рис.1.1).

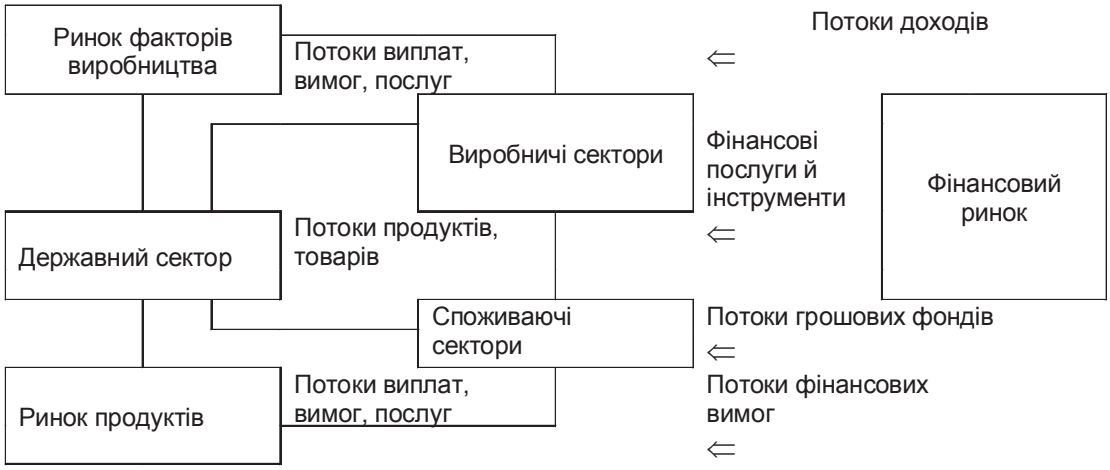

Рис. 1.1. ***Потоки фондів, продуктів, послуг на ринках економічної системи***

Отже, в динаміці свого розвитку фінансова система описується поняттям фінансового потоку. Існує кілька визначень терміна "фінансовий потік". О.В.Васюренко і Г.М.Азаренкова, зокрема, фінансовий потік визначають як "цілеспрямований рух, зміну (обсягів, форм і видів) фінансових ресурсів певного суб'єкта господарювання, що відбувається спільно з відповідними йому грошовими потоками" [48, с. 33]. Грошовий потік, у свою чергу, відрізняється від фінансового відсутністю таких складових, як дивіденди і податкові платежі [172, с. 242]. Л.Харріс виокремлює головну умову існування фінансового потоку, пов'язану з обліком часу [257, с. 10].

Визначення співвідношення між фінансовим потоком і фінансовою системою є важливим з огляду на те, що фінансова система наповнює, структурує та забезпечує неперервність фінансових потоків у часовому та просторовому вираженні. Особливістю її є те, що вона створює величезний масив фіктивних, віртуальних потоків, які багаторазово перевищують реальні, що їх утворили. Ця особливість відображена на рис. 1.1 як відчутне посилення опосередкованого впливу фінансових ринків на суб'єктно-об'єктну частину реального світу, нашарування властивих фінансовій системі штучних утвореннями, що значно посилюють її "відгук" на запити інших секторів.

Фінансова система є неоднорідною за структурою, вона охоплює численні ринки, фінансові інститути, нормативно-правові системи, циркулюючі потоки фінансових активів і пасивів

тощо. Однією зі складових фінансової системи є фінансові ринки. Ринок - це складне багатофункціональне поняття, що неоднозначно трактується у вітчизняній літературі.

Слід звернути увагу на еволюцію поглядів на фінансовий ринок у вітчизняній науковій думці. На початку 90-х рр. загальноприйнятим було визначення фінансового ринку через поняття фінансові (грошові) відносини. Зокрема, колектив авторів одного з перших навчальних посібників за редакцією Ф.М.Федосова визначав фінансовий ринок як "грошові відносини, що складаються у процесі купівлі-продажу фінансових активів під впливом попиту та пропозиції на позичковий капітал, рух якого втілюється в цінних паперах" [237, с.72]. У такому трактуванні фінансового ринку не враховується кілька важливих аспектів. По-перше, не виокремлено суб'єктну частину фінансового ринку. До того ж на сучасному фінансовому ринку здійснюється не лише купівля-продаж активів, а і їх обмін, перебирання на себе ризику володіння ними, розпорядження, передача прав власності та багато інших операцій. Крім того, капітал на фінансовому ринку набуває форми не тільки позичкового, а й акціонерного, спекулятивного тощо, які суттєво відрізняються від позичкового за формою, ознаками та особливостями обігу. Нарешті, позичковий капітал втілюється не тільки у цінних паперах, а і в багатьох інших інструментах. Іншим авторам властиві більш всеохопні визначення поняття. Наприклад, А. Гальчинський визначає фінансовий ринок як специфічну сферу економічних відносин, де відбувається купівля-продаж фінансових ресурсів [57, с. 124]. Відповідно вчені-правознавці визначають фінансовий ринок як сукупність правових відносин грошового характеру, які виникають між його учасниками в процесі купівлі-продажу фінансових активів під впливом попиту і пропозиції на позиковий капітал [149, с. 6].

В Україні з розвитком фінансових відносин поступово формувались інші погляди на роль, функції та складові фінансового ринку. Зокрема, в роботах українських вчених зосереджувалася увага на особливостях фінансового ринку, що відрізняли його від інших структур.

Такі погляди, зокрема, поділяє О.Д.Василик, який зазначав, що фінансовий ринок - ланка фінансової системи, яка створює і використовує фонди фінансових ресурсів у тих випадках, коли інші ланки фінансової системи не можуть діяти ефективно [49, с. 25].

Досить поширений підхід, згідно з яким фінансовий ринок розглядається як особливий механізм взаємодії учасників ринку (інвесторів, фінансових посередників, позичальників) з метою залучення інвестицій [86, с. 9; 162, с. 155], механізм перерозподілу грошових коштів між окремими галузями та секторами [56, с.60]. Деякі автори уточнюють, що за допомогою ринкового механізму фінансової системи формуються не просто кошти, а ті, що є вільними у певний час [142, с. 7]. Отже, на думку авторів, всередині фінансових ринків породжуються їх власні ресурси.

Таке трактування фінансового ринку як механізму приписує, на наш погляд, невластиві йому функції та ролі. Основні розбіжності між підходами полягають у ступені наділення фінансового ринку активними чи пасивними проявами. Розглянемо, що розуміється під фінансовим механізмом з огляду на подані у тритомній Економічній енциклопедії терміни. Як зазначається в ній, "фінансовий механізм - комплекс спеціалізованих і законодавчо закріплених форм і методів створення та використання фінансових ресурсів для забезпечення економічного розвитку і соціальних потреб громадян, ... методичні, організаційні та правові положення і заходи, що забезпечують функціонування фінансів в економіці" [78, с. 817].

Отже, поняття механізму передбачає наявність чітко вираженої суб'єктної складової та цілепокладання. Фінансовий ринок здатний до самоактивізації й саморегулювання через ринкові сили в загальноприйнятому розумінні, але не можна принижувати роль цілеспрямованого впливу, що справляють на ринок та його інститути певні інституції ззовні, через спеціальну оболонку, що формується за рахунок елементів фінансової інфраструктури, що буде розглянуто далі. Отже, фінансовий ринок являє собою не стільки механізм, скільки потребує його створення шляхом системного впливу державних і ринкових сил, а також інтересів професіоналів і непрофесіоналів ринку, регіональних структур, сил та течій глобального середовища.

В одному з визначень фінансовий ринок окреслюється як механізм перерозподілу капіталу між кредиторами і позичальниками за допомогою посередників та фінансових інститутів на основі попиту та пропозиції на капітал.

Інші автори визначають фінансовий ринок як "систему торгівлі фінансовими інструментами або активами", уточнюю-

чи, що національні фінансові ринки - це інтернаціоналізовані торговельні майданчики, де квазінаціональні суб'єкти оперують у рамках національного законодавства фінансовими інструментами, у тому числі й грішми [30, с. 291]. Фактично автор монографії ставить акцент на функції ринку зі здійснення операцій купівлі-продажу інструментів, не згадуючи багатьох інших важливих функцій фінансового ринку, зокрема створення активів, їх оцінки тощо.

Фінансовий ринок також розглядають через його різні складові. Зокрема, поширений підхід, за яким фінансовий ринок трактують крізь призму інституціональної складової як сукупність кредитно-фінансових інститутів, що спрямовують потік грошових коштів між позичальниками та надлишковими секторами [85, с. 403]; через різні інструменти фінансового ринку та його послуги [34; 59]. Одним з таких трактувань є визначення фінансового ринку як "загальної назви ринку капіталів (інвестицій), кредитних ринків, ринків цінних паперів, валютно-грошових ринків" [197, с. 367]. Згідно з іншою дефініцією фінансовий ринок є мережею спеціальних (банківсько-фінансових) інститутів, що забезпечує взаємодію попиту і пропозиції на гроші як специфічний товар, їх взаємне врівноваження [57].

Будь-яке трактування фінансового ринку через його складові, на нашу думку, є концептуально обмеженим з огляду на те, що складових ринку стає все більше, і з часом ці визначення стають неповними і неточними. Насамперед, у вищенаведеному визначенні відсутні такі вагомі складові фінансового ринку, як ринок похідних інструментів, ринок кредитних і фінансових послуг тощо. До того ж фінансовий ринок як складна система повинен містити певний об'єднувальний елемент, що додаватиме цій структурі синергетичного ефекту. Отже, неправильно розглядати фінансовий ринок без такого елемента, як фінансова інфраструктура.

У багатьох зарубіжних виданнях фінансовий ринок ототожнюють з ринком грошей або ринком капіталів [58; 75]. Цей підхід передусім визначений особливістю трактування в іноземній літературі грошових коштів як основної компоненти фінансового ринку. Однак під грошовими коштами зарубіжні вчені й фахівці розуміють досить широке коло інструментів ринку, які згадуються безпосередньо у визначеннях. Як приклад можна послатися на дефініцію, наведену у словнику Баррона:

фінансовий ринок - це ринок для процесів обміну капіталів та кредитів для потреб економіки. Також зазначається, які саме ринки існують і на виконання яких основних операцій вони спрямовані [301, с. 263].

Різне трактування фінансового ринку пояснюється його складною структурою і, крім того, відсутністю бачення його як системи, що має не тільки комплекс взаємопов'язаних елементів, а й нові властивості, які зумовлюють її відмінність від інших ринків. Отже, слід знайти основні, імманентні фінансовій системі складові і визначити, як на них може діяти система цілеспрямованих важелів державного управління.

1.2. Особливості функціонування та складові фінансових ринків

Особливості фінансового ринку як об'єкта державного управління найкраще можна сформулювати через структурно-функціональний аналіз його функціонування. Одним з аспектів такого аналізу може виступати трактування фінансового ринку крізь призму реалізації його функцій, головна з яких полягає в трансформації тимчасово вільних грошових коштів у позичковий капітал. Крім того, окреслимо базові складові фінансових ринків для пояснення подальшого викладення нашої концепції.

Внутрішню економіку будь-якої країни можна схематично зобразити у вигляді схеми взаємодії трьох секторів - домогосподарств, фірм та уряду, секторів, які можуть бути дефіцитними або надлишковими. Сектори, що продукують надлишок, мають доход, що перевищує споживання. Це, як правило, домогосподарства. До дефіцитних секторів, в яких доход менше за споживання, належать уряд, а також різноманітні структури бізнесу. На фінансових ринках відбувається перелив капіталів від надлишкових до дефіцитних секторів на основі дії ринкових законів з їх специфічними проявами. Отже, з одного боку, існують надлишкові сектори, що продукують заощадження. Однак ці заощадження можуть осідати як запаси, приховані для інвестування. Тоді виникає завдання не тільки виявити й оцінити розмір збережень, а й стимулювати їх перетворення із запасів на потоки, що спрямовуватимуться в певні галузі, сфери та простори. Державна політика може активізувати чи гальмувати ці процеси, "проторити русло" у пріоритетні напрями інвестування чи протидіяти раціональному використанню коштів.

Сучасні фінансові ринки характеризуються великими масштабами, використанням різноманітних інструментів та їх складністю, а також величезною інтенсивністю операцій купівлі/продажу та обмінів, які обчислюються мільйонами одиниць за день. Необхідність орієнтації в інформації фінансових ринків породжує інформаційну галузь, що обслуговує ці ринки. Точність цієї інформації є значно важливішою вимогою до функціонування фінансових ринків, ніж до реальних. Неточний прогноз щодо фінансових інституцій чи інструментів, зроблений на підставі недостовірних даних, породжує кризи, банкрутства, зниження довіри до фінансової системи загалом. Інформація стає важливою невід'ємною складовою фінансового ринку, виражаючись у системі індикаторів та параметрів його роботи. Фактично аналітична інформація набуває значення не лише ресурсу фінансової системи, а й формується як споживна вартість, результат використання якої має конкретне вираження у вигляді доходу [114].

Для фінансових ринків характерним є досить велике коло учасників, яке розширюється в міру підвищення рівня інвестиційної культури населення країни [111]. Основними учасниками фінансових ринків є: первинні інвестори, тобто власники вільних фінансових коштів, які залучаються банками або іншими фінансовими посередниками і перетворюються на позичковий капітал; спеціалізовані посередники; позичальники. Якщо позиції інвесторів та позичальників протилежні з огляду на їх інтереси та наміри, посередники намагаються узгодити ці інтереси і вирішити свої проблеми, як-то: отримання вигоди від допомоги при укладанні угод, оптимізація (а не зменшення) фінансових ризиків, скорочення власних та загальних трансакційних витрат. Крім того, роль фінансових посередників полягає в залученні заощаджень і спрямуванні їх в інвестиції; акумулюванні незначних сум грошових коштів від надлишкових секторів і перетворенні їх на великий позичковий капітал з подальшою тимчасовою передачею його дефіцитним секторам; забезпеченні диверсифікації та ліквідності активів, що належать фізичній або юридичній особі. До фінансових посередників належить низка інституцій: комерційні, ощадні та інші види банків, кредитні спілки, інвестиційні фонди і компанії, деякі інші фінансові інституції. Позичальники виступають одержувачами позики або будь-якого фінансового активу і використовують цей

актив згідно зі своїми планами. Всю систему пронизує мережа закладів обслуговування фінансових ринків - фінансова інфраструктура, яка об'єднує біржі, сучасні системи комунікації, посередницькі контори тощо.

Переважна більшість ринкових суб'єктів діє на підставі ділових контрактів та бере на себе зобов'язання та права, які мають форму цінних паперів. Ринок позичкових капіталів - це особлива сфера фінансових відносин, пов'язаних із забезпеченням кругообігу позичкового капіталу. Отже, структура фінансового ринку, як зазначається у більшості праць, присвячених визначенню ролі фінансового ринку, включає грошовий ринок і ринок капіталу [185, с. 57]; ринок цінних паперів, кредитний, валютний ринок [162, с. 155]; банківський ринок, ринок цінних паперів і страховий ринок; грошовий ринок, ринок капіталів і строковий ринок [231].

Фінансовому ринку властиві ознаки звичайного, але дія ринкових законів на цьому ринку має свої особливості. Характерним проявам економічних законів, рівноваги попиту і пропозиції, ціноутворення на фінансових ринках присвячені роботи В.Шарпа [297], Дж.Лінтнера [291], Дж.Моссена [294] та багатьох інших вчених. Фінансовим ринкам властивий консерватизм: на них пропонується обмежена кількість інструментів, однак споживачі фінансових ринків мають здійснювати вибір між старими та новими інструментами ринків, між різними видами інструментів, між інститутами, що їх пропонують, а також між різними фінансовими ринками.

Учасник фінансового ринку, приймаючи інвестиційне рішення, керується власними фінансовими позиціями, рівнем передбаченого ризику та своїми цілями інвестування. При цьому від особи, що приймає рішення, слід очікувати раціональної поведінки, тобто того, що вона вибере найбільшу сподівану корисність результату. Цей постулат відображено в теорії раціональних сподівань Дж. фон Неймана та О. Моргенштерна.

Ринкова рівновага на фінансовому ринку (що формується на підставі попиту та пропозиції на капітал) залежить від очікуваного доходу, отриманого від придбання/продажу фінансових активів, на який, у свою чергу, впливає і властивий фінансовому інструменту ризик. У зв'язку з тим, що фінансові інструменти мають різні ліквідність, строки погашення, номінальні ставки доходу та іноді різницю в оподаткуванні, вони підляга-

ють ризику різного ступеня і забезпечують інвесторам неоднаковий доход. Для того, щоб спонукати інвесторів вкладати кошти в інструменти, яким властивий певний ризик неплатежу, необхідно як компенсацію запропонувати їм премію за ризик. Це сума можливого виграшу, від якого несхильна до ризику людина готова відмовитися, щоб не ризикувати. Чим більше ймовірність невиконання позичальником своїх зобов'язань, та більше ризик неплатежу, тим більше розмір премії, що очікується на ринку пропозиції капіталу.

Премія за ризик є, по суті, різницею між процентами, що пропонуються на позичені кошти. Процент - плата, яку сплачує позичальник за користування позиченими коштами. На фінансовому ринку пропонується декілька видів процента: облігаційний, банківський, позичковий, депозитний, обліковий, міжбанківський, дисконтний, процент на репо операції тощо. Кожний з цих видів відіграє певну роль на фінансовому ринку. В економічній думці всебічно висвітлюються різні теорії процентних ставок. Класична теорія процентних ставок була розглянута британськими економістами в XVIII-XIX ст. і пізніше розвинута в роботах Бом-Баверка та Ірвінга Фішера.

Розглянемо основні функції фінансових ринків. Першою, визначальною функцією є перерозподіл фінансових ресурсів тими, хто має їх надлишок, тим, хто потребує їх для виробничого або позавиробничого споживання. Другою функцією є агрегування капіталу для інвестування великого проекту. Не кожний проект може бути життєздатним: на фінансових ринках у той чи інший спосіб здійснюється відбір проектів, тим самим створюються умови для розвитку одних галузей чи сфер діяльності і стримується розвиток інших. Також здійснюється функція моніторингу, яка полягає в спостереженні за тим, чи має позичковий капітал цільове призначення і використання. Важливою функцією є передача, розподіл, об'єднання та диверсифікація ризиків, спрямована на унеможливлення неповернення боргу і невиконання умов фінансового контракту, завдяки чому знижується ризик неотримання доходів. Фінансові ринки створюють умови для налагодження контактів між суб'єктами господарювання, укладання контрактів, урізноманітнюють зв'язки підприємств.

Одна з відмінностей фінансових ринків від ринків товарів або послуг полягає у великому ризику виконання операцій, а

також у ціні невдач. Банкрутства у фінансовій системі набагато більше впливають на зниження довіри до уряду, ніж банкрутства торговельно-промислових підприємств.

Фінансові ризики можуть бути згруповані у дві категорії: систематичний або ринковий ризик, притаманний усім рішенням, що приймаються в умовах невизначеності та інформаційної неповноти, та специфічний ризик, зумовлений використанням саме цього ресурсу фінансового ринку. Для запобігання ризику існують різні стратегії, до яких вдаються фінансові інститути або дилери і трейдери фінансових ринків, інвестиційні керуючі інвестиційних фондів тощо.

До *першої стратегії*, яка найбільш притаманна страховим компаніям, слід віднести стратегію об'єднання ринків.

В її основу покладено спільне бажання багатьох людей застрахувати себе від нещасних випадків, втрати майна чи його частки, смерті. За теоремою великих чисел, на якій базується багато викладок математичної статистики, розподіл ймовірностей того, що нещасні випадки або смерть настануть у певний проміжок часу, підпорядковується нормальному закону розподілу ймовірностей. Таким чином, щодо кожного об'єкта страхування можна приблизно на 50% бути впевненим, що страховий випадок не станеться, і приблизно на 50% - що він відбудеться. Чим більша кількість людей, що страхуються, тим більше ймовірність того, що це співвідношення наближатиметься до межі 50%, але не перевищуватиме її. Страхова компанія усереднює ставку, яку бажає сплатити суб'єкт, не схильний до ризику, і додає витрати на оформлення страхового полісу. За цією ставкою компанія пропонує свої послуги. Вона може коригуватися внаслідок прибуткового розміщення залучених коштів на інших ринках, зокрема фондовому. Ефективність такої стратегії залежить від кількох факторів: по-перше, від умови незалежності ризиків, тобто кожний випадок смерті або нещастя трапляється незалежно від іншого; по-друге, від можливості запобігання моральному ризику. Крім того, якщо відбір людей, що страхуються від ризику, зроблено некоректно, наприклад люди мають такі риси характеру, як необачливість, розсіяність, то фінансова інституція зазнає збитків і, як результат, завищує ставки.

Другою стратегією, яка притаманна фінансовим ринкам, є диверсифікація. Це урізноманітнення інструментів, видів операцій, клієнтів, з якими працюють фінансові установи, з метою

зменшення ризиків можливих втрат капіталу і доходів від нього в умовах зміни ринкової кон'юнктури.

Стратегія диверсифікації відображена в працях лауреата Нобелівської премії професора Д.Тобіна, а також Д.Хікса, Г.Марковіца та інших, яка покладена в основу сучасної теорії портфелю. Згідно з цією теорією, розподіл ресурсів між різними напрямами використання знижує ризикованість прийняття інвестиційного рішення. Диверсифікація дає змогу уникнути специфічного ризику, тобто ризику інвестування саме в цей інструмент фінансового ринку, отже, залишається незмінним систематичний ризик.

До цієї стратегії вдаються банки, коли уникають надання позик одному чи декільком клієнтам великими сумами. Згідно з чинним законодавством Європейського Союзу існує обмеження щодо великих ризиків та стосовно істотної участі - прямого чи опосередкованого володіння 10% або більше капіталу або прав голосу. Крім того, в більшості розвинутих країн Північної Америки та Європи не дають позику одному клієнтові, розмір якої перевищує 10% від коштів фінансових установ. Крім того, загальний обсяг заборгованості з урахуванням позабалансових зобов'язань за всіма кредитами, виданими банком, узгоджується з обсягом власних коштів банку і зважується на рівень ризику.

Принцип диверсифікації застосовується також у роботі фінансових інститутів з цінними паперами. Інститути фінансових ринків формують портфелі цінних паперів, які включають цінні папери або різних видів, або одного виду, але ті, що випущені різними емітентами. Деякі фінансові інститути, зокрема взаємні фонди, спеціалізуються саме на створенні та управлінні диверсифікованими портфелями цінних паперів.

Третьою стратегією є перекладання ризику за певну плату на іншу фізичну або юридичну особу. Цей процес дістав назву хеджування (hedging, у деяких працях використовуються терміни "хеджирування", "хеджінгування").

Фінансові ринки вартісно відповідають ринкам реальних активів, тобто споруд, механізмів та автоматичних ліній, обладнанню, але за розміром в більшості розвинених країн перевищують реальні активи. В Україні та інших країнах з перехідною економікою фінансові ринки менші від ринків реальних активів, що пояснюється нерозвиненістю фінансових ринків, незавершеністю процесів приватизації, недосконалою оцінкою матеріальних об'єктів.

Фінансові інституції домінують на більшості фінансових ринків як позичальники або боржники. Активи фінансових інституцій приблизно дорівнюють половині суми реальних активів. Більшість фінансових ринків має широке коло дебіторів і боржників, які діють на засадах вільної конкуренції. Кілька ринків є дуже концентрованими і монополістичними. Їх прикладом є ринки ф'ючерсних контрактів та опціонів, ринки євровалют, страхові ринки.

На світовому фінансовому ринку кількість довгострокових активів (з терміном погашення 5 і більше років) перевищує кількість короткострокових. Найбільшу питому вагу серед довгострокових активів становлять акції. Серед короткострокових активів переважають готівка і депозитні рахунки. Домогосподарства мають справу з обмеженою кількістю фінансових ринків. Вони переважно є кредиторами на ринку готівки і депозитів, страхування життя і пенсій, утримують акції, а також виступають позичальниками споживчого кредиту і позик під заставу.

Частка нефінансових корпорацій та урядів у загальному обсязі позик є незначною, як правило, вони відіграють роль боржників. Нефінансові корпорації позичають в основному філіям або дочірнім підприємствам. Уряди є позичальниками стратегічно важливих галузей або в умовах адміністративної економіки чи інших в окремих випадках - державних підприємств. Грошові ринки, на яких здійснюється обіг цінних паперів скарбниці (в Україні - Державного казначейства), уряду та інших короткострокових паперів - це сфера, в якій реалізується грошово-кредитна політика.

Характерною особливістю фінансових ринків є їх інтернаціональний характер. Суттєвий міжнародний вплив справляється на формування структури та інфраструктури ринку. Процеси глобалізації визначають правила і стандарти функціонування ринків, формують особливості звітності, окреслюють напрями розробки комунікаційних мереж. Законодавство, яке регулює відносини учасників ринку, має бути узгодженим і гармонізованим з міжнародним.

Функції фінансових ринків перетинаються і перерозподіляються між різними структурами фінансового ринку. На них елементною базою виступають інструменти, які набувають різноманітних форм та видів, хоча їх кількістю значно менша, ніж інструментів реальних ринків.

Серед інструментів фінансових ринків виокремлюють такі: ринкові цінні папери (акції, облігації); боргові зобов'язання, що обертаються (депозитні сертифікати); папери міжбанківського ринку (векселі скарбниці, державні облігації); зобов'язання у вигляді ринкових паперів (депозитарні свідоцтва).

За метою випуску розрізняють цінні папери грошового короткострокового ринку та інвестиційного призначення. До першої групи відносять короткострокові цінні папери з терміном обігу від одного дня до одного року (банківські, скарбничі та комерційні векселі, чеки, депозитні та ощадні сертифікати). Другу групу утворюють цінні папери, які утримуються власником або власниками більше від шести місяців (акції, облігації). В свою чергу, інвестиційні папери поділяються на боргові (облігації, що є зобов'язанням емітента виплатити основну суму боргу та проценти або інші доходи) і ті, які є титулами власності і передбачають участь їх тримача у власності корпорації-емітента (акції).

Особливу групу становлять іммобілізовані папери портфельних операцій, тобто такі, що вкладені в портфельні операції на тривалий строк з метою отримання вигоди без можливості втручання в управління емітента.

Залежно від спрямування операцій, в які залучені цінні папери, вони розподіляються на фондові та торговельні (комерційні). Фондові інструменти (акції, облігації) обертаються на фондових ринках, випускаються великим тиражем і є або безстроковими, або зі строком дії понад один рік. Торговельні цінні папери мають на меті обслуговування торговельних операцій та процесів переміщення товарів. Вони є борговими зобов'язаннями недержавних емітентів і не мають спеціального забезпечення (заставної).

Залежно від ролі на фінансових ринках цінні папери бувають основними, допоміжними та похідними. До *основних* належать акції та облігації, операції з якими формують більшість операцій фінансового ринку. *Допоміжні* (чеки, векселі, сертифікати) використовуються з метою обслуговування комерційних розрахункових або інших операцій. *Похідні* засвідчують право на купівлю та продаж основних цінних паперів. До цієї групи належать варранти, опціони, фінансові ф'ючерси, свопи тощо.

За строком погашення цінні папери класифікують таким чином: коротко-, середньо- та довгострокові, безстрокові та дов-

гострокового погашення [31;49;162]. Деякі папери підлягають погашенню тільки в обумовлений строк, інші - в будь-який строк. Окремі цінні папери (ретроактивні) можна погасити раніше.

За процедурою нарахування доходу розрізняють папери з фіксованим, змінним доходом та цінні папери, доход за якими безпосередньо залежить від розміру чистого прибутку підприємства (прості акції, інвестиційний сертифікат). На папери з фіксованим доходом нараховується фіксований процент (облігації, привілейовані акції), а на папери зі змінним доходом - змінний процент, коливання якого, як зазначається при випуску, прив'язане до параметра, визначеного на міжбанківському ринку, ринку облігацій або на євроринку. Крім того, на фінансових ринках циркулюють цінні папери, доход за якими виплачується обов'язково, а також у разі отримання емітентом прибутку.

Розрізняють цінні папери з одно- та багаторазовою (постійною) виплатою доходу.

За ознакою належності прав власника цінні папери розподіляються на такі види:

• ті, які належать пред'явнику документа (цінні папери на пред'явника);

• ті, право вимоги платежу або участі в управлінні за якими належить особі, вказаній у цінному папері (іменні цінні папери);

• ті, в яких вказана особа (особи), що може реалізувати зазначені права, сама або своїм розпорядженням чи наказом може призначати іншу правомочну особу (ордерні цінні папери).

Права щодо іменних цінних паперів передаються в порядку перепоступки вимоги (цесії). При цьому особа, що передає право по цінному паперу, не несе відповідальність за виконання вимоги. У разі використання ордерних цінних паперів на документі робиться передатний напис (індосамент), а особа, що здійснила його (індосант), відповідає за реалізацію права по цінному паперу.

Цінні папери мають різну форму: вони можуть бути представлені у вигляді окремого сертифікату (документарна форма) або у вигляді запису в реєстрі, в угоді та в комп'ютері (бездокументарна форма). Бездокументарна форма обліку цінних паперів дає змогу встановлювати власника цінного паперу на підставі запису в системі ведення реєстру власників цінних паперів або в разі їх депонування - на підставі запису на рахунку

депо. Рахунки депо розміщуються в облікових регістрах зберігача цінних паперів - депозитарію. Депозитарій - це суб'єкт підприємницької діяльності, що веде для зберігачів та емітентів рахунки цінних паперів, на яких здійснюється депозитарний облік. Зберігачем цінних паперів може бути комерційний банк або торговець цінними паперами, який має дозвіл на здійснення операцій зберігання та обслуговування обігу іменних цінних паперів і цінних паперів, які передані йому на підставі договору про відкриття рахунку депо. Останній включає в себе анкету рахунку депо і сукупність операційних записів, які містять інформацію про цінні папери, що перебувають на рахунку.

Низка країн вже відмовилася від документарної форми цінних паперів (наприклад, Швеція), а в деяких паралельно перебувають в обігу обидві форми.

Відносно кожного з інструментів, який просувається на фінансовий ринок, потенційний покупець може отримати на фінансовому ринку таку інформацію: які існують можливості придбання стандартизованої або нестандартизованої кількості активів; хто виступає головним продавцем або гравцем, що оперує з певним активом; як оплачуються послуги учасників угоди (контрагентів, дилерів); чи має певний актив дату погашення або закінчення строку дії; наскільки він є ліквідним; як визначається його ринкова вартість.

Існують такі види фінансових ринків. *Національні* ринки функціонують у межах національних територій та оперують переважно національною валютою. *Іноземні* мають активи, які деноміновані в іноземних валютах і перебувають в обігу на території іншої держави. До цих активів вдаються, як правило, у двох випадках: коли здійснюються інвестиції в економіки або галузі, які розвиваються швидше, ніж на вітчизняних ринках; коли очікують приріст надходжень внаслідок флуктуацій (коливань) валюти у бажаному напрямі. *Міжнародні* ринки - це великомасштабні ринки, які об'єднують учасників багатьох країн світу.

Кожному з цих ринків властиві свої переваги та недоліки. Наріжним каменем кожного із цих типів ринків є доступність інформації та непередбачуваність ситуації. Входження контрагентів на національний ринок контролюється центральними банками, законодавчою та виконавчою владою, що гальмують або стимулюють ділову активність. Можливі труднощі, які можуть виникнути в інвестора на іноземних ринках, є не-

адекватна фінансова інформація та нормативно-правова база. Крім того, інвестори, які діють на нових фінансових ринках, стикаються з політичним та валютним ризиком, неліквідністю активів, що залучаються, високими податками. Вихід на іноземний ринок вимагає додаткових трансакційних коштів, а для того, щоб уникнути надмірних витрат в розрахунку на одиницю активу, вдаються до купівлі/продажу досить високого обов'язкового мінімуму (лоту) певних інструментів.

На ринках будь-якого рівня діють певні міжнародні нормативи та правила, що є обов'язковими для їх учасників. Особливо це стосується міжнародних ринків, де національні кордони є вкрай розмитими, а операції здійснюються на підставі загальних фінансових законів та правил.

1.3. Інститути та інституції грошового ринку та ринку капіталів

Грошові ринки об'єднують ринки короткострокових активів, які мають високий рівень ліквідності. *Ринок грошей* - це частина ринку позичкових капіталів, де здійснюються короткострокові (строком від одного дня до одного року) депозитно-позичкові операції, які обслуговують рух обігового капіталу компаній, короткострокових ресурсів банків, держави та приватних осіб. Гроші є товаром, який швидко псується. Якщо фонди не інвестуються відразу після їх надходження, вони знецінюються, тому більшість операцій грошових ринків здійснюється протягом хвилин чи секунд.

Грошовий ринок є дуже великим, тобто на ньому може здійснюватися величезна кількість трансакцій. Він є одним з найбільш ефективних ринків світу, оскільки час реагування на зміну вартості фінансового інструменту цього ринку є дуже незначним. Як тільки стає відомо, що цей інструмент пропонує занадто високі доходи, миттєво виникає потік замовлень на нього. Якщо ж цінні папери є переоціненими (доход на них є невеликим), то дилери миттєво позбавляються таких активів. Як правило, на цьому ринку здійснюється обіг найбільш надійних короткострокових інструментів (казначейських цінних паперів, облігацій внутрішньої державної позики, фінансових активів найбільш відомих фірм тощо). Рух грошей відбувається відповідно до різниць у рівнях прибутку та ризику. За посередництвом кредитного механізму грошового ринку здійснюються великі операції в максимально короткі строки.

Інституційна структура грошового ринку включає банки, брокерські та дилерські компанії, інші фінансово-кредитні установи. Одним з інститутів грошового ринку є хеджеві фонди, які оперують з ультракороткими кредитами на великі суми.

Джерелами ресурсів на грошових ринках є переважно кошти, які акумульовані фінансовою системою у компаній, приватних осіб та банків. Основними позичальниками на цьому ринку виступають промислові та торговельні компанії, кредитно-фінансові інститути, держава. На цьому ринку держава запроваджує механізми грошово-кредитної політики, регулює ліквідність ресурсів грошового ринку.

На грошовому ринку попит формують фірми, які беруть позики для фінансування оплати праці, матеріалів, торговельного кредиту. Позикодавцями виступають домогосподарства і фірми, які бажають утримувати ліквідні резерви.

Грошовий ринок поділяється на обліковий, міжбанківський та валютний ринки. До фінансових інструментів *облікового ринку* належать векселі скарбниці та комерційні векселі (тратти), короткострокові цінні папери, які є ліквідними.

На *міжбанківському ринку* тимчасово вільні грошові ресурси кредитних установ залучаються та розміщуються банками, які укладають угоди між собою. Основними інструментами цих ринків є міжбанківські депозити на короткі терміни. Серед найбільших фінансово-кредитних інститутів, які діють на цьому ринку, можна назвати банки та фінансові доми (останні притаманні фінансовій системі Великої Британії).

Для грошового ринку характерними є операції, які не потребують якогось особливого сучасного технологічного обладнання. Його інколи називають телефонним ринком, оскільки більшість трансакцій здійснюється по телефону з підтвердженням по телеграфній мережі.

Індикатором грошового ринку є рівень доходу (yield) на векселі скарбниці. Ці фінансові інструменти вважаються інструментами нульового або мінімального ризику і виняткової ринковості (здатності для перепродажу). Доходи на ці активи невеликі і, як правило, вони є базою для встановлення процентних ставок за іншими інструментами грошового та опосередкованого ринку капіталу.

Валютні ринки - офіційні центри, де здійснюються операції купівлі-продажу валют на основі попиту та пропозиції.

Валютний ринок являє собою інституціональний механізм, що забезпечує функціонування валютних ринкових механізмів. Основною метою такого ринку є забезпечення міжнародного платіжного обороту, який пов'язаний з оплатою грошових зобов'язань юридичних та фізичних осіб різних країн. На цьому ринку відбуваються торги з купівлі та продажу іноземної валюти; організація та проведення розрахунків в національній та іноземній валюті за укладеними на валютній біржі угодами; визначається поточний курс іноземних валют щодо національної та виконуються деякі інші операції.

У широкому розумінні валюта - це грошова одиниця будь-якої країни. Залежно від сфери і цілей використання розрізняють валюту платежу, клірингу, ціни, операцій, векселя тощо.

Протягом багатьох років валютою платежу та ціни комерційних контрактів в міжнародній торгівлі був долар США. Його частка становила більше 50%, тим часом як частка першого конкурента долара на європейському ринку - німецької марки - 15%, а частка єни - лише 5% [177, с.51].

Індикатором стану на валютних ринках є курс валют, і переважно співвідношення між національною валютою і валютою, яка діє на ринках, де країна отримує стабільні експортні доходи. Коливання курсу можуть спричинити значні втрати або, навпаки, сприяти надходженням. Для експортоорієнтованої країни можливі втрати від курсових коливань становлять до кількох відсотків ВВП. Тому таку увагу приділяють курсоутворенню, тобто вибору системи визначення рівня однієї валюти стосовно іншої [116].

У світовій практиці існують два основні режими курсоутворення національної валюти - фіксований та плаваючий [38; 44].

Курс валюти може фіксуватися шляхом прив'язки його до однієї валюти або до кошика валют, або котирування курсу в межах валютного коридору. Прив'язка до однієї валюти широко використовувалася після Першої світової війни. Як єдина валюта застосовувся долар США, який прив'язувався до золота (золотовалютний стандарт). На сьогодні також застосовується цей тип фіксації, наприклад до євро, національних валют європейських країн, які не увійшли в єврозону.

Фіксація валюти відповідно до кошика валют широко застосовується при запровадженні міжнародних валютних та роз-

рахункових одиниць, таких як євро, SDR (special drawing rights або спеціальні права запозичення) та євро-SDR, андський песо, африканський франк тощо. До кошика валют включаються валюти різних країн зі створених валютних блоків або об'єднань, які беруться у зваженій пропорції до рівня споживчих цін на товари та послуги, що склалися у відповідних країнах.

Котирування курсу валют у межах валютного коридору - найбільш поширений спосіб фіксації курсу, який застосовується в багатьох країнах світу, у тому числі і в Україні. У такий спосіб встановлюються межі відхилення валютного курсу національної валюти від іншої, яка береться як загальний орієнтир (найчастіше долар США чи євро).

Вибираючи фіксований валютний курс, слід враховувати такі обставини. Якщо внутрішні темпи інфляції країни значно перевищують темпи інфляції її головних торговельних партнерів, то це призводить до поступової втрати конкурентоспроможності товаровиробників такої країни. Крім того, якщо встановлено вузький валютний коридор відносно іншої валюти, то економічні події, які розгортатимуться в іноземній державі, впливатимуть на національну економіку. Нарешті, для підтримки курсу національної валюти необхідно мати гарантований рівень золотовалютних резервів.

Плаваючий курс валют спочатку існував у небагатьох країнах, проте на сьогоднішній день цей режим курсоутворення існує в більшій половині країн світу. Однак нині рідко вдаються до "вільного плавання" або "відпущення" курсів, проте, як правило, встановлюється досить широкий коридор коливання курсів національної валюти щодо валюти іншої країни або країн. На користь режиму плаваючих курсів свідчить те, що мінімізується потреба у валютних інтервенціях уряду для підтримання курсу національної валюти, забезпечуються умови для скорочення бартеру за експортно-імпортними операціями.

Ринок капіталів (фондовий) має свої особливості розвитку. Поняття капіталу об'єднує кілька його форм, основними з яких є промисловий, банківський та інтелектуальний. На певному етапі відбулося об'єднання банківського та промислового капіталу у фінансовий, тобто в капітал, що перебуває в розпорядженні банків і застосовується в промисловості. Фінансовий капітал включає страховий, банківський, інвестиційний, капітал пенсійних фондів, а промисловий - грошовий, виробничий, товарний.

Інтелектуальний капітал як економічна категорія - це система відносин економічних суб'єктів щодо раціонального, стійкого його відтворення на базі прогресивного розвитку науки для виробництва конкретних видів товарів та послуг, підвищення рівня життя, розв'язання проблеми нерівномірності світового і регіонального розвитку з урахуванням персоніфікованих економічних інтересів суб'єктів [272, с. 188].

Для України характерним є перетворення акціонерного капіталу в акціонерно-інституційні форми, коли великим пакетом акцій володіють інститути (інвестиційні фонди, банки), або стратегічні інвестори.

Ринок капіталів можна визначити як ринок для фінансових трансакцій, що мають термін погашення понад 1 рік. У сучасній літературі склалося поняття ринку капіталів, що ототожнюється з ринком цінних паперів, або фондовим ринком. Водночас ці види ринків слід розрізняти. Ринок капіталів розподіляється на ринок середньо- та довгострокових цінних паперів та ринок середньо- та довгострокових банківських кредитів, тобто ринок цінних паперів є складовою ринку капіталів [231]. На цьому ринку рух капіталів здійснюється через цінні папери. В тій частині, в якій ринок цінних паперів базується на грошах як на капіталі, він називається фондовим [111].

Основними фінансовими інструментами ринків капіталів є акції, облігації, корпоративні борги, середньо- й довгострокові кредити та інші інструменти, а головними його учасниками є фірми, домогосподарства та уряд. Ринок капіталів - дуже важливе джерело довгострокових інвестиційних ресурсів для основних його учасників.

Особливістю ринку капіталів є те, що він є, як правило, великим оптовим ринком. Цінні папери як інструменти ринку цінних паперів є предметом купівлі та продажу за цінами, які мають кілька величин: номінальну, емісійну (ціну випуску) та ринкову (курс). Інша характерна особливість ринку цінних паперів порівняно з традиційними ринками полягає в тому, що товар, який виступає на ньому - цінні папери, зокрема, акції, - є лише титул власності, а не реальна власність, капітал. Витрати на трансакції значно менші у розрахунку на одиницю вартості порівняно з трансакціями, що використовують товари.

Ринок капіталів залучає широке коло фахівців, які обслуговують потреби клієнтів. На сьогодні з'явилася тенденція до

виділення на цьому ринку спеціальних груп професіоналів, які зменшують перелік запропонованих послуг, проте беруть менші комісійні за свою роботу. Так, існують дисконтні брокерські доми, які спеціалізуються на торгівлі цінними паперами, але продають їх за зниженими комісійними винагородами. Крім того, на розвинутих ринках поширена спеціалізація брокерів, які торгують виключно акціями, а також брокери, винагорода яких залежить від вартості трансакції. В останньому випадку до послуг таких брокерів вигідно вдаватися тим клієнтам, які купують невеликі за розміром пакети цінних паперів.

У практиці своєї діяльності професіонали ринку капіталів формують портфель цінних паперів, причому намагаються зробити його якомога більш ефективним. Ефективним вважається портфель цінних паперів, який дає змогу інвестору отримати максимум очікуваного доходу для будь-якого рівня ризику або мінімальний рівень ризику будь-яких очікуваних доходів. Професіонали ринку часто розраховують його математично, з використанням численних комп'ютерних програм. Програми розрахунків побудовані на врахуванні очікуваних надходжень і стандартного відхилення доходу для кожного цінного паперу. Крім того, береться до уваги і коваріація (взаємовплив) доходів між різними цінними паперами у портфелі.

Структура ринку є досить складна. Первинний ринок акцій є досить невеликим порівняно з первинним ринком облігацій. Крім того, тільки невелика частка фіксованого капіталу фінансується через новий випуск акцій. Вартісний обсяг цінних паперів переважно концентрується на вторинному ринку. Вторинний ринок акцій визначає ринкову ціну, що базується на попиті на акції певної компанії та інших компаній-емітентів, комплексі соціально-економічних факторів, що діють у суспільстві, ступені розвиненості первинного та вторинного ринків, професіоналізмі спекулянтів ринку та їх добросовісності, інших факторах.

Сукупність зусиль "биків" разом з дією інших факторів породжує так званий "бичачий" тренд на ринку. Протилежним явищем є "ведмежий тренд", коли ціни (або фондові індекси, які базуються на них), знижуються.

Існують певні залежності стану ринку від рівня облікової ставки центрального банку країни, процентних ставок, що встановлюють комерційні банки на кредити, і попитом на цінні па-

пери. Якщо облікова ставка центрального банку зростає, комерційні банки встановлюють більший процент на кредити і, відповідно, депозити, і для учасників ринку більш привабливим стає тримати вільні кошти на депозитному рахунку в банках. Попит на цінні папери знижується і часто стає нижчим від пропозиції. Тоді ринок швидко реагує на це явище, і дивіденди на цінні папери підвищуються.

Ринок цінних паперів як частина ринку капіталів відображає явища, що відбуваються на макро- та мікрорівнях. При спаді виробництва та підвищенні рівня інфляції зменшуються дивіденди за акціями. Саме до таких наслідків призводять криза неплатежів, банкрутства у фінансовій сфері та в інших галузях діяльності. Таким чином, ринок цінних паперів є залежним навіть від незначних змін політичної та економічної і соціальної кон'юнктури.

Однією з функцій цього ринку є перерозподільна, яка, передусім, передбачає перерозподіл коштів між галузями і сферами ринкової діяльності. Для цього потрібно, щоб кількість учасників ринку була достатньою, тобто становила не менше від половини усіх промислових підприємств країни, які є емітентами цінних паперів. Якщо наповненість ринку є недостатньою, як це спостерігається зараз на ринках країн ННД, перерозподіл коштів не відбувається або відбувається тільки між фінансовими інститутами всередині фінансової сфери.

Ринок цінних паперів виконує функцію фінансування дефіциту державного бюджету на неемісійній основі, тобто без випуску в обіг додаткових коштів.

Місткість ринку цінних паперів у провідних фінансових центрах є значною. Наприклад, на Нью-Йоркській фондовій біржі котирується близько 2000 акцій різних компаній, на фондових біржах провідних фінансових країн Європи (Великобританії, Франції, Німеччини) - 1200-1400 акцій.

У зв'язку з великими обсягами торгів ринок цінних паперів є організованим ринком з розвинутою інфраструктурою. Поняття організованого ринку цінних паперів ще пов'язується з існуванням централізованого ринку. Централізованим називається ринок, на якому будь-який цінний папір котирується тільки через одну загальнонаціональну систему безперервно або за методом *фіксингу*, а ціна котирування визначається виходячи із зіставлення попиту або пропозиції на даний цінний папір.

Звідси ціна визначається не торговцем, а ринком, що дає змогу подолати монополізм на фінансових ринках.

На ринку капіталів функціонують як біржовий, так і позабіржовий ринки. В країнах, які прийняли концепцію створення національних фондових бірж, спостерігається чітке розмежування між фінансовими інструментами, які котируються на біржовому та позабіржовому ринках. Наприклад, на біржовому ринку відбувається торгівля готівковими (у формі документа) цінними паперами, а на позабіржовому - безготівковими, дематеріалізованими, у вигляді записів на комп'ютерних рахунках.

Провідні біржі світу розміщені в Нью-Йорку, Чикаго, Токіо, Лондоні, Франкфурті, Цюриху, Парижі, Манілі, Мілані тощо, а на ринках країн, що розвиваються - Сан-Пауло (Бразилія), в Сінгапурі, Гонконгу. Найбільшими серед фондових і ф'ючерсних бірж вважаються Нью-Йоркська, Чиказька торговельна біржа, Лондонська міжнародна фінансова ф'ючерсна біржа, французька МАТІФ та ін. [32, с. 30-36].

Позабіржовий ринок є неорганізованим, на ньому проводять трансакції з цінними паперами через дилерів переважно по телефону або через комп'ютерну мережу, без зазначення часу та місця торгів. Цей ринок є менш формальним, на нього виходять малі та середні компанії, банки, взаємні фонди, страхові компанії та інші фінансові інститути. Багато дилерів на таких ринках перебирають на себе ризик, купуючи цінні папери для роздрібних споживачів. Ціни визначаються під час переговорів з дилером, який оголошує ціну продажу проти ціни, за якою він купив актив. Пожвавлення торгів на позабіржовому ринку припадає на час, коли були створені національні комп'ютерні мережі, що їх обслуговували, наприклад NASDAQ в США.

Фондові ринки дають змогу значно підвищити доходність усіх фінансових інструментів, у тому числі й кредитів. Проте жодному іншому ринку не властиві такі раптові коливання цін, що призводять до кризи на фондових ринках і поширюються на економіку в цілому.

Наприклад, як результат кризи 1929-1933 рр. курси акцій "блакитних фішок" США значно знизилися. Вартість акцій General Motors впала в 80 разів, Crysler - у 27 разів, General Electric - в 11. Криза 18 жовтня 1987 р. призвела до того, що значення індексу Доу-Джонса знизилося на 508,32 пункта, або на 22,6%, а 27 жовтня 1997 р. - на 554,51 пункта, торги були призупинені на Нью-

Йоркській біржі. Криза спостерігалася також у позабіржовій торгівлі цінними паперами (NASDAQ) і на Американській фондовій біржі (ASE). Фінансова криза поширилась на весь світ, це примусило керівників МВФ визнати, що фінансова система світу перебуває в катастрофічному стані. Як наслідок були введені жорсткі стандарти на проведення фінансових операцій на фондовому ринку, що дало змогу подолати фінансову кризу досить швидко.

1.4. Строкові ринки: основні інструменти й особливості функціонування

Строкові* ринки - це фінансові ринки, які дають змогу клієнтам зменшити або хеджувати ризики [111]. За останнє століття саме вони визначають новий образ світової фінансової системи, створюючи величезний віртуальний ринок, що багаторазово збільшує фінансові активи порівняно з реальними.

Про його масштаби свідчать такі дані. За останні 10 років обсяг торгів похідними інструментами збільшився у 5 разів. При цьому 85% від загального обсягу біржових торгів припадало на торгівлю фінансовими контрактами і лише 15% - на торгівлю похідними інструментами на товарні активи [192, с. 16-17]. Номінальна вартість усіх похідних інструментів на середину 1999 р. становила 92 трлн дол. [111].

Для того, щоб зрозуміти основні вимоги, що ставляться до інфраструктури строкових ринків, визначимо його основні характеристики. Термін "хеджування" (хеджирування) в широкому розумінні означає страхування ризиків від несприятливих змін цін на будь-які товарно-матеріальні цінності або на фінансові активи за контрактами, що передбачають поставку (продаж) товарів у майбутньому за ціною, що уторгована на момент укладання контракту. Контракт, який укладається при цьому, називається хеджевим, а суб'єкт, який здійснює хеджування, - хеджером.

Залежно від поставленої хеджером мети розрізняють два типи операцій хеджування: на підвищення та на зниження.

Хеджування на підвищення, або хеджування "на купівлю" являє собою біржову операцію з придбання строкових контрактів, яка спрямована на страхування від можливого підви-

* Інші назви цих ринків - хеджеві, ф'ючерсні, ринки похідних інструментів, ринки деривативів.

щення цін у майбутньому. Механізм хеджування передбачає, що за умов очікування у майбутньому підвищення ціни товару, курсу валюти або цінних паперів хеджер купує строкові контракти на товар або на актив за ціною, яка встановлюється щодо певної дати на майбутнє. Оскільки ціна на товар і пов'язаний з ним строковий контракт змінюються в одному напрямі, то слід очікувати, що підвищення ціни на товар приведе до зростання ціни й на ф'ючерсні контракти, і його можна буде продати за ціною, більшою від початкової. Різниця між ціною ф'ючерсного контракту, за якою його було укладено, і ціною на актив становить премію хеджера. Звичайно, правило хеджування полягає в тому, що виграш на строковому ринку приблизно дорівнює програшу на реальному.

Хеджування на зниження, або хеджування "на продаж" - це біржова операція, яка передбачає страхування від зниження цін на майбутнє. Хеджер, який має намір здійснити продаж товару в майбутньому, продає ф'ючерсний контракт або опціон, очікуючи зниження ціни на товар, який він продаватиме через певний строк. Сьогодні хеджер може продати контракт за високою ціною, а через певний строк, коли ціна на контракт знизиться, купити такий самий строковий контракт за ціною, що значно зменшилась, і зіграти, таким чином, на різниці цін.

Хеджеві ринки включають традиційні страхові контракти, але основними інструментами таких ринків є форвардні та ф'ючерсні контракти, опціонні контракти, свопи готівки і процентної ставки.

Форвардні і ф'ючерсні контракти розвивалися в XX ст. переважно в сільському господарстві, що було пов'язане з великим ризиком діяльності у цій сфері. Фінансові ф'ючерси почали застосовуватися у 80-х рр. у Чикаго, Лондоні, Філадельфії, Монреалі, Токіо та інших фінансових центрах. Хеджеві угоди укладаються на будь-який предмет, який на фінансовому ринку є мінливим, тобто це можуть бути валютні курси, процентні ставки, ціни на цінні папери, індекси цінних паперів тощо.

Для прикладу розглянемо кілька видів контрактів, поширених на строковому ринку. Передусім виділяють форвардні та ф'ючерсні угоди. *Форвардний фінансовий контракт* - це угода про завершення деяких фінансових транзакцій у майбутньому на певну дату за ціною або ставкою, зазначеною в контракті. *Ф'ючерсний контракт* - це стандартизована версія форвардно-

го контракту, яка може бути використана на вторинному ринку, тобто може перепродаватися. Ф'ючерсний контракт передбачає інформацію про такі стандартизовані параметри: обсяг торгів (кратний визначеній сумі); місяці постачання/погашення; день та час постачання/ погашення (відносно дати торгів); котирування (тобто встановлення цін на інструмент); мінімальний рух ціни (тік), який враховується.

Отже, основні відмінності між ф'ючерсною та форвардною угодою полягають у стандартизації умов контракту, способу та обов'язковості виконання тощо. В економічній літературі виділяють 16 основних відмінностей, до яких додаються, крім перерахованих, метод торгів, гарантії, вид правових зобов'язань, частота реального виконання, умови визначення ціни, розмір маржі, ліквідність, покриття товарною масою, регулювання, ступінь публічності інформації, розмір, якість, час торгів, ризики, термін розрахунків [32]. Отже, ф'ючерсний контракт вимагає розвиненості широкого кола інститутів та інституцій фінансової інфраструктури, тоді як форвардна угода укладається та виконується в рамках законодавчої інфраструктури реального сектора. Широке застосування ф'ючерсних контрактів висуває все більше вимог до інфраструктури фінансового світу, стимулюючи тим самим її розвиток. Жодний з інструментів фінансового світу не породжував такий стрімкий розвиток спеціалізованих інституцій, як ф'ючерсна угода. Характерним є те, що інфраструктура зумовлює появу інструментів на породжені нею ж інфраструктурні елементи - індекси фондового ринку. Це означає ще більше абстрагування від реального сектора й самовідтворення своїх же складових в іншій, перетвореній нею самою формі. У цьому проявляється нова функція інфраструктури - продуктивна, яка виходить за межі її основного призначення.

На строковому ринку циркулює багато різних інструментів, що страхують певний інструмент чи його компоненту від небажаних для інвестора змін. Зокрема, *форвардний обмінний контракт* - це строковий контракт між двома сторонами, як правило, банком і його клієнтом, що має на меті зменшення ризику коливання обмінного курсу. Механізм його виконання полягає в доставці клієнтові певної кількості готівки на певну дату в майбутньому, причому ціною готівки є поточна ринкова ціна (ціна "спот"). Умови ф'ючерсного обмінного контракту можуть бути змінені тільки за згодою обох сторін. Процентна

ставка, яка розраховується в цьому контракті, називається форвардною прямою ставкою.

Форвардні обмінні контракти використовуються як ключові компоненти торгівлі на міжнародних грошових ринках. Дилери залучають міжнародних позичальників шляхом комбінації якогось грошового активу і форвардного обмінного контракту. Останній має слугувати конвертором подовження строку погашення активів.

Ринок форвардних валютних контрактів почав розвиватися з 1983 р., коли англійськими банками виконувалися операції на ринку євровалют та грошових ринках. У 1985 р. Асоціація британських банкірів видала правила щодо випуску та обігу контрактів (FRA BBA terms), якими нині керується більшість банкірів світу.

У багатьох країнах світу ринки форвардних та ф'ючерсних обмінних контрактів дуже поширений, тому часто форвардний ринок встановлює валютний курс, а готівковий (курс "спот") лише підлаштовується під нього.

Форвардна процентна угода (ФПУ) - це контракт, за яким покупець погоджується сплатити продавцеві фіксовану процентну ставку на певну суму на певну дату в майбутньому. ФПУ використовується, щоб заздалегідь зафіксувати майбутні процентні ставки на позики або депозити. ФПУ є ф'ючерсними контрактами, які покривають процент, сплачений за терміновими депозитами. Розрахункова ціна становить різницю між ціною купівлі і ринковою індексною ставкою на момент виплати. Як правило, розрахункова ціна орієнтується на ставку LIBOR або на інші ставки.

Форвардні процентні угоди укладаються на термін від кількох місяців до року, причому чим на більший строк, тим помітнішою стає зміна в процентних ставках. У випадку коротких контрактів процентні ставки не встигають "прореагувати" на зміну премії або знижку. ФПУ є унікальними, змінюються за угодою обох сторін і не є ліквідними.

Іншими видами ф'ючерсних угод є *ф'ючерсні індексні угоди*, що укладаються на значення фондового індексу; *облігаційні контракти,* основою торгів на які є ціна облігації; *контракти, що страхують коливання ризику на ринку державних цінних паперів* тощо.

Поширеним інструментом на строкових ринках є опціони. *Опціони* - це контракти, які дають власникові право, а не

зобов'язують його купити чи продати стандартну кількість активів за обумовленою ціною, яка називається ціною угоди (strike price). Залежно від спрямування операції розрізняють кол опціон - право купити активи, і пут опціон - право продати активи. При виконанні контракту одна сторона повинна обов'язково виконати контракт, інша має право вибору. Як правило, опціони мають термін погашення менше ніж один рік, після якого вони стають "нежиттєздатним", а право купити або продати перестає існувати. Опціони застосовуються на оптових ринках для управління такими фінансовими інструментами, як акції, облігації, ринкові товарні активи, дорогоцінні метали, готівка та позики.

Тим часом як у ф'ючерсних контрактах використовуються фіксовані ціни або проценти, в опціонних контрактах фіксується тільки максимальна або мінімальна ціна. Певною гарантією "непрограшу" контрагенту, для якого виконання опціону є обов'язковим, стає премія за контракт, яка сплачується учасником контракту, що має право вибору. Премія за опціон виконує функцію ціни контракту, який є об'єктом торгів на біржі. Ціна виконання опціону, зафіксована в контракті, залишається незмінною протягом опціонного строку, премія при біржових торгах змінюється. Щоденно розрахункова палата коригує розмір премії (так звану "відмітку за ринком").

Своп (swap) - це ускладнена форма фінансового бартеру. Як правило, своп здійснюється через міжнародні банки та інвестиційних дилерів у випадках, коли протилежна сторона бажає обміняти один фінансовий актив з одним видом процентної ставки на інший з іншим різновидом процентної ставки або виконати інші операції обміну одного виду фінансового інструменту на інший. Згідно зі свопом процентної ставки позичальник обмінює свої активи з фіксованою процентною ставкою на змінну чи навпаки.

Так, для того, щоб залучити фонди з японського банку, приміром купити 1 млн єн, дилер може скомбінувати 30-денний американський чи канадський комерційний папір вартістю 1 млн дол. з 30-денним форвардним контрактом на потрібну валюту. Таким чином, дилер конвертує всі процентні доходи на комерційний папір (дисконт або процентну ставку) відповідно до форвардної ціни купівлі і поточної (спот) ринкової ціни валюти.

Своп депозитів являє собою депозитну банківську угоду. Якщо банку країни А необхідна валюта країни В на певну дату,

то він укадає угоду “своп”, тобто “спот+форвард” з банком країни В. За вимогою банку країни В банк країни А приймає на депозит певну суму у валюті країни В і сплачує проценти за ставкою, звичайною для таких депозитів у країні А. Така операція буде вигідною банку країни В тільки тоді, коли доход за депозитом у валюті країни В у банку країни А буде вищим, ніж прибуток від зворотної конверсії валют та інвестування отриманих коштів в країні В з одночасним покриттям на форвардному ринку [293].

Різновидами свопів є також свопи готівки, що передбачають обмін платежів у двох різних валютах, та свопів процентної ставки. Обсяг свопів готівки приблизно становить чверть операцій свопів процентної ставки.Своп готівки широко використовується банками тоді, коли вони задовольняють бажання клієнтів відкривати депозити у валюті, більш вигідній клієнтам.

Інфраструктура строкового ринку відмінна від інфраструктури інших ринків як зі змістом, так і зі структурного погляду.

Величезне значення на цьому ринку мають такі інститути, як маржа , варіаційна маржа (відповідно депозит і маржа за українським законодавством). Кожний учасник торгів на строкових ринках має внести на депозит і підтримувати початкову маржу для відкриття позиції. Варіаційна маржа застосовується, якщо коливання цін на ринку досить значні. Ф’ючерсні контракти розроблені таким чином, що ф’ючерсна ціна відображає ставки, які діють на відповідних грошових ринках. Під час остаточного встановлення в останній день торгів ціна ф’ючерсів коригується відповідно до процентних ставок для депозитів, що виражаються в тій самій одиниці на той самий період. Це дає змогу ф’ючерсам бути ефективним засобом управління ризиком.

Іншим специфічним інститутом цього ринку виступає поняття базису як різниці між ціною реального і строкового ринку на один і той самий інструмент. Звуження чи розширення базису вказує на можливі виграші чи програші учасників строкової угоди, що визначаються сумарним ефектом дій на реальному та строковому ринках.

Специфічним є і виконання контрактів, яке значною мірою суперечить загальноприйнятим нормам зобов’язального права. Контракти на хеджевому ринку виконують трьома способами. По-перше, фізичною поставкою інструменту, що є предметом контракту, на дату його виконання від продавця до по-

купця. Фізична поставка, як правило, здійснюється в 1-3% від усіх контрактів, що залучаються. По-друге, частина контрактів виконується шляхом готівкового покриття.

По-третє, більшість контрактів закриваються контругодами (офсетними угодами) таким чином, що учасник ринку виступає на протилежних позиціях як покупець і як продавець однотипних інструментів. Виходячи з того, що ф'ючерсні контракти активно залучають на активних вторинних ринках, більшість ф'ючерсних контрактів погашають до кінцевого строку погашення, обумовленому в контракті. Всі ф'ючерсні угоди легально укладаються з корпорацією, яка здійснює обмін ф'ючерсних контрактів. Якщо на одну й ту саму фізичну або юридичну особу випускається новий ф'ючерсний контракт, він "закриває" попередній.

Така форма виконання контракту породжує численні угоди, які не завершуються фізичною поставкою товару, що впливає на саму культуру фінансового ринку, його законодавчу інфраструктуру. Остання зумовлює договірні відносини, про які заздалегідь відомо, що вони не виконуватимуться чи виконуватимуться в 1-3% випадків. Поняття ціни спотворюється і замінюється на поняття маржі, що врегульовує відносини програшу-виграшу.

Цьому ринку виходячи з його характеру властиві спекулятивні угоди, що укладаються з метою заробити на коливанні цін на інструменти. Отже, з одного боку, сама функція хеджевого ринку полягає в зменшенні ризику коливання цін на інструменти, що придбав інвестор, з другого - наявність спекулянтів і спекулятивних операцій призводить до їх коливань, "розхитування" ринку, збільшення цінових та інших ризиків.

Для строкових ринків характерним є те, що рівень доходів клієнтів залежить від фахового рівня та майстерності професіоналів цього ринку, а також їхніх намірів. Професійні учасники на строкових ринках, по-перше, перебирають на себе ризики виконання деяких комерційних операцій. По-друге, більшість з них відіграє роль стабілізатора цін. Виходячи з того, що ніхто не має наміру значно програвати, різниця цін, як правило, згладжується. У разі придбання ф'ючерсних контрактів на біржі спекулянт робить гарантійний внесок (депозит, маржу), яким і визначається ступінь ризику спекулянта. Цей внесок виступає гарантом того, що операція на ринку (фінансова або комерційна) відбудеться. Якщо ціна товару знизилась, то спе-

кулянт, придбавши контракт, втрачає суму, що дорівнює гарантійному внеску. Якщо ціна зросла, то спекулянт отримує додатковий доход, який дорівнює різниці між ціною товару й сумою придбаного контракту і гарантійного внеску.

Учасники ринку деривативів поділяються на прямих і непрямих. *Прямими* учасниками є члени біржі (фізичні особи та фінансові інститути), які укладають контракти за свій рахунок. *Непрямі* учасники строкових ринків виходять на біржу через посередників (прямих учасників біржі).

За метою, з якою учасники ринків беруть участь у торгах, розрізняють хеджерів та спекулянтів. *Хеджери* використовують ринок ф'ючерсних контрактів з метою страхування курсового (цінового) ризику, його зменшення. Хеджер має реальний фінансовий інструмент, який він хеджує. *Спекулянти*, навпаки, не мають реальний фінансовий інструмент, а укладають контракти лише з метою заробити на сприятливому коливанні курсів. Якщо курс певного фінансового інструменту підвищується, то вони продають контракти, укладені раніше за більш низькою ціною, якщо курс падає, то купують їх. Чим більше масштаб руху курсів, тим більше їх виграш.

Спекулянти, у свою чергу, поділяються на дві групи: трейдерів (traders) та арбітражерів (arbitrageurs). *Трейдери* намагаються використати коливання курсу одного чи кількох контрактів, тобто купують строковий контракт при очікуваному підвищенні ціни і продають при зворотному русі курсів. *Арбітражери* використовують різницю курсів на різних ринках або між кількома фінансовими інструментами. Основна їх роль полягає в арбітражі касових і ф'ючерсних інструментів. Вони досягають економічної вигоди шляхом одночасного продажу відносно переоціненого інструменту і купівлі відносно недооціненого.

На ф'ючерсному ринку діють також спеціалісти ринку деривативів і фінансового ринку, менеджери портфелю цінних паперів, торговці нерухомістю та акціями, трейдери, спеціалісти з питань деривативів, дилери позабіржової торговельної системи. Важливу роль відіграє рівень кваліфікації спеціалістів, до якої ставляться особливі вимоги. Як приклад наведемо ключові фактори вибору брокера з питань деривативів, які мають лістинг на біржі, що включають: розуміння інвестиційної стратегії; наявність навичок до проведення експертизи; можливість правильно оцінити ринок, його складові і визначити сенс планування часу (sense of timing); вміння вести документацію та

надавати установчі послуги (settlement services); підтримка післяпродажного обслуговування; реалізація певного рівня якості дослідження щодо певного інструменту; здатність узгодження інструментів із власними потребами клієнта; бажання примножити капітал*.

Строкові ринки - це переважно великі організовані ринки. Торгівля на них відбувається лотами, що являють собою стандартизовану кількість певного інструменту: якщо йдеться про валюту, то стандартизована кількість одиниць валюти на великих біржах становить еквівалент 1 млн дол. США.

Однією з найбільших у Європі є Лондонська біржа міжнародних фінансових ф'ючерсів та опціонів (LIFFE), що проводить операції на ф'ючерсному ринку. Членами біржі є понад 200 провідних фінансових корпорацій, інституцій та фірм у світі, які представляють різні регіони і напрями діяльності. Торгівля відбувається переважно з фінансовими та майновими індексами і продуктами. На біржі підтримуються контракти з шістьма різними валютами, в тому числі з міжнародними (спочатку з екю, потім - євро). В Азії найбільшою є Токійська біржа міжнародних ф'ючерсів (TIFFE). Більшість з ринків країн колишнього Радянського Союзу та Європи ввели ці нові інструменти на національних фінансових ринках, у тому числі Україна.

Сьогодні для строкового ринку характерні такі тенденції :

• суттєве підвищення обсягів торгів;

• кардинальні зміни у біржовій інфраструктурі;

• переважний розвиток особливо ризикового позабіржового сегмента;

• збільшення чисельності учасників і суттєве розширення їх складу;

• лібералізація і запровадження нових підходів щодо державного регулювання, делегування регулюючих функцій біржам;

• створення незалежних електронних систем з Інтернет-доступом для акумулювання замовлень та їх сортування, здійснення електронного трейдингу;

• концентрація позабіржового, майже нерегульованого ринку у кількох учасників;

• запровадження міжнародного регулювання, гармонізації та уніфікації за участю Міжнародної організації регулюючих комісій (IOSCO);

_____

* FTSE Index Futures Review. - 1996. - 3rd Quarter. - P. 4.

• зближення біржового та позабіржового ринку з використанням системи біржового клірингу;

• неспроможність офіційної статистики відображати реальний обсяг інвестицій в термінові фінансові інститути [230].

Отже, строковий ринок - це ринок віртуальної економіки, що створює фінансові інструменти на інші фінансові інструменти та реальні активи. Інфраструктура цього ринку характеризується розвиненістю інститутів, що породжені самим існуванням цього ринку і не мають аналогів на інших фінансових ринках. Законодавча інфраструктура створює особливі норми виконання угод, характер яких є обов'язковим стосовно відкладеної маржі. Строковий ринок функціонує для запобігання ризикам, особливо ціновим, але одночасно частина його професіоналів заробляє прибутки саме на коливаннях цін.

1.5. Фінансові інституції в системі фінансової інфраструктури

Однією із складових суб'єктної системи фінансових ринків і їх інфраструктури є фінансові інституції. Існують різні фінансові інституції, які діють у межах повноважень, законодавчо закріплених урядом країни. Ефективність їх роботи значною мірою залежить від можливості залучати кошти інвесторів та оперувати ними. У свою чергу, останнє визначається прибутковістю, що гарантує кожна з цих інституцій, надійністю, прозорістю безризиковістю роботи та іншими параметрами. Вказані параметри значною мірою визначаються наявністю розвинених інститутів фінансової інфраструктури. Отже, інституції (заклади) створюють, з одного боку, систему суб'єктів управління та самоврегулювання, що впливають на розвиток фінансової інфраструктури, з другого - вони самі підпорядковані інфраструктурним ланкам більш високого рівня, що регламентують їх діяльність.

З метою з'ясування розподілу функцій фінансових інституцій, що склалися на фінансовому ринку, наведемо загальну характеристику основних фінансово-кредитних інституцій, які діють практично в кожній країні [111].

Особливу роль у сфері грошово-кредитного регулювання відіграє банківська система, що представлена двома рівнями: центральним банком країни і комерційними банками, які ста-

новлять основу банківської системи. Ця роль полягає у створенні надійних інституцій, що працюють з коштами юридичних і фізичних осіб, розміщуючи їх на депозитах.

Вперше інститут центрального банку як особливий заклад першого рівня, емісійний центр країни було започатковано у 1668 р. із заснуванням Шведського Ріксбанку. Проте в переважній більшості європейських країн центральні банки з'явилися в середині XIX - на початку XX ст. Так, у 1848 р. Банк Франції посів місце центрального головного емісійного банку, у 1913 р. в США виділилися 12 федеральних резервних банків, що сформували Федеральну резервну систему (ФРС) з функціями центрального банку Америки. На початок XX ст. у світі нараховувалося лише 18 центральних банків. Крім країн Європи, вони діяли в Японії та Індонезії. Їх грошово-кредитний інструментарій був досить бідним і переважно обмежувався підтримкою фіксованого валютного курсу шляхом валютних інтервенцій та регулювання облікової ставки [176, с. 93]. У Німеччині центральний банк було створено на зразок американської системи федеративних банків у 1948 р., а у Великій Британії - у 1921 р. (Банк Англії).

Центральний банк посідає особливе місце у фінансовій системі будь-якої країни. Він є вершиною дворівневої банківської системи, яка притаманна країнам з ринковою економікою. Центральний банк поєднує риси звичайної комерційної установи та державного відомства. Головним його завданням в багатьох країнах світу визначена підтримка стабільності національної валюти. Решта завдань та функцій центрального банку підпорядкована основному. Центральний банк є головним емісійним центром країни. Він регулює банківську систему та здійснює банківський нагляд, встановлює правила та нормативи банківської діяльності, контролює банківський кредит у країні. Центральний банк є банком банків; через механізми облікової ставки він передає фінансові ресурси комерційним банкам, виконує функції "кредитора останньої інстанції", "рятівної шлюпки" у разі можливого банкрутства комерційного банку. Крім того, центральний банк є фінансовим консультантом і банкіром уряду та урядових організацій, він сам або через систему повноважних банків надає підтримку урядові у виконанні бюджету, реалізації програм розвитку. Центральний банк справляє вирішальний вплив на дієвість платіжно-розрахункових операцій.

Можна виділити такі характерні ознаки статусу центрального банку [23, с. 77]:

• участь держави у капіталі і розподілі прибутку. Існує багато країн з різною часткою держави у статутному капіталі: від повністю державних (Велика Британія, Німеччина, Франція, Данія, Росія, Україна), до акціонерних, у яких капітал належить банкам і страховим компаніям (США, Італія) і до форм із змішаною власністю (Японія - 55% статутного капіталу належить державі, 45% - приватним особам; Швейцарія - 57% у власності кантонів, 43% - приватних осіб тощо);

• процедура призначення керівництва банку, що є прерогативою державних (законодавчих) органів влади;

• відображення цілей та завдань центрального банку у спеціальному законодавстві;

• надання державі права втручатися (непрямо) у впровадження грошово-кредитної політики;

• встановлення правил, що регулюють можливість прямого або непрямого фінансування державних витрат центрального банку.

Розглянемо становлення та підвищення ролі центрального банку на теренах нашої країни. Формування державних фінансових інститутів розпочалося у XVIII ст. Для Російської імперії, як і для більшості країн цього періоду, було характерним регулювання державою передусім кредитних операцій і купівлі-продажу золота.

На території сучасної України та Росії першою державною кредитною установою можна вважати Державну монетну контору, створену в 1729 р. [127, с. 410] . Цій установі було дозволено надавати короткострокові позики під заставу золотих і срібних речей. У 1733 р. уряд Російської імперії запровадив регулювання кредитної діяльності з метою компенсації втрат, пов'язаних з відсутністю ефективних кредитних установ та надмірними процентами, що встановлювались лихварями. Монетною конторою надавались позики під 8% річних із забезпеченням золотом і сріблом, що покривало 3/4 розміру позики, і під 6%, що на 1/3 забезпечувалося заставою у вигляді золота, срібла, діамантів, перлів.

У 1754 р. з'явилися перші державні банки - Державні позичальні банки для дворянства в Москві і Петербурзі й Банк для поправлення при Санкт-Петербурзькому порту комерції та купецтва. Перші надавали комерційні та іпотечні позики переважно під заставу дорогоцінних металів, маєтків та сіл з се-

лянськими душами і землею, другі, “купецькі”, - під товарне забезпечення. За часів Катерини II були відкриті також Ощадні скарбниці при Виховних домах у Петербурзі та Москві, які надавали позики на термін до 1 року під 6% річних із забезпеченням заставою. У 1786 р. відбулась реорганізація кредитних установ: банки для дворянства були перетворені на єдиний Державний позичковий банк, який надавав позики землевласникам, і було засновано Державний асигнаційний банк шляхом об’єднання двох асигнаційних банків, основною функцією якого була емісійна.

Після Вітчизняної війни 1812 р. вперше було утворено Раду державних кредитних установ, яка здійснювала управління та регулювання діяльності фінансово-кредитних інституцій. Наступний етап реорганізації регулювання кредитної діяльності пов’язаний зі скасуванням застави під маєтки та кріпацькі душі; ліквідацією Державного позичкового банку; перетворенням Державного комерційного банку на Державний банк з розширеним колом повноважень. До 1917 р. Державний банк був єдиним у країні емісійним, кредитним банком, розрахунковим центром банківської системи і “банком банків” [190, с. 15.]. Мережа його установ охоплювала 10 контор (з яких 3 було розміщено в Україні: в Києві, Харкові й Одесі) та 124 відділення. До банківських установ другого рівня належали акціонерні комерційні банки, іпотечні банки, кредитні кооперації, у тому числі банківські контори, товариства взаємного кредиту, міські громадські банки, ощадні каси, банкірські доми, земські каси, ломбарди.

За часів СРСР довго існувала однорівнева банківська система, якій були притаманні всі риси та недоліки адміністративної неринкової системи. Зі здобуттям незалежності в Україні була сформована дворівнева банківська система, на *першому рівні* якої перебуває Національний банк України (НБУ).

Розглянемо функції центрального банку крізь призму діяльності НБУ. Поштовхом до створення дворівневої банківської системи в Україні була дезінтеграція радянської банківської системи. Правовою основою створення нової банківської системи став Закон України “Про банки і банківську діяльність”, ухвалений Верховною Радою України 20 березня 1991 р., згідно з окремими положеннями якого НБУ став правонаступником Українського республіканського банку Держбанку СРСР. У Законі, а також у Постанові Президії Верховної Ради України від

7 жовтня 1991 р. було затверджено статус НБУ як державної установи, що є підзвітною Верховній Раді України.

Згодом роль та основні функції НБУ уточнювались. У новій редакції статус та принципи діяльності центрального банку України були визначені в Конституції України, Законі України "Про Національний банк" та новій редакції Закону України "Про банки та банківську діяльність". Відповідно до Конституції України основною функцією Національного банку визначено забезпечення стабільності грошової одиниці України. Для виконання цієї основної функції НБУ має сприяти підтриманню стабільності банківської системи, а також у межах своїх повноважень - цінової стабільності.

У Законі "Про Національний банк України" вперше зазначено, що на НБУ покладається функція визначення напрямів і проведення державної грошово-кредитної політики, яка до того часу була прерогативою Верховної Ради України. Щорічно Національний банк інформує Верховну Раду про напрями грошово-кредитної та валютної політики, а також надає інформацію Кабінету Міністрів України щодо монетарних процесів, що відбуваються у державі. Проте жодний з цих органів не може прямо втручатися у проведення центральним банком грошово-кредитної політики.

Іншими функціями НБУ, як зазначено у Законі, є: емісійна; функція кредитора останньої інстанції; встановлення правил проведення банківських операцій, бухгалтерського обліку і звітності, захисту інформації, коштів та майна; визначення системи, порядку і форми платежів, у тому числі електронних; банківське регулювання та нагляд; ведення Реєстру банків, їх філій та представництв, валютних бірж і фінансово-кредитних установ; ліцензування банківської діяльності; складання платіжного балансу; забезпечення накопичення та зберігання золотовалютних резервів тощо.

Важлива функція центрального банку - управління державним боргом. Центральний банк бере активну участь в організації розміщення державних позик, їх передплати різними суб'єктами ринку, здійснює операції продажу державних цінних паперів на внутрішньому та зовнішньому ринках.

Генеза розвитку функцій центрального банку передбачає, що набір функцій, цільові орієнтири та механізми їх запровадження не є величиною сталою, а залежить від рівня соціально-економічного розвитку країни, загального напряму державної політики.

Провідну роль у фінансовій системі відіграють установи *другого рівня* банківської системи - комерційні банки. Банки - це фінансові посередники, які виконують комплекс операцій на фінансових ринках. Головними операціями, що належать до їх компетенції, є депозитні, що дало підстави класифікувати їх як депозитарні установи. Крім депозитних, банки виконують такі операції, як здійснення розрахунків між економічними суб'єктами, емісійні та інвестиційні операції, довірчі операції з майном та власністю клієнта, надають консалтингові, лізингові та інші банківські послуги. Якщо банк виконує широкий спектр операцій та надає багато різноманітних послуг і обмежень на грошовому ринку щодо його діяльності не існує, він належить до категорії універсальних. В деяких країнах банківська діяльність займає певний сегмент фінансового ринку і законодавчо обмежена переліком дозволених для виконання операцій, тобто банківська система побудована за принципом сегментації. Прикладом країн, де переважно діють універсальні банки, є Німеччина. В більшості країн Європи не існує заборон на здійснення банками певних операцій, проте в деяких країнах (Велика Британія) вони самоусуваються від виконання ризикових інвестиційних операцій. На противагу цьому сформовані банківські системи, де банківська діяльність підпорядкована сегментації, тобто банки законодавчо обмежені у виконанні інвестиційних операцій (США). Україну можна віднести до країни, де більшість із зареєстрованих банків є універсальними. Проте слід зазначити, що фінансові ринки України поки що перебувають на стадії формування, і створення мережі спеціалізованих банків ще триває.

До країн, де помітна тенденція до сегментації діяльності банків, належать США. В цій країні, за винятком кількох банків (наприклад, інвестиційного J.P.Morgan Bank), існує заборона на виконання банками інвестиційної функції, купівлі-продажу та розміщення цінних паперів. Проте в США існує велика кількість спеціалізованих банків, а саме: взаємоощадних банків, позичково-ощадних товариств і асоціацій тощо, які входять у велику групу ощадних інститутів.

Ощадні інститути - це фінансові посередники, які спеціалізуються на виконанні операцій з коштами населення. В різних країнах ощадні інститути мають різне значення. У Великій Британії кілька банків об'єдналася в спеціальну банківську групу - TSB (The Trustee Savings Bank Group), які після злиття з одним

з найбільших банків Англії - “Lloyds”- перестали існувати як самостійна група комерційних банків.

В Україні діє Державний ощадний банк України, який має статус державного і створив найбільшу кількість філій з усіх українських банків. Згідно із Законом України “Про банки та банківську діяльність” до ощадних банків належать такі, які в структурі пасивів мають понад 50% вкладів фізичних осіб. Отже, на статус ощадного банку станом на кінець вересня 2004 р. можуть претендувати близько 30 банків України. Така спеціалізація банків приводить до необхідності дотримання установами більш жорстких норм НБУ щодо кредитування та виконання інших фінансових операцій.

Іншою великою групою банків є банки, діяльність яких спрямована на випуск власних боргових зобов’язань та їх розміщенням в цінні папери держави та компаній. *Інвестиційний банк* - це кредитно-фінансова інституція, яка спеціалізується на операціях з цінними паперами з метою залучення додаткових грошових коштів, а також довгострокового кредитування своїх клієнтів. Інвестиційні банки виконують дві основні функції: розміщення цінних паперів, тобто прирощення капіталу на первинному ринку, та купівлю-продаж цінних паперів на вторинному ринку. Інвестиційні банки розвинутих країн, крім того, організують злиття та поглинання компаній, здійснюють управління іпотекою та венчурним капіталом.

Інші спеціалізовані банки відрізняються ринковим сегментом, в якому перебуває переважна більшість їх операцій і куди спрямовуються найбільші потоки капіталів у вартісному вираженні. До них слід віднести *іпотечні банки* (ті, які надають кредити під заставу нерухомого майна); *будівельні ощадні* банки (спеціалізація на наданні кредиту для житлового будівництва); *банки-гаранти* (банки, які займаються переважно поручительством та гарантіями). Для впровадження державної політики в окремих галузях та реалізації певних державних програм за допомогою держави чи за її підтримки створюються *банки підтримки*.

Одним з видів депозитарних установ є кредитні союзи - фінансові заклади, які діють переважно в межах однієї установи або об’єднують людей, пов’язаних професійно або економічно. Кредитні союзи являють собою певну складову суб’єктної частини фінансового ринку - систему депозитарних установ, що уникають ризиків налагодженням більш тісних відносин з

клієнтами, ніж комерційні банки, а надання кредитів, як правило, супроводжується попереднім вкладом клієнта. Нерідко вклади, нарахування процентів за кредит та повернення суми позики, отриманої від кредитних союзів, відраховуються із заробітної плати. В США та Канаді кредитні союзи успішно конкурують з великими банками. В останні роки діяльність кредитних союзів значно розширилась. Вони емітують кредитні картки, пропонують брокерські послуги, відкривають та обслуговують індивідуальні пенсійні рахунки тощо [120, с. 57].

В Україні діяльність кредитних союзів поступово розгортається. За даними Держфінпослуг, станом на 1 вересня 2004 р. було перереєстровано 392 діючих кредитних союзи, зареєстровано 142 нових заклади і близько 150 установ чекають на внесення до реєстру.

Особливістю організації роботи таких установ є пайовий характер залучення коштів населення, що поєднується з традиційними операціями депозитування та кредитування. Розподіл кредитного портфеля здійснюється в цих установах так: 2% становлять комерційні кредити, 4% - кредити на ведення фермерського господарства, 8% - кредити на придбання житла чи ремонтні роботи, пов'язані з ним, 60% - споживче кредитування і 26% - на решту цілей*. З наведених даних видно, що кредитні союзи займають специфічну нішу роздрібного кредитування, причому, переважно їх операції спрямовані на споживче кредитування. З підвищенням добробуту населення відбудеться зміщення частки активних операцій у бік комерційного та іпотечного кредитування, як показує досвід розвинених країн світу. З цією метою вже сьогодні створюються і мегаутворення - об'єднані кредитні союзи, що є аналогом банківських консорціумів.

Діяльність кредитних союзів регламентується з 1993 р., коли було прийнято Указ Президента від 20 вересня 1993 р. № 377/93 і на його підставі розроблено "Тимчасові положення про кредитні союзи в Україні" та "Тимчасовий статут кредитного союзу" від 7 лютого 1994 р. №25, узгоджений з Правлінням Національного банку. Після прийняття Закону України "Про кредитні союзи" нагляд за діяльністю кредитних союзів значно посилився, у тому числі підвищилися вимоги до рівня капіталізації, дотримання фінансових нормативів. Серед саморегулюючих структур слід згадати Асоціацію кредитних союзів України.

---

* Деловая неделя. - 2-8 сент. (№ 34). - 2004.

На провідних фінансових ринках значна частка залучених та задіяних коштів припадає на інвестиційні фонди (ІФ) та інвестиційні компанії (ІК). *Інвестиційна компанія* (фонд) - це фінансовий посередник, який об'єднує капітали багатьох вкладників, що ставлять перед собою однакові інвестиційні цілі [58; 296]. ІК розміщують залучені кошти в різні цінні папери, створюючи портфелі цінних паперів. Таким чином, клієнт, інвестуючи в паї або цінні папери ІК, набуває прав власності на частку портфеля, розміщеного в професійному управлінні. Інвестиційні фонди та інвестиційні компанії виконують функції фінансового посередника, а також інституційного інвестора, тобто інституту, для якого інвестування в цінні папери є невід'ємною частиною діяльності і основним джерелом доходу. Взаємні фонди інвестиційних компаній акумулюють кошти інвесторів для спільного інвестування.

Інвестиційні фонди у розвинутих країнах бувають закритими і відкритими. *Закриті фонди* випускають обмежену кількість акцій, що є об'єктом торгів на біржах. Вартість акцій визначається попитом на фондовому ринку, а викуп інвестиційним фондом акцій в інвесторів неможливий. Перші закриті фонди з'явились у Великій Британії в середині XIX ст. і дотепер їх інструменти є поширеними в країні.

Відкриті інвестиційні фонди випускають свої інструменти у межах величини вартості чистих активів фонду, яка залежить від ринкової ціни портфелю цінних паперів. Вони викупають акції за вимогами інвесторів. Кількість випущених інструментів необмежена, причому вона не впливає на ціну окремого інструменту. Акції на біржі не мають обігу. Перший фонд відкритого типу з'явився в США у 1924 р. як альтернатива фінансовим компаніям, діяльність яких у країні суворо не регламентувалась. Законодавство США зобов'язувало вкладати значну частину активів інвестиційних (взаємних) фондів у державні цінні папери, чим забезпечувалась надійність їх функціонування. На сьогодні 95% інвестиційних фондів США належать до відкритого типу [75].

Особливістю цього виду інституцій є те, що вони акумулюють кошти дрібних інвесторів, кожний з яких окремо не впливає на загальну політику фонду. Отже, це висуває особливі вимоги до директорату та менеджерів інвестиційних фондів, що має бути відображено в законодавстві. Менеджери мають захищати інтереси дрібних акціонерів, бути незалежними у своїх рішеннях від інвестиційної компанії, застосовувати сучасні ме-

тоди досліджень для управління фондами та формування портфелю цінних паперів.

Поштовх розвитку інститутів спільного інвестування (ІСІ) дало прийняття у березні 2002 р. Закону "Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)". Законом було встановлено норми і правила роботи цього виду інституцій, що відповідають стандартам Європейського Союзу. Згідно із законом ІСІ визначаються як організаційно-правова форма діяльності, пов'язана з об'єднанням (залученням) грошових коштів інвесторів з метою отримання прибутку від вкладання їх у цінні папери інших емітентів та нерухомість. Визначено й основні види ІСІ: строкові та безстрокові; корпоративні та пайові; відкриті, закриті та інтервальні.

Інститути спільного інвестування стрімко розгортають свою діяльність в Україні. У 2003 р. було зареєстровано 28 пайових інвестиційних фондів, більшість з них (21) є венчурними. Компаній з управління активами налічується 30. Загальна сума коштів, що залучені ІСІ, в 2003 р. становила близько 500 млн грн [203, с. 6].

До так званих фінансових установ контрактного типу належать страхові компанії та пенсійні фонди. Діяльність цих установ базується на контрактах переважно з фізичними особами, згідно з умовами яких до фондів установ надходять періодичні вклади. Ці кошти менеджери установ розміщують у надійні, переважно довгострокові цінні папери (державні, муніципальні цінні папери, активи надійних корпорацій). Зважаючи на важливе значення у формуванні фінансової інфраструктури, діяльність установ контрактного типу буде докладно висвітлена далі.

Фінансові ринки на певному етапі свого розвитку зумовлюють появу нових інституцій і перехід у тінь старих. Отже, завжди можна виділити ключові інституції, що відіграють провідну роль у певній державі на певний момент її існування. Інституції, які взагалі були невідомі на ринку певної країни, з часом виходять на перші позиції й акумулюють левову частку коштів інвесторів. У монографії розглядаються деякі види інституцій, діяльність яких не відображена в українському законодавстві, але вони, можливо, виконуватимуть функцію залучення коштів інвесторів у недалекому майбутньому.

Інституційний брокер - фізична особа, яка купує або продає цінні папери для банків, взаємних фондів, пенсійних фондів та інших фінансових інститутів. Вони оперують великими оп-

товими партіями цінних паперів і, як правило, вимагають розмір комісійних в розрахунку на одиницю інструменту менший, ніж платять фізичні особи за більш дрібні партії.

Фінансові компанії - інституції, які залучені в процес позичання фізичним особам та бізнесовим структурам. Вони не є депозитарними інститутами, проте фінансуються банками та іншими фінансовими інституціями. В США компанії розподіляються на такі категорії: споживчі фінансові, які надають прямі, невеликі за розміром позики переважно фізичним особам; акцептні, що здійснюють продаж роздрібних та оптових паперів від автомобільних та інших компаній, які представляють ринок споживчих та інвестиційних товарів; комерційні або комерційні кредитні, діяльність яких зосереджена на наданні кредитів виробникам і оптовим торговцям, що забезпечені майном і обладнанням [301, с. 262].

Характерною особливістю сучасних фінансових систем є трансформація традиційних фінансових інститутів в організації, які пропонують комплексні інвестиційні продукти і максимально орієнтовані на споживача послуг фінансових ринків. Для того, щоб задовольнити споживача фінансових ринків, фінансові інститути здійснюють інновації, що роблять більш прибутковими вклади фізичних або юридичних осіб або стимулюють інвестиційну активність позичальників, надаючи їм інші можливості і запроваджуючи нові інструменти. На ринок виходять також і численні небанківські установи, які спеціалізуються на виконанні особливих фінансових операцій.

Ключовим питанням, яке має бути вирішене при розробці законодавчої інфраструктури, що регулює діяльність фінансових інституцій, є те, що норми, правила роботи, певні пільги та привілеї для інституцій не повинні порушувати нормальну конкуренцію між цими інституціями.

Ринок фінансових послуг небанківських інститутів в Україні представлено страховими компаніями, кредитними союзами, інвестиційними фондами та компаніями, ломбардами. Їх діяльність регулюється Законом України “Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг”. У грудні 2002 р. створено спеціальний орган виконавчої влади - Державну комісію з регулювання ринків фінансових послуг, який здійснює контроль за роботою небанківських фінансових інститутів. Правила їх реєстрації обумовлені Положенням “Про

Державний реєстр фінансових закладів", що набуло чинності 22 вересня 2003 р. Згідно з нормами цього Положення фінансовий заклад або філія чи регіональні представництва можуть надавати фінансові послуги тільки після внесення інформації в держреєстр. На підставі цих записів формується база даних, доступ до якої за санкцією Комісії можуть мати як юридичні, так і фізичні особи. Отже, на ринку фінансових послуг небанківських установ зроблено напівкрок до забезпечення прозорості роботи фінансових інститутів, що працюють на засадах публічності.

Специфічною фінансовою інституцією виступають венчурні компанії. Основним їх завданням є інвестування в малі компанії та ризикові проекти з метою отримання високих прибутків на вкладений капітал. Як відомо, у таких структурах ризиковий капітал розміщується не як кредит, а як пай у статутному фонді. Зазвичай венчурні компанії не тільки вкладають кошти, а й надають технічну допомогу, а також допомогу в менеджменті та корпоративному управлінні. У перехідних економіках венчурні компанії та фонди відіграють роль каталізатора виробничо-інноваційної діяльності з огляду на брак коштів.

Український ринок венчурного капіталу ще не має більш-менш точної оцінки. На квітень 2003 р. його розміри оцінювали на рівні 500-800 млн дол. США, що становить близько 10% від загальних прямих іноземних інвестицій. Основними галузями спрямування венчурного капіталу є високі технології, туризм і харчова індустрія (табл. 1.1).

Таблиця 1.1

Венчурні фонди в Україні за даними на кінець 2003 р.

Назва	Рік заснування	Частка іноземних інвестицій	Загальний обсяг, млн дол. США	
			Інвестицій	Активів
Western NIS Enterprise Fund	1995	100	54	150.0
Укрінто	2003	0	Нд	0,35
Euroventures Ukraine Fund	1999	100	19	30.0
Ineko Capital Partners	2002	0	-	-
SigmaBleyzer	1993	100	Понад 100	-
Техінвест	2004 (2001)	0	0,4	-

Примітка: Таблиця побудована за даними ЗМІ.

В Україні доцільно вжити таких заходів:

• прийняти закон про малі венчурні фірми та фонди венчурного капіталу з визначеним юридичним статусом і забезпечити для них систему певних державних гарантій, стимулів;

• надавати пільги щодо оподаткування венчурних капіталів;

• розповсюджувати акції відкритих АТ з правом на реєстрацію публічного випуску акцій інвесторів венчурного капіталу [182, с. 30-31]

Одним з поширених на іноземних фінансових ринках фінансових інституцій є хеджевий фонд [120]. Хеджеві (взаємні інвестиційні фонди) діють на ринку ультракоротких кредитів. Гроші в цих установах обертаються з назвичайно великою інтенсивністю, досягаючи кількох оборотів за день. На одній угоді отримується незначний доход, проте сумарні доходи хеджевих фондів є великими. Характерним є те, що далеко не кожна фірма може стати клієнтом фондів. Керуючі фондами ретельно перевіряють джерело доходів і не залучають кошти випадкових фірм [120, с. 57].

Для України це інституція, законодавство щодо якої ще не вправаджено в практику фінансової діяльності, хоча слід очікувати, що з часом ці установи з'являться і на українському фінансовому ринку, утворивши особливий сегмент хеджування ризиків. На світовому ринку функціонує близько 7 тис. хеджевих фондів. За результатами їх роботи спостерігає рейтингове агентство Hedge Fund Research, що розробляє з 1990 р. відповідний індекс - HFR. Базу цього індексу становить інформація щодо 4000 фондів. Особливістю індексу є те, що він розраховується за прийнятими у фінансовій практиці міжнародними стратегіями, яких налічується 19. Доходність хеджевих фондів тривалий час є однією з найвищих на фондовому ринку і в середньому починаючи з 1990 р. становить 14% [42, с. 16]. Зрозуміло, що започаткування роботи цих інституцій на українському ринку дасть змогу її диверсифікувати, а інвесторам вкладати кошти і в такий високоприбутковий фонд.

1.6. Ефективність фінансового ринку та його складових

Формування ринкової системи неможливе без потужного, такого, що стабільно функціонує, фінансового сектора. У свою чергу, фінансова система будь-якої країни має деякі саморегулюючі механізми, що дають змогу встановлювати баланс сил і ресурсів на ринках країни, однак її функціонування пе-

редбачає внесення певних регулятивних процедур і коректив, що є прерогативою держави. Ефективний вплив держави та її інститутів на фінансові ринки припускає стабілізацію роботи всіх учасників фінансових ринків, оптимізацію інвестиційної активності, наявність контрольованих зовнішніх потоків капіталів, досягнення високих макроекономічних показників. Ступінь негативного державного впливу на фінансову систему, на наш погляд, можна оцінити за рівнем асиметрії, деформацій, які виникають як з окремими її елементами, так і в окремі моменти її функціонування, що виявляється в нестабільності і фінансових кризах [93; 100].

Зазначимо, що фінансові кризи в країнах, що розвиваються, і перехідних економіках вимагають набагато більших витрат, ніж в індустріальних країнах, внаслідок відсутності вагомих структурних перетворень, і отже, "хворобливої" економіки, що реагує на всі негативні зміни ринкової кон'юнктури, високих фіскальних витрат, значної частки бідного населення. Фінансові кризи призводять до уповільнення темпів зростання економіки, знедолення населення, зниження довіри до фінансової системи в цілому, і отже, до переміщення великих сум заощаджень з фінансового сектора. У зв'язку з цим роль держави в підвищенні ефективності роботи фінансових ринків і їх складових підсилюється.

На початковому етапі ринкових перетворень у країнах з транзитною економікою на перший план виходить вирішення таких проблем, як розробка законодавства, забезпечення прозорості приватизаційних процесів, уведення стандартів і гармонізація національного законодавства з міжнародним, сприяння створенню інститутів фінансової інфраструктури ринкового типу. Ці проблеми висвітлювалися в численних дослідженнях вчених, тому не будемо спинятися на них докладно. Водночас варто визначити критерії ефективності фінансових ринків, що в економічній літературі трактуються неоднозначно.

У сучасній теорії термін ефективність фінансової системи трактується у вузькому і широкому розумінні. Оцінка ефективності в широкому, традиційному розумінні означає таке функціонування складної системи, за якого досягається максимальний ефект (доход) при мінімальних витратах ресурсів і трансакційних витратах [280, с. 55].

Ресурси фінансової системи формують інвестори, тобто фізичні і юридичні особи, що здатні створювати надлишок гро-

шових ресурсів, мати заощадження і виявляють готовність направляти ці заощадження на примноження активів реального сектора. Інші ресурси формують інституціональне середовище, у якому потоки капіталів підлягають збереженню, захисту, створенню інформаційної оболонки, їм надається здатність до переміщення в просторі і часі, а також до збільшення обсягів. Фактично чим більше учасників фінансових ринків і чим більша їх здатність щодо збереження і примноження багатства, тим більшими є ресурсна база фінансових ринків і можливості для раціоналізації грошових потоків.

Разом з тим наявність безрозмірного "чорного" чи "сірого" ринку в поєднанні з відсутністю практики дотримання банківської таємниці, недовіра до банківсько-фінансової системи призводить до зменшення цього ресурсу. Ці явища зумовлені, як відомо, непосильним податковим тягарем, завищеним обмінним курсом національної валюти, обмеженнями, що накладаються на величину доходів у тому чи іншому вигляді. Таким чином, державне стимулювання ефективної роботи фінансових ринків тісно пов'язано з реалізацією продуманої політики у фіскальній, валютній сферах, політикою доходів та інших сфер. У разі непродуманої політики виникає асиметрія в проведенні політики: зайва напруженість ("затискання") в одній сфері через деякий час викликає відповідну негативну реакцію в іншій, навіть і більш лібералізованій.

Іншим поширеним явищем у країнах з перехідною економікою є асиметрія структури фінансового сектора. Дослідженнями групи учених Всесвітнього банку реконструкції і розвитку доведено, що країни зі слабкою фінансовою системою мають найчастіше значно більш розвинутий банківський сектор порівняно з фондовим ринком. Так, в Україні банківський сектор за активами становить близько 90% від фінансового ринку [193]. Наявність такої асиметрії означає, що відсутні важливі інструменти примноження багатства, накопиченого юридичними і фізичними особами, що забезпечує розвиток фондового ринку, і, крім того, свідчить про можливу необ'єктивність оцінки фінансових інструментів через нерозвиненість вторинного ринку. Таким чином, державні важелі регулювання фінансових ринків у цьому питанні визначають законодавчі можливості побудови повної структурної моделі фінансової системи з наявністю активних операцій на біржах, операцій з хеджування на ринках деривативів і т. ін.

Продуктами випуску функціонування фінансової системи є різноманітні інструменти, послуги і різні операції, що враховують різні очікування і плани споживачів фінансового ринку щодо прибутковості, ризиків, термінів інвестицій і форми управління капіталами. Основним критерієм вибору певного інструменту виступають безпека, прибутковість трансакцій, мінімізації часу і витрат на їх виконання чи престиж, відповідність певним вимогам клієнта стосовно самореалізації і позитивного психологічного ефекту від одержання послуги фінансового ринку. Чим більш різноманітний спектр наданих послуг, тим більше можна залучити учасників фінансового ринку. Це знижує негативний ефект асиметрії операцій фінансового ринку, коли при наданні незначного їх переліку можна чекати негативного сприйняття їх учасниками ринку і відмови від користування послугами ринку в цілому. Прикладом такої ситуації може слугувати поява трастових послуг, попит на які ще не сформувалися на фінансових ринках країн колишнього соціалістичного табору, що через низку обставин спричинило втрату на тривалий період потенційних клієнтів фінансових ринків.

Найважливішим фактором ефективності фінансової системи є рівномірний розподіл фінансових ресурсів за сферами діяльності і галузями економіки з переважним фінансуванням тих галузей, що можуть забезпечити найбільший ефект від використання фінансових ресурсів. Це не означає відмови від надання пільгових умов кредитування пріоритетних галузей або фундаментальних досліджень, від яких не можна очікувати швидкого повернення інвестицій. У багатьох країнах світу функцію фінансування галузей, що не становлять інтерес для приватного капіталу, перебирають на себе спеціалізовані банки, наприклад банки розвитку, банки підтримки або інші фінансові інститути. Однак у разі недофінансування певного сектора галузі з числа діючих і потенційних учасників фінансового ринку вилучається відповідний сектор, що приводить до асиметрії розподілу доходів і, відповідно, до асиметрії об’єктного зрізу структури фінансового ринку. Так, недофінансування бюджетної сфери, зокрема людських ресурсів, що зайняті у сфері культури, науки, освіти, охорони здоров’я, на досить тривалий час відмежовує цей сектор від користування послугами фінансового ринку. Фактично застосування урядом країни практики переважного кредитування однієї галузі за рахунок іншої, надання значних цільових кредитів не сприяє підвищенню ефективності

фінансових ринків. Доцільним з позиції державного регулювання грошової сфери є такий розвиток мережі різноманітних фінансових інститутів, що обслуговували б різні галузі економіки.

Однією з умов ефективності фінансової системи є забезпечення рівних можливостей для всіх цивілізованих учасників ринку доступу до капіталу, входу і виходу на ринки. Йдеться, насамперед, про визначення міри відкритості фінансових ринків і допущення на них іноземного капіталу. Спочатку надмірна відкритість ринків зробить національні інституції неконкурентоспроможними стосовно іноземних, може призвести до імпорту інфляції в країну-реципієнта, в окремих випадках - до експорту національного суверенітету (особливо через портфельні інвестиції, депозитарні розписки й інші інструменти). Водночас інституції-нерезиденти привнесуть елементи нової культури менеджменту і маркетингу у фінансово-банківську сферу, підвищать рівень конкурентності і якість надання послуг. Визначення міри відкритості фінансових ринків і внесення в закони відповідних коректив, що перешкоджають негативному прояву лібералізації ринків, є прерогативою держави.

Ознакою ефективної фінансової системи є об'єктивна оцінка вартості активів, недопущення їх надмірної переоцінки чи заниження. Це досягається шляхом проведення грамотної приватизації і корпоратизації економіки, побудови розгалуженої системи інститутів незалежної оцінки нерухомості, залучення ресурсу місцевих і регіональних органів влади.

Таким чином, слід зазначити, що обов'язковою умовою ефективності фінансової системи в традиційному розумінні є наявність платоспроможних суб'єктів фінансового ринку (що формується в рамках реального сектора), забезпечення різноманіття послуг, операцій та інструментів для різних його категорій (відсутність асиметрії критеріїв оптимальності надання послуг), інвестування різних сфер діяльності і галузей економіки (відсутність асиметрії інвестування в різні об'єкти інвестицій).

Поняття ефективності фінансової системи у вузькому розумінні пов'язано з наявністю повної об'єктивної і прозорої інформації і забезпеченням доступу до неї з боку всіх учасників фінансових ринків, будь-то професіонали чи непрофесіонали.

Моніторинг фінансових ринків, що здійснюється тільки органами нагляду, не зможе забезпечити достатній контроль та ефективне регулювання. Важливо, щоб моніторинг і контроль фінансових ринків здійснювалися інвесторами - інститутами і фізичними особами, професіоналами і непрофесіоналами фінан-

сового ринку [286, с. 11-12]. Для цього фінансові ринки мають працювати у режимі відкритої інформації і поінформованості широких кіл громадськості про роботу як фінансової системи в цілому, так і окремих секторів і суб'єктів. Водночас у країнах СНД наявна інформаційна асиметрія, що зумовлює нерівні можливості доступу до інформації з боку її учасників, а отже, і відсутність ефективності у вузькому розумінні. Державне регулювання полягає в розвитку інформаційно-організаційної інфраструктури фінансового ринку і формуванні цивілізованого, такого, що знає свої права і обов'язки, інвестора.

Однією з найважливіших умов підвищення ефективності фінансових ринків є своєчасне реагування на зміну їх світової кон'юнктури. З огляду на все більшу відкритість економіки України і її фінансових ринків, що однаковою мірою стосується й інших країн перехідного типу, негативна реакція її фінансового ринку на зовнішні шоки і наслідки може бути значною.

Особливу чутливість до змін на зовнішніх ринках демонструє фондовий ринок. У зв'язку з цим становить інтерес дослідження, проведене фахівцями МВФ, з вивчення діяльності 5500 компаній з 21 розвинутих і 19 країн, що розвиваються. Результати дослідження показали, що з березня 1986 р. по серпень 2000 р. прибутковість акцій (у доларовому еквіваленті) визначалася переважно дією факторів глобалізації, а саме: глобальним циклом бізнесу; глобальним індустріальним ефектом; глобальним фактором нової економіки. Фактично було встановлено, що належність компанії-емітента до певного сектора економіки є більш важливим фактором впливу на прибутковість акцій, ніж країна її походження. Причому галузь, що оперує високими технологіями, визначає велику залежність між фінансовими ринками, що використовують її інструменти.

Що стосується країн з перехідною економікою і нових індустріальних країн, то велика їх частина характеризується нерозвиненими фондовими ринками. Однак навіть за умови недостатнього рівня глибини національних фінансових ринків вплив зовнішніх фінансових колапсів істотно погіршує їх клімат, що і підтвердили події 1998 р.

Таким чином, державне регулювання в разі вирішення цих проблем полягає насамперед у достатньому інформаційному забезпеченні процесів прийняття інвестиційних рішень на всіх рівнях управління. Державна політика має спиратися на знання, аналіз і прогнозування розвитку економіки в цілому і

фінансових ринків, зокрема головних країн-партнерів, постійний моніторинг роботи найбільших фінансових інститутів, ринків і потоків капіталів. При цьому важливе не тільки знання внутрішнього регламенту фінансових ринків, а й особливостей інвестиційного клімату, динаміки найважливіших фінансових показників тощо. Зрозуміло, що збирання і аналіз інформації, прогнозування трендів розвитку за допомогою комп'ютерних програм є досить дорогою процедурою, тому це дослідження може бути проведене на підставі репрезентативної вибірки, що визначала б групу країн, вплив яких на національну економіку був би найбільшим. Критеріями віднесення країни до цільової групи могли б бути показники валютної залежності, обсягу торгівлі, наявності фінансових інститутів, що діють на території тієї чи іншої країни, кількість "лоро" і "ностро" рахунків, обсяги взаємозумовлених операцій на фондових ринках та інші показники.

Підвищення ефективності фінансових ринків з урахуванням факторів глобалізації поєднано з діяльністю державних органів зі створення позитивного іміджу держави. Цьому сприятимуть відомі маркетингові стратегії. Одним з дієвих методів підвищення іміджу держави є реклама. Видається, що в країнах СНД має бути розгорнута широкомасштабна кампанія з використання політичної, економічної і соціально-культурної реклами, що, насамперед, має стати ефективною на фінансових ринках як найбільш консервативних. Безумовно, не останню роль у цьому відіграє підтримка великих фінансових інститутів, які мають бездоганну репутацію на світових фінансових ринках, що пов'язане з великими витратами. Однак це і визначає багато що в сприйнятті країни у фінансовому секторі міжнародного рівня. Свідченням ефективності вжитих заходів може бути підвищення рейтингу країни, зниження рівня відсотків прибутковості на євровалютному ринку, розширення сфери використання депозитарних розписок та ін.

Благополуччя національної економіки є важливим фактором фінансового розвитку. Однак цього вже недостатньо. Визначальною є чітка орієнтація на фондові ринки певного регіону. Пріоритетним для України, на наш погляд, є ринок країн Західної Європи. Це пояснюється не тільки його близькістю і зручністю транзитних ліній - для фінансових ринків фактор відстані не є перешкодою. Ринок країн Європи більш орієнтований на могутні банківські структури, є менш волатильним (мінливим) і консервативнішим, ніж фінансові ринки країн Північної Америки й Азії.

Розділ 2
Фінансова інфраструктура як об'єкт державного регулювання

2.1. Концептуальне поняття фінансової інфраструктури, її видів та елементів

Формування ефективної фінансової інфраструктури є важливою складовою проведення реформ у фінансовому секторі держави. У країнах з перехідною економікою інфраструктура як реального, так і фінансового сектора є одним з вузьких місць розвитку економічної системи, зважаючи на уповільненість інституціональної розбудови, відсутність цілісної концепції становлення незалежної держави загалом. Отже, вона не виконує свої функції щодо сприяння розвитку основних (виробничих) процесів і не стимулює повноцінне відтворення економічних відносин. Тим самим створюються умови для негативного ефекту впливу на окремі соціальні категорії суспільства.

Питання розвитку фінансової інфраструктури та ролі державних органів у її формуванні були об'єктом пильної уваги сучасних вітчизняних і зарубіжних науковців: Л.Безчастного, О.Білоруса, А.Гальчинського, С. Глущенка, Ш.Буркі, Р.Левіна, С.Лихолата, О.Мозгового, Ю.Ніколенка, Р. Ла Порта, Ф.Лупес-де-Сіланеса, В.Соболєва, О.Яценка та ін. Водночас найбільший акцент в їх працях було зроблено на окремих елементах фінансової інфраструктури або на інструментарії та механізмах державного регулювання цих процесів. Досі відсутній чіткий термінологічний апарат і системне уявлення про особливості впливу фінансової інфраструктури на становлення ефективної фінансової системи і економічний розвиток.

Інфраструктура - це концептуальне поняття, для якого характерною є неможливість чітко визначити її початок та кінець, просторове чи часове обмеження. Вона зрощується з основними елементами, які становлять сферу її впливу, входить у технологічний процес, що обслуговує і, таким чином, стає органічною частиною і системи, і процесу.

Поняття фінансової інфраструктури невід'ємне від поняття інфраструктури взагалі. Сталим є визначення інфраструктури як категорії, що визначає сферу послуг, яка організаційно і

матеріально забезпечує основні ринкові процеси виробництва, обміну, розподілу та споживання матеріальних благ, а також фінансово-економічну діяльність, пов'язану із цими процесами.

Зокрема, в "Економічній енциклопедії" за редакцією С.В.Мочерного виділяють поняття інфраструктури як "комплексу галузей народного господарства (сфери матеріального і нематеріального виробництва), які обслуговують промисловість і сільське господарство" [78, с. 702], а також ринкову інфраструктуру. Під останньою розуміють сукупність підприємств, установ, організацій, які забезпечують стабільність розвитку і функціонування ринкового механізму регулювання економіки, безперервний рух товарів та послуг у різних сферах суспільного виробництва [78, с. 702].

Школу формування концепції інфраструктури створили російські вчені. Зокрема, спеціалісти Російської Академії державної служби при Президентові Російської Федерації сформулювали основні поняття та складові інфраструктури, обґрунтували підходи до її визначення. Так, під категорією "ринкова інфраструктура" розуміється сукупність інструментів, форм, методів і процесів, що забезпечують загальні умови нормального функціонування ринкової економіки [60, с. 647]. Результатом діяльності інфраструктурних підрозділів є не новий продукт (у розумінні його натурально-речової форми), а підвищення вартості продукту, що був їх цільовим об'єктом.

На наш погляд, можна виділити кілька загальних підходів до визначення інфраструктури, в тому числі фінансової.

Перший пов'язаний з інституціональним підходом. Зокрема, визначається, що інфраструктура ринку - це система взаємопов'язаних спеціалізованих організацій, що можуть обслуговувати потоки послуг, грошей, цінних паперів, робочої сили, інформації, яка поділяється на внутрішню (власна внутрішня структура страховика, що включає агентства, контори, філії, представництва, канали комерційного зв'язку) і зовнішню (правове і нормативне забезпечення, інформаційна та аудиторська мережа, наукове обслуговування, кадри, система організації професійної освіти, професійна етика і мова) інфраструктури [15, с. 73-75]. Фінансову інфраструктуру визначають як сукупність норм, правил та допустимих меж поведінки економічних агентів. Зокрема, деякі автори взагалі відносять фінансову інфраструктуру до інституціональної, до якої включають орга-

ни державної влади та управління, грошово-кредитну та фінансову систему [50, с. 12].

Другому підходу, який використовує переважна більшість авторів, властиве фокусування уваги передусім на аспектах інституційного оформлення елементів інфраструктури: вони підкреслюють, що саме певні організації забезпечують виконання функцій фінансової інфраструктури. У багатьох роботах фінансову інфраструктуру і визначають як сукупність організацій (бірж, фінансових посередників), що працюють з таким специфічним продуктом, як гроші*. А.С.Гальчинський, визначаючи інфраструктуру ринку, відносить до неї систему підприємств і організацій, які забезпечують рух товарів, послуг, грошей, цінних паперів, робочої сили [57, с. 138].

Прихильники третього підходу стверджують, що інфраструктура в будь-якій соціально-економічній системі відіграє роль структурозабезпечувального елемента. Зокрема, зазначається, що під інфраструктурою можна розуміти сукупність елементів, які забезпечують безперебійне функціонування взаємозв'язків об'єктів і суб'єктів такої системи, причому можна виділити глобальний і локальний рівні інфраструктури [62, с. 37]. У зв'язку із цим варто згадати наукову роботу Ю.В.Ніколенка, який визначав загальну і спеціалізовану інфраструктури ринку. До загальної інфраструктури, що обслуговує ринкову економіку загалом, він відніс такі види: організаційно-технічну (холдингові, брокерські і дилерські компанії, інформаційні центри, засоби зв'язку, державні інспекції), фінансово-кредитну (банки, фондові і валютні біржі, страхові та інвестиційні компанії), науково-дослідницьку (інформаційно-консультаційні фірми, аудиторські організації, наукові інститути, спеціальні навчальні заклади). Спеціалізована інфраструктура обслуговує різні специфічні ринки [180, с. 140-141].

Залежно від віднесення фінансової інфраструктури до загальної або спеціалізованої можна виокремити два підходи до визначення категорії "фінансова інфраструктура".

Перший підхід полягає у виділенні фінансової інфраструктури як спеціалізованої, зі своїми інституціями та організаціями. Зокрема, І.А.Бланк визначає інфраструктуру фінансового ринку як комплекс закладів і підприємств, які обслуговують

---

* Особливо цей погляд характерний для авторів сучасних підручників та посібників з економічної теорії.

безпосередніх його учасників з метою підвищення ефективності здійснюваних ними операцій. У складі цих суб'єктів інфраструктури фінансового ринку автор виділяє такі елементи: фондові і валютні біржі, депозитарій цінних паперів, реєстраторів цінних паперів, розрахунково-клірингові центри, інформаційно-консультаційні центри та інші заклади інфраструктури переважно фондового ринку [34, с. 205-206]. Інші автори до цього переліку додають страхові компанії, аудиторські фірми [23].

Другий підхід полягає у більш широкому визначенні фінансової інфраструктури як такої, що обслуговує загальний ринок, є його атрибутом і отримує ринкові сигнали від різних секторів та структур економіки.

Для прихильників цього підходу є характерним розгляд інфраструктури як елемента посередництва. Зокрема, С.Лихолат до складових інфраструктури відносить посередництво на біржах, небіржове посередництво, соціальні інститути, кредитну систему, комунікаційну інфраструктуру, податкову систему, посередництво через систему торговельних домів. Крім того, у складі оптового ринку він виділяє основну інфраструктуру (товарні біржі, ярмарки, оптові ринки, аукціони, склади) та загальну (банківсько-кредитні установи, фінансові організації, установи зв'язку, різні консалтингові, холдингові, лізингові, рекламні, аудиторські, інформаційні та інші компанії, юридичні фірми, центри маркетингових досліджень, бізнес-центри) [157; 158]. Таким чином, автор об'єднує в понятті інфраструктури різні організаційно-правові форми справляння ринкової діяльності, що не може бути підставою для виділення окремих складових такого поняття, як інфраструктура. В.М.Іванов розширює перелік компонент фінансової інфраструктури, вказуючи на наявність у її складі, крім бірж, компаній, таких структур, як: фонди (інноваційний, державного майна, інвестиційний, регіонального регулювання, науково-технічних програм); комітети і комісії; центри (інформаційного та юридичного забезпечення); державні інспекції (Державна комісія з цінних паперів і фондового ринку, Податкова адміністрація, страховий нагляд); інші організації (аукціони, комерційні банки, аудиторські і консалтингові компанії) [121, с. 18].

Деякі вчені розглядають окремі сектори економіки та сфери діяльності й вивчають основні елементи інфраструктури, притаманні їх об'єктам дослідження. Вони так само визначають

банки, фондові біржі, небанківські фінансові інститути як важливу складову, що є елементом інфраструктури у цих сферах. Як приклад можна навести роботу О.Є.Кузьміна та І.М.Комарницького, які зазначають, що фінансова інфраструктура підтримки малого бізнесу має бути гармонійно діючою системою, яка містить: джерела фінансових ресурсів; канали надходження ресурсів на рахунки малих підприємств; агенції щодо незалежної оцінки перспективності фінансування розроблених проектів; інституції з офіційної реєстрації та юридичного захисту авторських ідей; агенції із забезпечення функціонування лотерейної системи розиграшу кредитів між зацікавленими в них підприємцями [150]. Автори схильні визначати досить строкатий склад елементів фінансової інфраструктури безвідносно до виділення ступеня важливості та пріоритетності складових інфраструктури. Деякі автори до фінансової інфраструктури відносять не тільки фінансові заклади, а й науково-методичне і кадрове забезпечення роботи фінансових ринків [275].

На наш погляд, фінансова інфраструктура належить до загальної інфраструктури, що визначає ефективність роботи всього реального сектора. Не можна виділити ні інституціональний, ні організаційний аспекти інфраструктури, оскільки вони взаємозв'язані та взаємопоєднані. Жодна організація, що виконує специфічні функції обслуговування потоків капіталів, не може тривалий час функціонувати без відповідного законодавчого забезпечення. Так само в нормативних актах, що приймаються, обов'язково передбачається, що будуть виділені спеціальні організації, які виконуватимуть операції, зумовлені цими нормативними актами.

Отже, **інфраструктуру фінансового ринку можна визначити як сукупність інститутів і організацій, науково-методичних і кадрових елементів, що забезпечує неперервну, прозору й надійну основу функціонування фінансового ринку в його динамічному розвитку, а також організує переміщення й розподіл потоків капіталів між секторами, суб'єктами й об'єктами ринку.**

У процесі тривалого наукового дискурсу сформоване певне наукове уявлення щодо ролі та функцій інфраструктури. Так, виокремлюють такі функції інфраструктури, як розподільна, комунікаційна, регулююча [60, с. 649]. Крім того, на нашу думку, слід виділити її спрямовуючу функцію. Вона полягає у спря-

мованості на економічний прогрес у ланках, яким надаються послуги чи розвиток яких вона зумовлює. Закріплююча функція полягає в тому, що відповідно до динаміки розвитку реального сектора інфраструктурні елементи сприяють узгодженню інфраструктури та елементів системи, що вона обслуговує, а отже, закріплює досягнення цієї системи. Стимулююча функція проявляється в ініціалізації змін у цільовому секторі, що зумовлено випереджальними темпами розвитку інфраструктури як однієї з умов економічного зростання.

Щодо елементного складу в сучасній економічній літературі склалося уявлення про те, що фінансова інфраструктура оперує поняттями інститутів і організацій. Інститути визначаються як набір правил та цілей, що впливають на поведінку економічних агентів, організації - як структури, що застосовують ці правила щодо фінансових та інших трансакцій [279, с. 6].

Інститути і організації бувають формального та неформального типу. До *формальних інститутів* можна віднести конституцію як основний закон країни, систему права, державні регуляторні процедури, міжнародні угоди тощо. *Неформальні інститути* включають культурні норми, традиції. У фінансовій системі неформальними нормами є етичні взаємовідносини між позичальниками та боржниками, традиції залучення коштів на депозитні рахунки та ін.

До *організацій формального виду* належать суди, фінансові регулятивні органи, міжнародні організації тощо, до *неформальних* - групи за інтересами, які набувають визнаного чи невизнаного статусу в суспільстві, зокрема різні асоціації та союзи (наприклад Асоціація українських банків), фінансові конгломерати, що впливають на прийняття рішень щодо розподілу фінансових коштів, інші структури.

Найкраще можна визначити фінансову інфраструктуру через її складові та найбільш загальні принципи роботи. У зв'язку із цим варто навести визначення інфраструктури, яке одночасно містить і класифікацію об'єктів інфраструктури: "Інфраструктура - сукупність суб'єктів матеріального, технологічного, організаційного, інформаційного, фінансового і правового характеру, які забезпечують безперебійність функціонування ринкового механізму і безперервність відтворювального процесу при реалізації товарів і послуг на основі цін, які досягаються на ринку рівновагою платоспроможних попиту і пропозиції".

Зазначено, що інфраструктура поділяється за видами об'єднань (баз) суб'єктів інфраструктури на організаційну, матеріальну, інформаційну, кредитно-розрахункову, кадрову і нормативно-правову" [79, с. 258].

За окремими видами ринків виділяють інфраструктуру грошового ринку, ринку цінних паперів (капіталів), ринку деривативів та ін.

Найбільш відпрацьоване поняття інфраструктури ринку цінних паперів, оскільки вчені чітко можуть встановити об'єкти інфраструктури цього ринку. Зокрема, С.В.Глущенко та А.М.Коверзнєв характеризують інфраструктуру ринку цінних паперів як комплекс інститутів, організацій, установ, видів діяльності, а також норм і правил, які створюють загальні умови для функціонування ринку. Вони також визначають основні завдання інфраструктури, що полягають ось у чому:

- опосередковуванні зв'язків між основними суб'єктами ринкових відносин: державою, підприємствами, населенням, банками тощо;
- зниженні питомої вартості проведення операцій, що досягається за рахунок стандартизації операцій і документів;
- зниженні концентрації операцій у спеціалізованих структурах;
- застосуванні нових технологій, зокрема інформаційних;
- зменшенні ризиків на ринку. Механізм виконання цього завдання полягає у відокремленні різних видів ризику один від одного можливості перекладення їх на складові інфраструктури, визначенні відповідального за ризик, реалізації відповідальності учасників за заподіяні ними збитки. Учасники, які працюють у межах цих утворень, звільняються від визначених видів ризику, оскільки їх бере на себе інфраструктура ринку;
- визначенні стандартних норм і правил поведінки [59, с.125-126].

Вчені виділяють також основні складові інфраструктури, до якої вони відносять: систему обліку прав на цінні папери; торговельні системи (біржі й позабіржові торговельні системи; системи клірингу; системи платежу; банківські установи; системи розкриття інформації: інформаційні й рейтингові агентства; системи контролю і страхові системи; професійних учасників ринку, що забезпечують виконання завдань складових інфраструктури ринку цінних паперів [59, с. 125-126].

Як найважливіші блоки представники іншої наукової школи виділили виробничу, соціальну, інституціональну, економічну, персональну, соціально-побутову. Інфраструктура згідно з їх класифікацією поділяється на таку, що забезпечує надання послуг різним сферам і напрямам соціально-економічної діяльності (виробнича, соціальна, інституціональна), і на таку, що забезпечує послугами окремі сектори ринку [60, с. 653].

Інституціональна інфраструктура являє собою комплекс галузей та сфер діяльності, що здійснює макроекономічне регулювання економіки і підтримує близькі до оптимальних макроекономічні пропорції розвитку національного господарства. До неї входять державний апарат економічного регулювання, кредитно-фінансова сфера, заклади, що забезпечують управління народним господарством країни, регіону. Вона формується з організацій, що регулюють та спрямовують економіку, обчислювальних центрів, закладів фінансово-кредитної системи. Заклади фінансово-кредитної системи "обслуговують сферу обігу" [60, с. 655-656].

Отже, відповідно до існуючих систем класифікації нами виділені такі види фінансової інфраструктури та окреслено їх призначення щодо обслуговування фінансової системи [93; 94] (рис. 2.1).

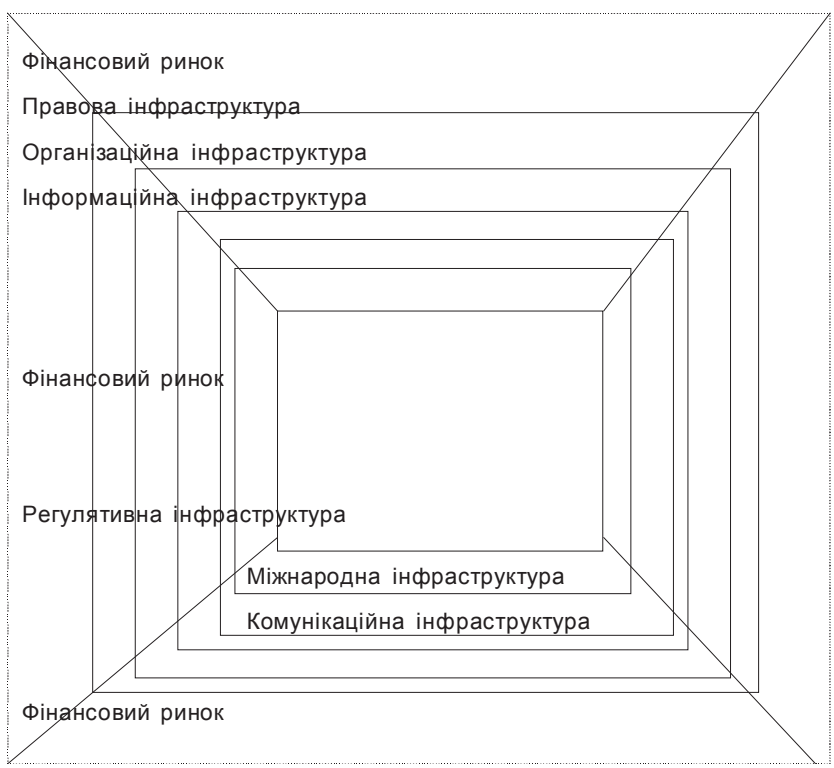

Рис. 2.1. ***Фінансова інфраструктура та її складові***

Правова інфраструктура є нормативно-правовою основою функціонування фінансових ринків та їх головних учасників - урядових структур, фінансових посередників, фізичних осіб, фірм.

Організаційна фінансова інфраструктура передбачає створення особливих структур та організацій, що полегшують взаємодію учасників ринку і забезпечують розмежування власності (в тому числі й на інформацію), використання й управління потоками капіталів. Така інфраструктура виступає елементом архітектури ринку, сприяє створенню найдоцільнішої системи зв'язків між складовими фінансового ринку. Формування організаційної інфраструктури має на меті розвиток відповідних форм та інститутів організаційної взаємодії учасників ринку. У вітчизняній літературі широко використовується поняття "модель" ринку, яке відображає в системі зв'язків і таку компоненту, як організаційну інфраструктуру.

Інформаційно-комунікативна інфраструктура призначена забезпечити надання повної і прозорої інформації щодо роботи фінансового ринку усім її учасникам, професіоналам чи непрофесіоналам, за каналами комунікативної мережі передачі інформації. Цей вид інфраструктури відіграє важливу роль у сприянні підвищенню ефективності роботи фінансових ринків, спрямуванні потоків капіталів, прискоренні їх руху тощо.

Наукова фінансова інфраструктура пов'язана з розробкою наукового апарату вимірювання ризиків, визначенням принципів і критеріїв ефективності фінансових ринків, параметрів роботи професіоналів фінансового ринку, оптимізацією процесів, засобів і механізмів виконання фінансових операцій, запровадження нових продуктів тощо.

Облікова інфраструктура визначає формальні та неформальні процедури і механізми ведення обліку, аудиту, стандартів надання інформації.

Кадрова інфраструктура сприяє забезпеченню фінансових ринків кваліфікованою робочою силою, її професійному збагаченню та розвитку.

У сучасних умовах глобалізації фінансових процесів варто виділити *міжнародну фінансову інфраструктуру*, основою якої є міжнародні організації, інститути і створені ними кодекси, правила, юридичні норми, рекомендації тощо (рис.2.1).

Усі види інфраструктури тісно взаємодіють між собою, що забезпечує розвиток інфраструктурного середовища, в якому діють фінансові ринки (рис. 2.2).

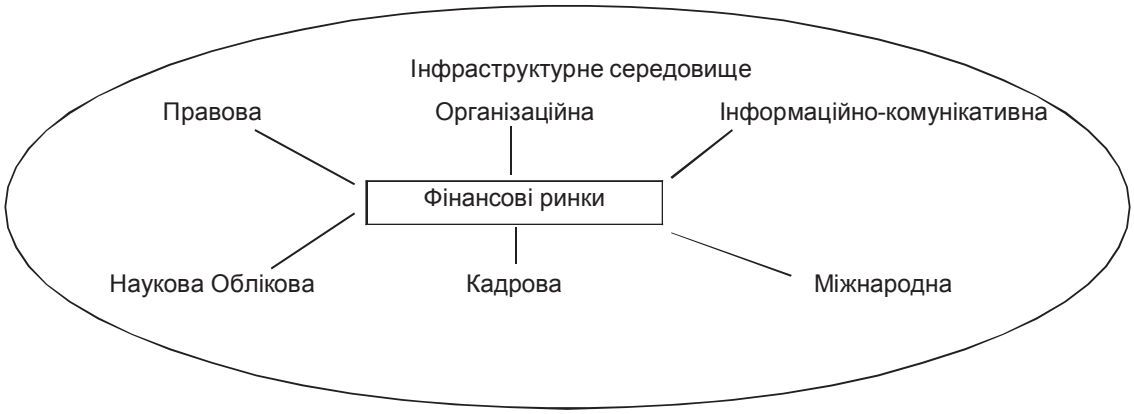

Рис 2.2. ***Інфраструктура фінансових ринків***

Під **інфраструктурним середовищем** ми розуміємо сукупність сил, факторів, імпульсів, що активно діють на всіх учасників фінансового ринку, фізичних та юридичних осіб, впливають на їх поведінку і визначають структуру й ефективність функціонування ринку. Без створення відповідного рівня розвитку інфраструктурного середовища неможливо досягти бажаної ефективності фінансової системи.

З цих міркувань інфраструктура, на думку Л.І.Щербакової, виникає як наслідок структурних змін, що викликають в економіці виокремленість елементів, диференціацію їх властивостей, перерозподіл характеристик. Отже, інфраструктура виступає механізмом, що "компенсує видатки виокремленості, "ув'язує" між собою результати процесу структуростворення" [60, с. 649].

Співвідношення між фінансовою інфраструктурою та базовими секторами економіки має значення ще й у вартісному виразі. Інфраструктура загалом відволікає частину ресурсів, що виникають у виробничій сфері, для відтворення процесів, які в ній відбуваються. При цьому між інфраструктурними підрозділами та виробництвом перерозподіляються матеріальні фактори виробництва, робоча сила, фінансові та інформаційні потоки, технології, ідеї та "know-how". Стосовно продуктивного використання інфраструктурою матеріально-трудових ресурсів ці процеси сприяють збільшенню загального обсягу ВВП, що можна відобразити відомою формулою Дж.Кейнса:

$$GDP_i = C_{pi} + C_{gi} + I_{pi} + I_{gi} + (E_s - I_s),$$

де GDP_i - ВВП країни, збільшений на величину вартості, що створена інфраструктурними ланками економіки; C_{pi}, C_{gi} - витрати, пов'язані з роботою інституцій інфраструктури відповідно приватного та державного сектора; I_{pi}, I_{gi} - інвестиції у фінансову інфраструктуру відповідно приватні та державні; $(E_s - I_s)$ - різниця між експортом та імпортом послуг інфраструктурних підрозділів.

Наведена формула дає змогу виокремити роль держави у процесі збільшення ВВП за рахунок фінансової інфраструктури. Отже, якщо приватні інвестиції на розвиток інфраструктури не надходять, то держава має спрямувати потік інвестицій таким чином, щоб ВВП стабільно збільшувався за рахунок інфраструктурних ланок щороку. Те саме має відбуватися з державними витратами, які мають покривати зменшення приватних витрат на розвиток інфраструктури, якщо в окремі періоди це спостерігатиметься.

Однак зазначимо, що фінансова інфраструктура подвійно впливає на перерозподіл доходів. З одного боку, результатом роботи її інституцій є загальне підвищення рівня доходів, що отримують сектори, яким вона надає послуги, з другого - для свого відтворення вона потребує коштів, які можуть збільшуватися неадекватно позитивному ефекту від обслуговування. Фінансова інфраструктура не повинна перебирати на себе велику частину доходів сфери, що вона обслуговує, в противному разі вона розвивається як ракова пухлина, що перетворює здоровий стан організму економіки на хворий.

Отже, для виконання умови позитивного впливу фінансової інфраструктури на економічне зростання слід дотримуватися умови

$$E_r >> (D_i - D_i^{sp}),$$

де E_r - ефект від роботи інституцій фінансової інфраструктури, досягнутий у реальному секторі; D_i - загальний обсяг доходів у сфері інфраструктури; D_i^{sp} - частина доходів, отримана в результаті спекулятивних операцій та завдяки іншим доходам у самій інфраструктурі.

Нарощування потужностей фінансової інфраструктури не на користь виробничим галузям спостерігалося на початку ринкових перетворень. У ті часи фінансова інфраструктура відтворювала сама себе, про що свідчив високий рівень залишків коштів на кореспондентських рахунках в інших банках. В краї-

нах із розвинутою економікою також інколи спостерігається надмірне нарощування ринкової фінансової інфраструктури на противагу зростанню виробництва. Проте важливо з'ясувати, яка саме частина інфраструктури активно розвивається. У сучасному фінансовому світі інфраструктурні сфери розширюються за рахунок високотехнологічних ланок комунікаційної інфраструктури. На відміну від цього у країнах виникаючих ринків з'являється лавиноподібний потік законодавчих норм і правил, які постійно переглядаються та коригуються. Крім законодавчої інфраструктури, випереджальними темпами формується спекулятивна частина інфраструктури і сфери послуг. Це в умовах нерозвиненого базового виробництва, що обслуговує фінансова інфраструктура, призводить до подорожчання і зниження ефективності послуг. Крім того, розвивається та інфраструктура, що представлена інституціями (а не інститутами, що було б логічніше), які часто дублюють функції одна одної.

Отже, важливо дотримуватися співвідношення не тільки між інфраструктурою та сферами, що вона обслуговує, а й правильного співвідношення у розвитку між окремими її компонентами.

Нами виділені ключові, на наш погляд, види інфраструктури, які значно впливають на роботу фінансових інститутів та учасників фінансових ринків. Найважливішою складовою інфраструктури виступає правова інфраструктура, яка є підґрунтям для формування і цивілізованого розвитку інших її елементів. Інформаційно-комунікативна інфраструктура відіграє важливу роль передусім у забезпеченні прозорості функціонування фінансових ринків, що підвищує рівень довіри інвесторів, без чого робота фінансових ринків неможлива. Крім того, інформаційно-комунікативна інфраструктура (ІКІ) також опосередковано визначає ефективність управління спрямуванням потоків капіталів, прискоренням їх руху.

Для західних фахівців характерним є не виділення правової інфраструктури як окремого виду, а об'єднання її з обліковою і нормативною інфраструктурами [248, с. 131].

Деякі дослідники, зокрема Р.Левін, вважають, що інфраструктуру фінансового (банківського) ринку формують законодавчі норми, система контрактного права і обліку. На думку вченого, нормальний банківський розвиток забезпечують такі складові, як:

законодавство, що має надавати кредиторам гарантії щодо повного задоволення їх претензій до позичальників;

система права, що має вдосконалювати контрактну систему, в тому числі державні контракти;

система фінансового обліку, яка передусім має узгоджуватися з корпоративною і досягати високої якості та прозорості [289, с. 30].

На нашу думку, правова і нормативна складові інфраструктури є поняттями одного порядку, а облікову слід аналізувати окремо, зважаючи на своєрідність її впливу на фінансовий ринок, особливий характер, принципи та механізми її формування.

Особливого значення правова інфраструктура набуває в часи ринкових трансформацій. В період зміни старих норм і правил, здійснення фінансових трансакцій посилюється вплив неформальних інститутів (етики поведінки) й організацій (впливових груп, неформальних структур), які можуть справляти як позитивний, так і негативний вплив, що буває частіше. Часто також приймаються законодавчо-нормативні акти, які суперечать існуючому ладу, рівню розвиненості фінансових інститутів і організацій, самій сутності ринкових перетворень.

Ще однією особливістю розвитку країн з перехідною економікою є те, що ринкам цих країн властива асиметричність розвитку фінансових організацій з явним превалюванням банківського сектора. Проте за інших умов при існуванні різноманітних фінансово-кредитних агенцій, що діють на різних ринках, легше обійти "рифи недосконалості" у законодавстві, а також отримати більш ґрунтовну та виважену фінансову інформацію, якщо вона "добувається" різними структурами з різних сфер їх діяльності.

У міру розвитку економіки, дерегулювання фінансового сектора правова інфраструктура набуває все більшого значення, посилюється її вплив на підвищення ефективності фінансових ринків. Умовою цього є створення не тільки юридичної основи здійснення трансакцій, а й певної атмосфери, сприятливої для дотримання законодавства з боку фізичних та юридичних інститутів. Отже, важливо досягти оптимального впливу розвитку правової інфраструктури не тільки на формальні інститути та організації, а й на неформальні. У зв'язку із цим правова інфраструктура набуває аполітичного характеру, але неформальні відносини і впливи мають суттєве значення для фінансових процесів.

Важливим завданням правової інфраструктури є створення належної юридичної бази для функціонування структур різних масштабів діяльності - найбільших, великих, середніх, малих. Існування лише великих фінансових організацій часто гальмує економічний розвиток внаслідок посилення їх впливу на поведінку суб'єктів ринку, що може призводити до створення внутрішньої фінансової системи орієнтирів, самовідтворення внутрішніх відносин фінансового сектора і послаблення обмежень відносин з реальним. Великі банки, особливо в країнах виникаючих ринків, можуть застосовувати принцип "контролюючої руки", що потенційно негативно впливає на перерозподіл ресурсів та інновації. Вони здатні нав'язувати фірмам консервативну стратегію щодо застосування інструментів та управління потоками капіталів. Контролюючи фінансування й виконання проектів, банки часто радять займати керівництву фірм помірковану позицію. Загалом консервативна позиція зменшує фінансові ризики, а й водночас зменшуються корпоративні прибутки і доводиться відмовлятися від нових інноваційних пріоритетів. Наявність невеликих фінансових структур посилює взаємозв'язок між промисловим і банківським капіталом та встановлює більш паритетні відносини.

Отже, держава має формувати таку правову інфраструктуру, яка:

• відповідає рівню процесів ринкових трансформацій;

• має випереджальний характер щодо інших елементів фінансового ринку, у тому числі інфраструктурних;

• сприяє формуванню та визначенню норм і правил роботи різноманітних фінансових організацій;

• забезпечує конкурентне фінансове середовище і можливість роботи різних за масштабом діяльності суб'єктів ринку;

• справляє вплив на неформальні інститути й організації, що створюють атмосферу повної прийнятності норм та положень законодавства для реалізації фінансових трансакцій.

Особливості формування інформативно-комунікативної інфраструктури у новостворених державах полягає передусім у браку достовірної, прозорої інформації щодо діяльності фінансових ринків та їх агентів. Парадоксальним є те, що часто в перші ж роки формування фінансових ринків створюються потужні технологічні мережі (на зразок Системи Електронних Платежів - СЕП в Україні), тоді як інформаційна насиченість

фінансових ринків є абсолютно недостатньою. Таким чином, порушується важливий постулат теорії ефективності фінансових ринків і умова практичного її досягнення - наявність повної інформації щодо процесів, які відбуваються у фінансовій системі, відсутність інформаційної асиметрії.

2.2. Основні завдання державного регулювання з формування та розвитку сучасної фінансової інфраструктури

Розуміння важливості стимулювання розвитку інфраструктури є одним з елементів культури державного управління, практики роботи її службовців. Роль інфраструктури не можна переоцінити, зважаючи на її структуростворюючу, стимулюючу, закріплюючу та інші функції.

Інфраструктура, що ефективно розвивається, позитивно впливає на розміщення та функціонування галузей і найчастіше виступає у ролі творчого та перетворювального фактора для економіки [60, с. 648].

Взаємозв'язок процесів організації та самоорганізації як відображення державного регулювання та наявність доступної суб'єктам свободи самовизначення в ринкових умовах здійснюється через створення та функціонування інституту ринкової інфраструктури. Отже, інфраструктура виступає механізмом, який забезпечує синтез, взаємозв'язок та взаємодію процесів організації та самоорганізації. Ринкова інфраструктура є сукупністю органів, що організаційно та матеріально забезпечують основні ринкові процеси [60, с. 650].

У сучасних дослідженнях інфраструктури виділяють економічний та позаекономічні види послуг. До економічних належать послуги, які втілені в товарі, що пропонується у різному вигляді споживачеві. Позаекономічні послуги нав'язуються суспільству та його членам через систему певних державних інститутів [60, с. 652].

Наведемо принципи, які, на наш погляд, мають бути покладені в основу державного впливу на формування інфраструктури фінансового ринку.

Перший полягає у тому, що фінансова інфраструктура передусім має розвиватися вищими темпами порівняно з іншими структурами фінансового ринку. Прискорений характер розвитку інфраструктури відзначали деякі вчені, зокрема [60, с. 650-651; 64].

Фінансовий ринок особливо потребує виважених правил гри, що слід сформулювати в актах правової інфраструктури; комунікативних мереж, інформаційного забезпечення, без якого фінансовий ринок практично не існує; адекватної організаційної структури. Практична реалізація цього принципу полягає в необхідності забезпечення динамічного розвитку інфраструктури, що має бути випереджальним стосовно інших елементів фінансового ринку.

Другим принципом можна вважати те, що фінансова інфраструктура має органічно входити в роботу фінансового сектора і не суперечити її основним принципам, узгоджуватися з його основними складовими й інститутами. Фактично, інфраструктура виконує функції оболонки фінансової системи на зразок комп'ютерних, без якої її робота ускладнилася б. Ця функція тісно пов'язана з іншою, яка уможливлює більш легку взаємодію фінансового сектора економіки з іншими сферами діяльності.

Як важливий принцип слід виділити те, що робота фінансової інфраструктури має розвиватися в унісон з функціонуванням реального сектора, узгоджуватися за всіма параметрами його інфраструктури.

Для стабільного фінансового середовища слід створити системоутворюючі ланки інфраструктури на кожному з фінансових ринків. Отже, виникає необхідність виділення ключових інститутів та інституцій фінансової інфраструктури, ступінь розвиненості яких визначатиме стан, темпи, параметри та поступовість розвитку інших складових ринку. Причому такими системоутворюючими елементами можуть виступати не лише суб'єкти, а й інститути інфраструктури, різні її види. Зокрема, на фондовому ринку таким системоутворюючим елементом може бути Національний депозитарій України, на валютному - валютна біржа із системою інформаційно-програмного забезпечення, на ринку муніципальних цінних паперів - система нормативно-правових актів, що регулює питання випуску й управління муніципальним боргом, на строковому ринку - система клірингу.

Нарешті, фінансова інфраструктура має гармонізувати використання норм і правил вітчизняного ринку з прийнятими у міжнародній практиці, сприяти входженню національних фінансових ринків у міжнародний простір.

Нерозвиненість інфраструктури є соціально чутливим фактором. Відсутність вільного доступу до фінансових ресурсів,

надмірна орієнтація на VIP-клієнтів та ризиковість операцій, уповільнення реалізації фінансових операцій є ознаками недосконалих фінансових ринків з нерозвиненою інфраструктурою. Громадськість реагує на такі ринки втратою довіри до діючих інститутів, оскільки підвищується уразливість населення, малих форм бізнесу, окремих громадян.

Ключовими питаннями розвитку інфраструктури фінансового ринку стає виправлення інформаційної асиметрії. Явище інформаційної асиметрії властиве як новоствореним, так і розвинутим економікам і фактично зумовлене неспроможністю ринків розподілити права на доступ до інформації як вирішальний фактор ефективності роботи на фінансовому ринку. Отже, подолання інформаційної асиметрії є однією з головних функцій фінансової інфраструктури і належить до сфери впливу держави. Реалізація цього положення передбачає створення правової бази забезпечення доступу громадськості до інформації; недопустимість зловживання службовою інформацією з боку професіоналів ринку; рівність прав аутсайдерів та інсайдерів; відображення у ціні на фінансові активи усієї сукупності факторів, що діють на фінансовому ринку; забезпечення механізмів миттєвого реагування фінансового ринку на зміни в зовнішньому середовищі; створення комунікативної мережі для виконання арбітражних операцій тощо. Інформаційна асиметрія зменшується шляхом широкого застосування системи індикаторів фінансового ринку, серед яких можна виділити рейтинги як сталу оцінку надійності інструментів фінансового ринку та роботи професіоналів, та індекси як миттєву характеристику стану ринку, тенденцій його розвитку. Наявність широкого спектра індикаторів ринку, достовірної бази їх розрахунку свідчить про високий рівень розвитку фінансової інфраструктури.

На наш погляд, в історико-географічному ракурсі існує кілька шляхів створення ринкової інфраструктури.

Перший полягав у руйнуванні старої системи і старих інститутів, побудові на їх місці нової системи, яка б функціонувала, базуючись на новому концептуальному підході. Зрозуміло, що цей процес не може бути коротким і може тривати десятиріччями.

Другий шлях обрав уряд Китаю. Запроваджуючи ринково-орієнтовані реформи, Китай творчо запозичив і застосував ринкові концепції, які були відносно вільні від ідеології і могли

б легко бути адаптовані для того, щоб узгоджуватися з існуючими ідеологічними обмеженнями. Наприклад, реформатори ввели ринкові інститути, такі як ринок цінних паперів і спеціальні економічні зони, підкреслюючи їх універсальні, технічні і прагматичні аспекти [283, с. 9]. Нові ринкові інститути були введені без попереднього демонтажу старих практик і часто виникали з діючих інституціональних установок. Існування нових і старих інституцій було яскравою особливістю китайських процесів інституціональної трансформації. У зв'язку з тим, що уряд Китаю привів роботу інститутів у відповідність з актуальними, вузько визначеними проблемами, ці інститути були введені в дію, як тільки вони з'явились. У міру їх використання інституційні установки еволюціонували, набираючи сили, ринкового забарвлення та нових функцій [283, с. 9].

Україна обрала перший шлях. Отже, значення державного регулювання розвитку фінансової інфраструктури збільшилось у зв'язку з переходом країни до ринкової економіки.

Варто звернути увагу на два моменти, характерні для формування фінансової інфраструктури України, які багато в чому схожі з проблемами інших країн з перехідною економікою.

По-перше, створюються елементи інституціонального забезпечення занадто швидко, щоб мати цілісний, завершений вигляд. У багатьох країнах відсутні програми, понятійний апарат, концепції розвитку як фінансового ринку загалом, так і його важливого елемента - фінансової інфраструктури. Фактично і визначенню поняття фінансової інфраструктури бракує чіткості та концептуальності.

Отже, концептуальна основа побудови функціонування фінансової системи та її складових переглядається. Наприклад, через 10 років було прийнято зовсім іншу редакцію Закону України "Про банки і банківську діяльність", уточнено багато понять та елементів, які були відсутні у редакції 1991 р.

По-друге, саме при створенні інфраструктури фінансового ринку використовувалися численні проекти, які фінансово і технічно підтримувалися урядами різних країн-донорів. Як результат сформувалась досить еклектична модель фінансового ринку, де превалюють концепції побудови її структурних елементів, запозичені в різних країнах світу: французька - при розбудові Української фондової біржі (УФБ); американська - при створенні Першої фондової торговельної системи (ПФТС); японська - при створенні системи електронних комунікацій

тощо. Отже, часто порушується принцип узгодженості фінансової інфраструктури з іншими складовими фінансової системи.

У країнах з транзитною економікою спостерігається також низький рівень інституціонального забезпечення сфери фінансів. Це пов'язано насамперед із строком розбудови інститутів ринку, що не може не бути тривалим, особливо в умовах, коли немає прецеденту їх створення.

Отже, стратегічним імперативом розвитку країн з перехідною економікою є прискорене створення державою інноваційної ринкової інфраструктури та ефективно діючого інституційного середовища [27, с. 3-8].

Показниками ефективно діючої інфраструктури фінансового ринку можуть бути поява нових інститутів та їх форм; запровадження інновацій; значне збільшення інвестицій, особливо зовнішніх.

Державне регулювання має поєднуватися з роботою саморегулюючих структур (союзів, асоціацій), що створюються інститутами і учасниками фінансових ринків. По суті, саме оптимальне поєднання державного впливу та механізмів дії саморегулювання може сприяти підвищенню ефективності фінансових ринків.

Зважаючи на важливість створення системи регулювання, в складі фінансової інфраструктури можна виділити її спеціальний вид, який входить до регулятивної інфраструктури, основою якої є нагляд, контроль і системи правозастосування.

До системи нагляду рекомендують віднести:

• інформаційну базу, що об'єктивно відображає діяльність усіх учасників фінансового ринку, а також полегшує всебічний моніторинг ринку;

• систему аналізу звітності;

• потужні аналітичні центри нагляду та регулювання;

• безпосередній нагляд за діяльністю професійних учасників ринку.

Система ж контролю включає планові та позапланові перевірки та ревізії; систему внутрішнього контролю; акти запобігання порушенню законодавства про цінні папери [47].

До цього переліку слід додати, на наш погляд, зовнішній аудит, систему запитів від органів нагляду, систему примусу. Важливу роль відіграє поліпшення та поновлення контрактної системи, яка об'єднує учасників ринку і сприяє законодавчому оформленню фінансових операцій.

Розробка законодавства країни для врегулювання сфери фінансів має бути спрямована на досягнення високих показників зовнішньої та внутрішньої безпеки роботи фінансового ринку. Фінансова інфраструктура має слугувати буфером, що пом'якшує негативні зовнішні ефекти світогосподарських фінансових ринків, протидіє "експорту" фінансової кризи в Україну. Водночас інфраструктура фінансового ринку не повинна суперечити внутрішнім закономірностям розвитку ринку і зменшувати можливість національної фінансової кризи.

Важливим аспектом розвитку фінансової інфраструктури є запровадження нових технологій, електронізація розрахунково-платіжних відносин.

Державне регулювання має бути динамічним та багатогранним, чітко реагувати на зміни фінансових ринків. Найвідчутніші зміни відбуваються у фінансовій системі стосовно переміщення акцентів з переважно банківської системи на формування структури, орієнтованої на розвинутий ринок капіталів. Такі зміни мають відбуватися у системі державного регулювання, причому не тільки щодо законодавчої чи комунікативної інфраструктури. Змінюються і пріоритети наукової інфраструктури. Інфраструктура фінансової системи, в якій помітна банківська асиметрія, сприяє формуванню системи послуг управління ризиком для стандартизованої ситуації. На відміну від цієї системи, на фінансовому ринку в якому відсутня асиметрія, може дістати розвивток багатий набір інструментів з широким розмаїттям ризиків і управління ними [286, с.31]. Досконала фінансова інфраструктура має сприяти зменшенню ризикового навантаження на покоління.

Отже, фінансова інфраструктура є багатоаспектним об'єктом державного регулювання, який має забезпечувати високий рівень обслуговування усіх сфер економіки.

2.3. Система оцінки фінансових ринків як елемент інформаційної інфраструктури

Прозорість роботи фінансового ринку досягається за допомогою системи фінансових індикаторів, яка входить до складу його інфраструктури. Серед таких індикаторів виділяють три основні - індекс, середню і рейтинг. Вони мають неоднакові цільові функції та різне навантаження.

Фінансовий індекс та середню можна визначити як числову характеристику стану фондового ринку в чітко зафіксова-

ний період (момент часу). Основні відмінності між ними полягають у тому, що середня розраховується як просте арифметичне значення цін акцій, а фондовий індекс співвідноситься з певною величиною - базовим значенням, що надає можливості аналітичного зіставлення динаміки руху індексу протягом тривалого часу.

Рейтинг у науковій літературі визначається як кількісно-якісна оцінка компанії, а також випущених нею цінних паперів [209, с. 6]. На нашу думку, можна навести більш повне визначення рейтингу фінансового ринку як узагальненої характеристики інституцій, професіоналів або інструментів ринку, складеної шляхом аналітичного зіставлення системи показників, що взяті за основу кількісно-якісної оцінки вибраного суб'єкта.

Розглянемо більш докладно кожний із зазначених видів індикаторів.

Індекси передусім призначені для надання інформації про коротко-, середньо- та довгострокові тенденції розвитку економіки, є стимулом для прийняття рішень щодо купівлі/продажу цінних паперів, формування й управління портфелю різних інструментів. Їх особливістю є те, що фондові індекси виступають предметом торгів на строкових ринках, посилюючи віртуальний ефект від його роботи.

Фондові індекси поділяються на індивідуальні та інтегральні.

Індивідуальні характеризують окремий цінний папір або професійного учасника ринку. *Інтегральні* слугують для отримання інформації про стан ринку загалом або окремих його сегментів (ринку акцій, ринку облігацій тощо). Найчастіше інтегральні показники використовують для загальної оцінки кон'юнктури ринку і економіки.

У деяких роботах українських та російських вчених, зокрема [12; 209], доводиться, що окремі індекси не дають змоги дістати повне уявлення про розвиток ринку і не можуть бути використані для прогнозування. Саме завдяки системі індексів цей прогноз можна зробити найбільш точним.

Важливу роль в отриманні системи індексів відіграє вибрана технологія розробки індексу. У світовій практиці розрізняють такі етапи побудови індексів для фондового ринку: складання переліку критеріїв добору; визначення потужності вибірки та її створення; відбір первинних індикаторів; вибір методу усереднення та розрахунку; визначення вагових коефіцієнтів, що будуть застосовуватися; їх обчислення за формулами.

За метою розробки індекси можна поділити на дві групи [12]. Перші використовуються для оцінки стану та виявлення тенденцій фондового ринку, економіки держави та глобального фінансового ринку загалом. Їх особливістю є те, що вони розробляються відомими та визнаними у світі інституціями, базою їх розрахунку слугують підприємства та компанії переважної більшості галузей економіки, тобто вибірка досить велика. Ці індекси також розраховуються без прив'язки до торгів, що відбуваються на фондовому ринку. Такі індекси дають змогу отримати дані щодо ділової активності підприємств окремих країн та регіонів, визначити тенденцію до зміни рівня капіталізації глобалізованого фондового ринку.

У свою чергу, ці індекси можна поділити на глобалізовані та регіональні, хоча такий поділ є досить умовним. До *глобалізованих* індексів належать такі, як FT Global 500. Серед *регіональних* найбільше поширення отримали американські індекси Standard & Poors: S&P-100 (500, 1000), зведений індекс Російської торговельної системи (РТС). В Україні аналогів глобального індексу поки що не існує, хоча дещо наближеними до них можна вважати ProU-50 і SB-50, що обчислюються за 50 компаніями України.

Розглянемо докладніше рейтинги Financial Times: глобальний рейтинг компаній - Global 500 і рейтинг компаній, що є у лістингу на фондовому ринку - FT500. Ці рейтинги можуть виявити ключових гравців на фінансовому ринку як у територіальному розрізі, так і в суб'єктно-об'єктному, розподіл сил на ринку, ступінь розвитку корпоративного сектора й окремих галузей.

Зокрема, за даними на перше півріччя 2004 р., у рейтингу FT Global 500 227 позицій належить американським компаніям, у Японії - 58 (у 2003 р. - 47). В усіх галузях лідирують американські компанії, за винятком телекомунікацій, де найбільшою вважається англійська компанія Vodafone. За ринковою капіталізацією Японія посіла друге місце, Велика Британія з другого опустилася на третє, Франція посідає четверте місце як за загальною ринковою капіталізацією, так і за кількістю представлених компаній. П'яте місце за кількістю представлених фірм посідає Канада. Росія, яка в 2003 р. за ринковою капіталізацією перебувала на 18-му місці, представлена лише 7 компаніями*.

---

* Деловая неделя. - 2004. - 10-16 июня. - С. 17-19.

Наведені дані свідчать про статус країни на глобалізованому фінансовому просторі, що з погляду фінансового ринку означає дуже багато. Саме статус країни визначає рівень ставок позичання на світових фінансових ринках, суми і строк, на який надається позика, тощо. Навіть перехід країни чи її компаній на певну позицію рейтингу дає змогу скласти уявлення про те, який рівень фінансової системи та фінансових ринків України існує і яка тенденція щодо їх подальшого розвитку.

Рейтинги встановлюються для багатьох об'єктів фондового ринку: акцій, облігацій, векселів, американських (глобальних) депозитарних розписок (ADR,GDR). Крім того, визначається рейтинг професійних учасників фондового ринку (операторів, реєстраторів, зберігачів, трансферів-агентів); рейтинг компаній-емітентів, рейтинг фінансово-кредитних інститутів, рейтинг професіоналів. Надання рейтингу дає змогу отримати дуже концентровану інформацію щодо складової ринку чи його учасника. За відсутності розвиненої інформаційної інфраструктури ця характеристика в такій формі її подання була б неможливою.

Для оцінки рейтингу об'єктів фондового ринку найчастіше використовують:

- кількісні показники: обсяг угод, укладених за певним цінним папером; доходність; ліквідність; ризикованість; середні індикатори курсів; місткість ринку такого цінного паперу;
- якісні показники (зокрема для векселів): термін обігу; відсутність протесту; неперервність індосаментного ряду;
- відносні показники: підвищення / дисконтування ринкової ціни відносно номінальної; доход на вкладений капітал; доход на акцію, отриманий в результаті дроблення; рівень дивідендів на акцію; співвідношення ціна/доходи тощо.

Крім того, використовується такий інструментарій, як оціночні характеристики; недетермінована вибірка для оцінки інвестиційної привабливості цінних паперів; бальні оцінки і ранжовані ряди за кожним показником.

Широко використовується й інструментарій для розрахунку рейтингів суб'єктів фондового ринку, зокрема надійність, компетентність у ділових стосунках; ступінь ринкової стійкості. Ці якісні показники, як правило, отримують у процесі опитування респондентів. На фінансовому ринку існує спектр кількісних і якісних показників, що використовуються для реєстраторів: чисельність зареєстрованих осіб; кількість перереє-

страцій; кількість операцій, проведених у режимі "on-line"; власний капітал реєстратора; кількість операцій у системах реєстрів; відсутність санкцій з боку контролюючих органів; наявність прийнятих до розгляду судових позовів; наявність страхового забезпечення реєстраторського ризику. Отже, інформаційна інфраструктура надає оцінку не лише різним суб'єктам та об'єктам фінансового ринку, а й власним інфраструктурним елементам. Причому з відомих технік визначення рейтингу застосовуються такі, як бальні оцінки при впорядкуванні рейтингу, ранжирування, вибірки тощо.

Для компаній-емітентів застосовується система показників, що характеризують діяльність компанії, а саме: норма прибутку, доходність активів, показники фінансової сталості, показники платоспроможності, ліквідності.

Система індикаторів слугує також візитною карткою для фінансових закладів, які мають намір розширити межі своєї діяльності. Для виходу на міжнародні ринки фінансові інститути підписують міжнародні договори з рейтинговими агенціями, за якими останні надають кредитний рейтинг. Верхньою позицією рейтингу фінансового інституту є суверенний рейтинг держави. В Україні на кінець 2003 р. діяло лише 7 банків, що мали кредитний рейтинг, наданий міжнародними агентствами. До них належали ВАБанк, "Індустріалбанк", АКБ "Надра", "Перший український міжнародний банк", "Правекс-Банк", ПриватБанк, Укрсоцбанк (табл. 2.1). Значення оцінок, які наведені в табл. 2.1, розтлумачені у дод. 2.

Таблиця 2.1

Рейтинги українських банків

Банк	Fitch Ratings	Moody's	S&P
ВАБанк	-	-	B2
"Індустріалбанк"	CCC	-	-
"Надра"	-	-	B2
Перший український міжнародний банк	CCC+	-	-
"Правекс-Банк"	-	-	B2
ПриватБанк	B-	B-	B2
Укрсоцбанк	-	-	B2
Укрексімбанк	-	E+	-
Рейтинг України	B+	B	B1

Джерело: Fitch Ratings ; Moody's; Standard&Poor's.

Таким чином, розвинена система індикаторів фінансового ринку підвищує рівень його прозорості та доступності, що, зрештою, впливає на його ефективність. Отже, державні орга-

ни мають докладати зусиль щодо розробки системи індикаторів, а також функціонування мережі рейтингових та аналітичних агенцій, які сприятимуть динамічному оновленню інформації про роботу фінансового ринку.

2.4. Наукова інфраструктура та її роль у фінансовому середовищі

Зважаючи на одну з основоположних функцій фінансової інфраструктури - стимулювати економічний розвиток, і зокрема, розвиток фінансової системи, слід підготувати і прийняти спеціальну систему рішень щодо розробки наукового апарату обґрунтування, узгодження та прийняття фінансових рішень і контролю за їх виконанням.

Особливого значення ці процеси набувають у зв'язку із зародженням елементів постіндустріального суспільства та їх активізацією в фінансовій сфері, що найбільш динамічно розвивається і сприймає найсучасніші віяння епохи. Передусім ці явища позначаються на прийнятті управлінських рішень, що вимагають застосування все більш досконалого наукового апарату, достовірної інформації та можливості реагування на них у реальному часі.

Згадані аспекти висвітлені в наукових працях зарубіжних та українських вчених, серед яких можна назвати В.Вітлінського, К.Маркаряна, Ю.Осіпова, Є.Склепового, Дж.Фіннерті та ін.

Водночас зазначимо, що згаданим авторам властиве акцентування уваги на окремих положеннях розвитку елементів наукової інфраструктури. Зокрема, В.Вітлінський розглядає питання ризикології, управління ризиками на різних ринках, Є.Склеповий - питання стабільності функціонування банківської системи. К.Маркарян фокусує увагу передусім на інформаційних аспектах функціонування агентів ринку. Дж. Фіннерті виступає одним з апологетів фінансової інженерії як наукової дисципліни та виду діяльності, що пов'язані із запровадженням інновацій, розробкою підходів до введення нових технологій та послуг тощо. Отже, сучасній економічній літературі бракує системного підходу до наукової інфраструктури з огляду на висвітлення ролі держави у цих процесах.

Відсутність системного бачення ролі державного управління у розвитку наукової фінансової інфраструктури призводить до дублювання функцій численних фінансових інститутів, які

розробляють власні підходи, формують науковий та аналітичний апарат, інструментарій і механізми вирішення завдань, що ставить перед ними сьогодення. Однак не всі інституції можуть розробити ефективний власний науковий апарат, що знижує загальний ефект від науково-аналітичних розробок. Це позначається на якості та своєчасності прийняття управлінських рішень, що порушує загальну рівновагу між потребами складних систем і можливостями суб'єкта управління реагувати на порушення в ній. "….В інформаційній економіці сам процес управління вимагає набагато більшого, ніж раніше, зосередження на аналітико-дослідницьких процесах" [166, с. 6].

Виділимо такі основні напрями розвитку наукової інфраструктури та державного впливу на інтенсифікацію проходження цих процесів:

• запровадження інновацій у фінансову сферу;

• створення оптимального інструментарію фінансових ринків з погляду збалансування прибутковості та ризиків;

• формування спеціальних інституцій, які б фінансували наукові розробки, в тому числі з підвищеним рівнем ризику;

• забезпечення високого рівня комерціалізації наукових розробок, доведення їх до практичної реалізації;

• визначення інструментарію для ідентифікації загрозливих явищ у фінансовій та макроекономічній сферах, що можуть призвести до фінансово-банківських криз, а також для запобігання та об'єктивної оцінки їх можливих руйнівних наслідків.

Ключовою проблемою забезпечення ефективності фінансового ринку є запровадження дійових інноваційних механізмів його функціонування. Поняття інновації в сучасній економічній науці трактується як "кінцевий результат інноваційної діяльності, втіленій у вигляді нового або вдосконаленого продукту, запровадженого на ринку, нового або вдосконаленого технологічного процесу, що використовується в практичній діяльності, або нового підходу до надання соціальних послуг" [233, с. 30-31].

Продуктом інноваційної діяльності не завжди є цілком новий інструмент фінансового ринку. Під новим продуктом може розумітися продукт, створений для задоволення потреб споживачів фінансових послуг на одному з ринків і який не має аналогів на цьому ринку; продукт або послуга, вперше запроваджені на ньому і що застосовувалися на інших ринках; продукт, що видозмінений відповідно до оцінки комерційної реалі-

зованості. Отже, введенню нового продукту передує аналіз ринку, його продуктового ряду, оцінка доцільності його запровадження, виявлення умов, за яких досягається мета введення цього продукту, організація його запровадження, контроль та внесення відповідних корегувань.

Загалом інноваційний процес можна розподілити на три види, які передбачають різний рівень запровадження інновацій та цілі, які ставить фінансова установа, а саме:

• простий інноваційний процес, що відбувається в межах однієї організації. Як правило, новизна пропонованого продукту полягає не в його унікальності, а в удосконаленні технології надання послуги або виробництва певного фінансового товару;

• простий міжорганізаційний процес, що передбачає формування нового фінансового продукту, який має просуватися на ринок як предмет купівлі-продажу;

• розширений інноваційний процес, пов'язаний з формуванням комплексного фінансового продукту або послуги. При його створенні фінансова установа співпрацює з партнерами, перерозподіляючи таким чином інноваційний процес між декількома учасниками.

Ініціація й організація зазначених процесів має стимулюватися керівництвом організації та органічно включатися в стратегію її функціонування.

Важливість інноваційних рішень у фінансовій галузі є значною настільки, що виокремилась спеціальна сфера діяльності - *фінансова інженерія*, яка включає проектування, розробку та реалізацію інноваційних фінансових інструментів і процесів, а також творчий пошук нових підходів до вирішення проблем у галузі фінансів [285, с. 14-33].

З погляду державного втручання у цей процес зазначимо, що, передусім, держава має створити умови для запровадження нових продуктів, якщо їх обіг не суперечить чинному законодавству.

В Україні в межах розвитку правової інфраструктури розроблено низку нормативно-законодавчих положень, що регулюють питання запровадження інноваційного розвитку фінансового ринку. Але існують великі прогалини стосовно визначення порядку введення інновацій у роботу фінансових інститутів. На сьогодні діє принцип: "можна застосовувати будь-які інструменти, відомі на фінансовому ринку, які не суперечать

нормам і правилам чинного законодавства". Такого принципу дотримується більшість з країн світу. Однак виникає низка проблем саме в системі фінансового поля України. Йдеться, передусім, про незавершеність фінансового законодавства загалом, суперечливість норм взаємопов'язаних законодавчо-нормативних актів, недосконалість механізму стягнення податків з доходів, що продукують інноваційні інструменти, обмеження на міграцію капіталів тощо. Прикладом може слугувати введення такого відносно нового фінансового інструменту, як депозитарні розписки, коли положення щодо їх запровадження та обігу, розроблені Кабінетом Міністрів України та Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку, містили різні обмежувальні норми - відповідно 10 і 25% від загального обсягу випуску емітента. Ці рішення створювали непорозуміння при емісії та управлінні депозитарними розписками.

Вважаємо, що інновації на фінансовому ринку потрібно не тільки не забороняти, а всіляко стимулювати, особливо стосовно тих інструментів, що довели свою ефективність на інших ринках. Зокрема, нормативну базу регулювання інноваційних рішень варто поповнити спеціальними законодавчими актами з питань запровадження інновацій у фінансову сферу.

Можливості окремої фінансово-кредитної організації через нерозвиненість фінансового ринку та його інфраструктури в Україні обмежені. Для створення спектра продуктів, що можуть користуватися попитом у фінансовій системі, інколи бракує ресурсів та інноваційного потенціалу установи. Отже, слід стимулювати створення різних міжструктурних формувань, союзів, асоціацій, довго- і короткострокових партнерських угод. Окремо зазначимо про доцільність партнерських відносин між органами державної влади різних щаблів управління та фінансовими установами. Ці відносини можуть набувати форми довгострокових для реалізації муніципальних позик інноваційного характеру; формування комунальних банків та прийняття різних інноваційних рішень щодо їх функціонування; взаємопартнерства в наданні страхових послуг, що об'єднує обов'язкове та добровільне страхування; розширення меж еквайєрингу тощо. У процесі такої співпраці відбувається обмін ноу-хау, існуючими базами даних, взаємозбагачення ідеями та технологічними рішеннями, спільно використовуються комунікаційні мережі, технології.

Важливу роль відіграє розвиток спеціалізованих інститутів, основне призначення яких - створення фондів фінансування запровадження інноваційних рішень, тобто створення венчурних фондів.

Одним з важливих напрямів державного регулювання інноваційного розвитку фінансових ринків є виявлення тенденцій та кристалізація ідей, які потенційно можуть вивести країну на рівень реалізації конкурентних переваг.

Іншим аспектом державного регулювання інноваційної інфраструктури є створення умов для комерціалізації наукових рішень. У державі має бути створено підґрунтя для інноваційного розвитку, що може бути покладено в основу розробки програмних документів, вибору загального інноваційного вектора стратегій. На мікрорівні доходи від інвестицій, що спрямовані на запровадження у виробництво наукових рішень і розробок, повинні мати пільги в оподаткуванні.

Наукова інфраструктура має формувати бачення ключових гравців, інститутів та інституцій на фінансовому ринку чи його складових. Зокрема, на банківському ринку таким ключовим елементом є питання надійності та стійкості банку. Стійкість комерційного банку залежить від багатьох аспектів його діяльності. Головними елементами роботи установи є функціональна, капітальна, комерційна, організаційно-структурна, фінансова стійкість, які взаємопов'язані та взаємозумовлені (зокрема капітальна та фінансова, функціональна та комерційна). Під фінансовою стійкістю розуміється динамічна інтегральна характеристики спроможності банку як системи трансформування ресурсів і ризиків повноцінно (з максимальною ефективністю і мінімальним ризиком) виконувати свої функції, витримуючи вплив зовнішнього та внутрішнього середовища [226].

Отже, практика стабільної роботи комерційних банків вимагає формування концепції та законодавства, яке б уніфікувало оцінку ризиків, їх ідентифікацію та систему заходів щодо запобігання та виходу із ситуації, що ініціює ризик, який перевищує прийнятний рівень.

Для сучасного сприйняття ризику характерним є те, що його визначають, по-перше, як економічну категорію, по-друге, його виникнення зумовлено попередніми процесами формування цілей та завдань управління. По-третє, ризики породжують не тільки загрози ринковому середовищу, а й появу

невикористаних можливостей. Зокрема, В.Вітлінський визначає ризик як економічну категорію, "що відображає характерні особливості сприйняття зацікавленими суб'єктами економічних відносин, об'єктивно наявних невизначеності й конфліктності, імманентних процесам цілепокладання, управління, прийняття рішень, оцінювання, що обтяжені можливими загрозами і невикористаними можливостями" [53, с. 7].

Отже, ризики на фінансовому ринку України мають передбачати не тільки незалежну від середовища оцінку їх рівня, а й оцінку самого середовища, що їх породжує. Фактично урядові органи держави мають самі об'єктивно оцінювати вузькі місця, що зумовлені їх власними прорахунками та недоробками. Така об'єктивізація можлива за умов введення стандартів діяльності.

Національний банк України разом з іноземними колегами, зокрема Baring Point, розробляє концептуальний підхід до управління ризиками, що відображений у Проекті системи оцінки ризиків. В основу цієї Концепції покладено напрацювання Базельського комітету з питань банківського нагляду. Згідно з рекомендаціями Базельського комітету виділено такі види ризиків, як кредитний, ризик ліквідності, зміни процентної ставки, ринковий, ризик країни та трансфертний, ризик операцій, юридичний, ризик репутації. В системі управління ризиками різних країн виокремлюється їх певна група, яка за кількістю та видом ризику може не збігатися з класифікацією Базельського комітету. Зокрема, така країна, як США, виділяє 6 видів ризику (кредитний, ліквідності, ринковий, операційний, юридичний, ризик репутації), Нідерланди - 10 видів (до зазначених шести видів додається ризик зміни процентної ставки, валютний, стратегічний та ризик інформаційних технологій).

Серед ключових інституцій, що мають підтримувати "безпечну" траєкторію розвитку фінансових ринків, належне місце посідають інституції, що відслідковують позитивну та негативну кредитну історію боржника. Ідея щодо їх створення в Україні з'явилася на початку року і була ініційована НБУ, АУБ та Представництвом Світового банку в Україні. Нова інституція дістала назву бюро кредитної історії, а її основним завданням має стати забезпечення більш надійного захисту інвестора в Українській державі.

Елементом регулятивної інфраструктури має бути система захисту прав інтелектуальної власності. У світогосподарській

спільноті однією з інституцій, що виступає ініціатором законодавчо-нормативної бази захисту прав інтелектуальної власності, є Міжнародна організація інтелектуальної власності (WIPO). У 1961 р. було укладено міжнародний договір про захист прав носіїв інтелектуальної власності. Останнім часом з'явилася необхідність внесення змін та доповнень у цей договір, зважаючи на нові технологічні засоби передачі інформації, такі як кабельне телебачення та Інтернет.

Важливим аспектом розвитку наукової інфраструктури слід вважати визначення симптомів фінансових криз та розробка запобіжних заходів. В існуючій теоретичній базі визначають механізми поширення валютно-фінансових криз, що можуть бути пов'язані з ефектом:

• "перенаповнення", коли криза передається з однієї економіки до інших через погіршення основних макроекономічних показників у країни-сусіда;

• "мусону", що виникають у разі отримання спільного зовнішнього шоку;

• "чистої передачі", якщо кризи поширюються на низку країн і не пов'язані із зрушеннями в системі макроекономічних показників, а спричинені факторами, які фактично не піддаються вимірюванню, наприклад змінами в настроях операторів фінансового ринку [238].

Ідентифікація кризових та передкризових явищ, відслідковування їх траєкторії та розробка превентивних заходів - одне із завдань, що стоїть перед науковою інфраструктурою [90].

Нарешті, держава має сприяти створенню баз даних, баз моделей рішень та моделей ситуацій для полегшення процесів прийняття рішень на тих рівнях, де відчувається брак кваліфікованих наукових кадрів та фахівців з питань функціонування фінансового ринку. Що стосується фінансових інститутів, то варто стимулювати створення в них власної нормативної бази з питань безпеки та застосування правових норм для розробки системи превентивних заходів щодо запобігання кризам та банкрутствам. Це дасть змогу, як зазначається у [88], ввести українську економіку й суспільство у світові інформаційні системи й одночасно вжити відповідних заходів щодо безпеки та дотримання національних інтересів.

2.5. Особливості державного регулювання розвитку інфраструктури фондового ринку України

Інфраструктура фондового ринку - це комплекс суб'єктів та об'єктів, а також взаємовідносин між ними з приводу випуску, управління, обміну, купівлі-продажу, перерозподілу та присвоєння капітальних благ. Її основу, як зазначалось під час науково-практичної дискусії, утворюють взаємовідносини між реєстраторами, депозитаріями, зберігачами, емітентами; облікові системи, торговельні площадки, системи клірингу, брокери, дилери та інші професіонали ринку [145].

На сьогодні фондовий ринок посідає значне місце в економіці України. Щоб фондовий ринок України став ефективним механізмом обігу цінних паперів, сприяв економічному розвитку і забезпечував відповідні умови для інвестицій і надійного захисту інтересів, його формування і подальше функціонування має базуватися на таких принципах:

соціальної справедливості - забезпечення рівних можливостей і спрощення умов доступу інвесторів і позичальників на ринок фінансових ресурсів, недопущення монопольних проявів дискримінації правил свобод суб'єктів ринку цінних паперів;

надійності захисту інвесторів - створення необхідних умов (соціально-політичних, економічних, правових) для реалізації інтересів суб'єктів фондового ринку і захисту їх майнових прав;

регульованості - забезпечення гнучкої й ефективної системи регулювання фондового ринку;

контрольованості - формування надійного чинного механізму обліку і контролю, запобігання зловживанням і злочинності на ринку цінних паперів та їх профілактика;

ефективності - максимальна реалізація потенційних можливостей фондового ринку щодо мобілізації і розміщення фінансових ресурсів у перспективні сфери національної економіки, що сприятиме забезпеченню її розвитку і задоволенню життєвих потреб населення;

правової упорядкованості - створення розвинутої правової інфраструктури забезпечення діяльності фондового ринку, що чітко регламентує правила поведінки і взаємовідносин його суб'єктів;

прозорості, відкритості - надання інвесторам повної і доступної інформації, що стосується умов випуску й обігу на ринку

цінних паперів, гласності фінансово-господарської діяльності емітентів, усунення проявів дискримінації суб'єктів фондового ринку;

конкурентності - забезпечення необхідної свободи підприємницької діяльності інвесторів, емітентів і ринкових посередників, створення умов для змагання за найбільше вигідне залучення вільних ресурсів і встановлення немонопольних цін на послуги фінансових посередників за умови контролю дотримання правил чесної конкуренції учасниками фондового ринку [311].

Особливістю фондового ринку є те, що його ефективність напряму пов'язана із відкритістю та прозорістю його роботи. Можливі кілька шляхів вирішення цієї проблеми залежно від органу, який це здійснює. Зокрема, процеси "розкриття ринку" можуть ініціюватися та здійснюватися державним органом або певними саморегулівними організаціями. В Україні реалізується перший варіант. Державна комісія з цінних паперів і фондового ринку (ДКЦПФР) за допомогою Американського агентства міжнародного розвитку відкрила Центр суспільної інформації, що є єдиною установою такого профілю в країнах колишнього Радянського Союзу. Центр є концептуальним аналогом Відділу суспільного інформування Комісії з цінних паперів і фондових бірж США. Він має на меті допомогу як внутрішнім, так і зовнішнім інвесторам, усім зацікавленим сторонам отримати необхідну інформацію щодо провідних емітентів України, цінні папери яких активно купуються і продаються.

Державну реєстрацію фондових бірж в Україні здійснює Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку відповідно до Положення про реєстрацію фондових бірж та торговельно-інформаційних систем і регулювання їх діяльності, затвердженим її наказом № 46 від 11.11.1997 р.*

Одним із завдань держави з розвитку фондової інфраструктури виступає сприяння встановленню і розвитку ефективної та стабільної системи платежів для обслуговування угод з цінних паперів, забезпечення доступу на фондовий ринок емітентів незалежно від їх розміру та стартових фінансових можливостей.

Державне регулювання ринку цінних паперів здійснюється в таких формах**:

---

* Положення ДКЦПФР "Про реєстрацію фондових бірж та торговельно-інформаційних систем і регулювання їх діяльності" від 11.11.1997 р. № 46.

** Закон України про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні від 30 жовтня 1996 р. № 448/96-ВР. - К., 1996.

прийняття актів законодавства з питань діяльності учасників ринку цінних паперів;

регулювання випуску й обороту цінних паперів, прав і обов'язків учасників ринку цінних паперів;

видачі спеціальних дозволів (ліцензій) на здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів і забезпечення контролю за такою діяльністю;

заборони і припинення на певний строк (до одного року) професійної діяльності на ринку цінних паперів у разі відсутності спеціального дозволу (ліцензії) на неї і притягнення до відповідальності за таку діяльність відповідно до чинного законодавства;

реєстрації випусків (емісій) цінних паперів та інформації про випуск цінних паперів;

контролю за дотриманням емітентом порядку реєстрації та інформації про випуск цінних паперів, умов продажу (розміщення) цінних паперів, передбачених такою інформацією;

створення системи захисту і контролю за дотриманням цих прав емітентами цінних паперів і особами, що здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів;

контролю за достовірністю інформації, що надається емітентами й особами, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів, контролюючими органами;

установлення правил і стандартів здійснення операцій на ринку цінних паперів і контролю за їх виконанням;

контролю за дотриманням антимонопольного законодавства та за системами ціноутворення на ринку цінних паперів;

контролю за діяльністю осіб, що обслуговують випуск і обіг цінних паперів;

вжиття інших заходів щодо державного регулювання і контролю за випуском і обігом цінних паперів.

Важливе значення має також створення державної або недержавної системи захисту інвесторів на ринку від втрат, пов'язаних з банкрутством інвестиційних інститутів. Наприклад, у США з метою захисту інвесторів від банкрутств брокерсько-дилерських фірм у 1970 р. відповідно до спеціального акта конгресу було утворено корпорацію із захисту інвесторів, до обов'язку якої входила компенсація втрат інвесторів на суму до 500 тис. дол. (із них 100 тис. дол. можуть бути готівкою, решта - в цінних паперах). Корпорація - некомерційна організа-

ція, членами якої є інвестиційні інститути. Фонд корпорації утворюється за рахунок внесків її членів. У Великобританії з цією метою саморегулівні організації формують компенсаційні фонди, за рахунок яких відшкодовуються збитки інвесторам у разі банкрутства інвестиційного інституту. За правилами, що діють у Раді з цінних паперів і ф'ючерсів, вклади в розмірі 30 тис.ф.ст. відшкодовуються інвестору повністю, а вищі за цю суму - в розмірі 90% від суми вкладу, але не більш як 50 тис.ф.ст. В Японії Фонд компенсації втрат із депонованих цінних паперів має статус юридичної особи, а система фонду розвивається.

Підвищення ролі держави має полягати у виробленні довгострокової політики дій щодо відбудови ринку та його поточного регулювання. Інакше кажучи, нарешті слід розпочати усвідомлений вплив на макропропорції попиту та пропозиції, спрямування руху грошових ресурсів на те, щоб ринок вписався в одну з відомих схем його організації.

Система регулятивної інфраструктури ринку має реформуватися в напрямі від диверсифікації функцій фінансових інститутів на ринку цінних паперів до диверсифікації функцій з регулювання в межах одного органу. Це дасть змогу проводити узгоджену політику щодо грошово-кредитного регулювання, широко вживати адміністративні заходи та враховувати ринкові закономірності.

На державному рівні слід також вирішити питання щодо поліпшення фінансового менеджменту компаній. На сьогодні слід вживати заходів щодо оптимізації дивідендів та процентних ставок; зменшення витрат акціонерного капіталу. Вдосконалення управління корпораціями передбачає розширення кола осіб, які беруть участь в управлінні, підвищення професіоналізму менеджерів та їх відповідальності перед акціонерами, послаблення концентрації економічної влади шляхом збільшення чисельності акціонерів. Зрештою, це має привести до підвищення ефективності та поглиблення ринку цінних паперів, поліпшення його якісних показників.

Зазначимо, що і в розвинутих країнах вдосконалюється система регулювання фондового ринку постійно. В Німеччині це проявляється в посиленні регулювальної ролі держави на ринку. Так, формується система контролю за використанням учасниками ринку цінних паперів нерозкритої інформації, яка передбачає запобіжні заходи: в чотирирівневій структурі "феде-

рація - федеральні землі - біржі - комерційні банки" налагоджено взаємодію органів контролю на кожному рівні при чіткому розмежуванні функцій; системою контролю охоплені біржовий та позабіржовий сегменти ринку: об'єктами контролю є не лише юридичні, а й фізичні особи - інвестори. Така система підвищує відкритість ринків і довіру до них інвесторів.

У Японії існують Рада з цінних паперів та бірж, Рада з питань бухгалтерії підприємств, Рада з вивчення фінансової системи, Рада зі страхування та Рада з валютних та інших операцій. Ці структури на період з 1996 р. до 2001 р. розробили план комплексної реформи фінансової системи, яка включає як радикальні заходи щодо дерегулювання, так і заходи щодо забезпечення прозорості й надійності ринку. Реформа має здійснюватися на засадах свободи (вільний ринок, що працює за ринковими принципами), справедливості (прозорий та надійний ринок) та глобалізації (передовий ринок в аспекті інтернаціоналізації).

З позиції безпосередніх інвесторів та непрофесіоналів ринку заходи реформи передбачають:

розширення можливостей вибору для інвесторів та позичальників;

поліпшення якості послуг фінансових посередників та стимулювання конкуренції між ними;

підвищення зручності роботи на ринку;

розробку надійних правил для забезпечення справедливості та прозорості*.

Отже, вивчення і критичний аналіз досвіду регулювання ринку цінних паперів у країнах з розвинутою ринковою економікою дають змогу обґрунтованіше підходити до організаційно-правового регулювання відносин між учасниками ринку цінних паперів України. Однак слід зважати на відповідність цих моделей ринковому та інфраструктурному середовищу України.

Державне регулювання фондового ринку України має здійснюватися на принципах створення гнучкої та ефективної системи, надійного діючого механізму обліку і контролю, запобігання зловживанням і злочинності і їх профілактики на ринку цінних паперів. Визначаючи міру втручання держави в ділове життя учасників фондового ринку, слід уникати екстремальних позицій і знаходити "золоту середину", оскільки, як переконує світовий досвід, надмірне втручання обмежує свободу

---

* За матеріалами економічної преси.

підприємництва, а надмірне невтручання створює умови для зловживань.

Особливої уваги потребують процеси державного регулювання кредитних відносин і формування ринку застави. Останній є одним з найважливіших з огляду на формування інфраструктурного середовища фондового ринку, оскільки цивілізовані форми застави сприяють його розвитку та безризиковості роботи.

Ринок застави не може формуватися без іпотечного ринку, який, за класифікацією [231, с. 419-420], належить до ринків капіталів. Розвиток цього ринку має важливе значення для формування фінансової інфраструктури.

Україна має широкі перспективи щодо розвитку ринку іпотеки, проте на сьогодні він формується не досить активно. За даними Української національної іпотечної асоціації, обсяг забезпечених іпотекою кредитів на початок 2004 р. становив 4,5 млрд грн, тобто приблизно 2% від загального кредитного портфеля банків. Основними учасниками на сучасному етапі виступають банки, однак з 158 українських банків іпотечні програми здійснюють лише 35. Причому цьому ринку властивий високий рівень концентрації. Десять великих банків, членів Української національної іпотечної асоціації, контролює 2/3 вітчизняного ринку іпотечного кредитування.

Законодавча інфраструктура розвитку іпотечного ринку пов'язана з прийняттям законів України "Про іпотеку" та "Про іпотечне кредитування та операції з консолідованим іпотечним боргом і про іпотечні сертифікати", "Про фінансово-кредитні механізми управління майном при будівництві житла та операціях із нерухомістю", що набули чинності з 01.01.2004 р., на черзі проходження Закону України "Про іпотечні цінні папери" та ін.

Ринок іпотеки справляє вплив на фінансовий ринок загалом та його інфраструктуру за такими напрямами:

- він сприяє розвитку законодавчої бази заставних відносин;
- його функціонування передбачає використання нових для ринку України виду цінних паперів - заставних, інвестиційних сертифікатів та облігацій, сертифікатів фонду фінансування операції з нерухомістю, отже, фінансовий ринок стає більш диверсифікованим;
- в операції з іпотечного кредитування залучаються небанківські фінансові інститути, що також сприяє диверсифікації роботи фінансового ринку з погляду його суб'єктів;

- наявність іпотечних операцій змінює організаційну структуру банків, зокрема створюються спеціалізовані іпотечні відділення, які надають послуги юридичним та фізичним особам, запроваджується нова культура обслуговування клієнтів, активізуються процеси сек'юритизації.

За проведення цієї операції комерційні банки стягують комісійні, розмір яких коливається від 1,5 до 1% (в абсолютному вимірюванні - 350-500 дол. США). На розвиток ринку впливає і визначення мінімальної суми кредиту, яка в середньому встановлюється на рівні 20-25 тис. дол. США.

Влітку 2004 р. було прийнято поправку до Закону України "Про іпотечне кредитування, операціях з консолідованим боргом й іпотечні сертифікати", згідно з якою скасована норма про те, що розмір кредиту не може перевищувати 70% оцінної вартості предмета іпотеки. Цією поправкою розширяться умови надання іпотечного кредиту, політика банків стане більш гнучкою, отже, банківська система залучить більше споживачів іпотеки (табл. 2.2).

Таблиця 2.2

Банки-учасники ринку іпотечного кредитування у 2003 р.*

Найменування банку	Частка на ринку, %	Ставка за кредитами, %		Строки кредитування, років
		гривневими	валютними	
Аваль	19,1	21 - 22	13-15	До 10
Правекс-Банк	13,3	-	14	До 10
ПриватБанк	12,0	20,5 - 24	14	До 10
Аркада	9,4	10,5	10,5	До 30
Ощадбанк	6,2	-	14	До 5
Надра	4,0	-	15	До 7
Укрсоцбанк	2,6	23-25	14-16	До 5
Фінанси та кредит	1,6	20-23	10-14	До 15
Промінвест	0,5	20-23	-	До 5
У середньому		21,5	14	До 10,7

* За даними Української національної іпотечної асоціації (IV Міжнародний форум учасників ринку капіталів). Дані наведено для комерційних банків, частка яких становить не менше від 0,5%.

Новий поштовх розвитку ринку можуть також дати небанківські фінансові заклади, зокрема кредитні спілки, пенсійні фонди, страхові компанії, ломбарди.

2.6. Ринок страхових послуг як складова фінансового ринку

На сьогодні фінансовий ринок - один із найбільш мінливих у світі, амплітуда коливань якого зумовлена впливом багатьох ендогенних й екзогенних факторів. Водночас за допомогою фінансової інфраструктури створюються численні інструменти, інститути, інституції та структурні елементи, основним призначенням яких є запобігання надмірним ризикам контрагентів, розподіл втрат від негативних подій між різними учасниками фінансового й реального ринків, пом'якшення наслідків несприятливого перебігу подій [97].

У світовій теорії й практиці розроблено кілька прийомів зниження ризику, а саме:

• диверсифікація як процес розподілу коштів, що інвестуються, між різними об'єктами капіталовкладень, галузями, сферами діяльності, безпосередньо не пов'язаними між собою;

• отримання більш повної інформації про об'єкт вибору і результати дій, прозорість роботи інститутів, що зменшують наслідки непередбачених обставин;

• лімітування, тобто встановлення граничних сум витрат, продаж, кредиту тощо з метою зменшення розміру втрати;

• самострахування, яке найчастіше набуває форми створення грошових або товарних страхових фондів економічним суб'єктом ринку;

• хеджування, основна функція якого полягає в перекладанні ризиків на певну категорію учасників фінансового ринку;

• страхування як економічна категорія, основна функція якого - розподіл розміру можливих втрат між усіма учасниками угоди.

Страхування одночасно є досить складною економічною категорією, частиною фінансового ринку (у вигляді страхового ринку) та структурним елементом фінансової інфраструктури, що забезпечує урізноманітнення засобів запобігання ризикам, а також гарантує учасникам ринку ефективне надходження та перерозподіл капіталів. У зв'язку з цим доречно нагадати, що, за фінансовою теорією, страхування виконує чотири основні функції: ризикову; упереджувальну, ощадну та контрольну. *Ризикова* функція полягає у відшкодуванні різноманітних видів ризику і є основною. *Упереджувальна* полягає у фінансуванні за рахунок коштів страхового фонду заходів щодо зменшення страхового ризику або запобігання йому. *Ощадна* забезпечує

певним категоріям громадян кошти на проживання і нагромадження. *Контрольна* означає строго цільове формування та використання коштів страхового фонду [232, с.339-340]. На розвинутих фінансових ринках страхування виконує також функцію акумулювання грошових коштів, які використовуються для довгострокового кредитування різних галузей, зокрема торгівлі та промисловості. Так, у США на фінансові ресурси страхових компаній припадає близько 50% довгострокових кредитів [305]. Страхування також відіграє роль інфраструктурного елемента з притаманними їй функціями (див. розд. 1).

Розглянемо більш докладно особливості страхового бізнесу як елемента інфраструктури, що набула розвитку в Україні. Зокрема, цей вид діяльності сприяє забезпеченню захисту від ризиків, диверсифікації фінансової діяльності, підвищенню ефективності фінансового ринку загалом.

Функцію захисту для інвестора страхування виконує в разі настання страхової події - страхові компанії здійснюють свої функції та відповідають за своїми зобов'язаннями. Отже, чим надійніше працюють страхові компанії, тим більше довіри до фінансового ринку, що позначається на інвестиційній активності населення та юридичних осіб. Особливого значення набуває те, що страховий ринок є роздрібним, тобто дає змогу працювати з кожним клієнтом окремо, враховувати його індивідуальні побажання та мотиви. Відтак вплив на рішення клієнта щодо вибору активної чи пасивної позиції на фінансовому ринку може бути безпосереднім. Фактично, страхування може стимулювати або стримувати бажання фізичної особи користуватися послугами всього фінансового ринку.

Аналізуючи страхування як елемент інфраструктури, слід зважати на необхідність формування особливого типу культури - страхової, що зумовлює проведення просвітницької роботи серед юридичних та фізичних осіб щодо можливостей страхового бізнесу, етики взаємовідносин, всіляких форм захисту страхувальників та страховиків. Останнє може означати посилення ролі господарчих судів, запровадження інституту страхового омбудсмена, прийняття відповідного правового забезпечення та правил страхової практики, що регулюють суперечки між страховими компаніями та їх клієнтами. Інститут страхового омбудсмена є відносно новим, особливо в Україні, він відіграє роль елемента саморегулювання в галузі. У багатьох країнах

Європи створено спеціальні інституції, кількість і характер роботи яких значно відрізняються. Зокрема, в Німеччині існує один страховий омбудсмен і три, що задіяні у банківському секторі. У Великій Британії цих інституцій кілька, і вони утворюють спеціальну раду [312]. Цей інститут несе соціальне та правове змістове навантаження, яке передбачає досудове вирішення спірних питань, що виникають між конрагентами, захист інтересів клієнта страхової організації і тим самим послаблення загальної соціальної напруженості в суспільстві.

Страховий бізнес може створювати нові фінансові продукти, причому поширені як на лише страховому ринку, так і на фінансовому. Але цим продуктам властиві певні особливості, що надає можливість їх застосування лише певними інституціями (страховими компаніями). Зокрема, йдеться про притаманні лише страхуванню такі види продуктів, як страхування професійної відповідальності (менеджерів, ріелтерів, брокерів, аудиторів), а також діяльності професіоналів фондового ринку. Іншим видом відносно нового продукту, поширеного в інших нішах фінансового ринку, є різноманітні накопичувальні види страхування. В останні роки новітні технології впливають і на пропозицію в страховому бізнесі: розробляються такі види продуктів, як страхування власників пластикових карток, бенефіціаріїв споживчого й іпотечного кредиту.

Функція підвищення ефективності роботи фінансового ринку страховим бізнесом реалізується також через подальший розвиток системи договірної основи здійснення діяльності, полегшення повернення коштів, удосконалення механізмів обслуговування клієнтів. Нарешті, страхова інфраструктура сприяє економічному зростанню шляхом здійснення великомасштабного перерозподілу капіталів, акумулювання великих обсягів страхових премій та інвестування капіталів у перспективні галузі економіки.

Розглянемо особливості формування страхового ринку і те, як реалізуються згадані функції в українській фінансовій системі.

Розвиток страхового ринку в Україні відбувався паралельно з формуванням фінансового. Однорівнева структура страхування, що була представлена Держстрахом СРСР, який потім перетворився на Національну акціонерну страхову компанію (НАСК) “Оранта”, була замінена на складну структуру державних та приватних компаній, які функціонували на ринкових засадах. Принципи діяльності інститутів страхового ринку до-

корінно змінилися; у цю сферу залучалися банки та біржі, інвестиційні та пенсійні фонди, інвестиційні компанії. Значно диверсифікувалися інструменти ринку, страхові програми та методи їх реалізації. Страховий ринок виступає однією із сфер, де маркетингові засади є основою діяльності кожного із професіоналів цього ринку. Посилилася роль менеджментських технік і технологій. Процеси глобалізації та регіоналізації кардинально видозмінювали вітчизняні ринки, і це в першу чергу відчували страхові компанії: відкрилися національні кордони, і потоки страхового капіталу створили павутину взаємопов'язаних пунктів надходження й обігу коштів [174].

Однак рівень розвитку української страхової мережі значно нижчий навіть ніж у країн з найближчого зарубіжжя. Усі негаразди українського фінансового ринку, такі як невеликі розміри, низький рівень капіталізації, відсутність прозорості діяльності основних складових, брак розвиненої ринкової фінансової інфраструктури, притаманні і його складовим, зокрема страховому ринку.

Інтенсифікація роботи страхового ринку розпочалася в 1997 р. Частка страхових внесків щодо ВВП становила в 1997 р. 0,4%, тоді як в розвинутих країнах - близько 10% [316]. Проте цей ринок досить стрімко розвивається: на початку 2001 р. розмір страхових внесків становив близько 1% ВВП, а за перші 9 місяців 2003 р. загалом було зібрано майже 6,67 млрд грн. При цьому страхові виплати становили 624 млн грн.

Не всі сегменти страхового бізнесу розвинені однаковою мірою. Лише 10% українців скористалися індивідуальним страхуванням свого життя чи страхуванням на випадок хвороби, або пенсійним страхуванням. Частка страхових компаній і страхових капіталів українських страхувальних фірм дорівнює лише 0,5 % від загальноєвропейського страхового ринку, хоча населення України становить 7% від населення Європи [317].

На кінець 2003 р., за даними Ліги страхових організацій України, частки страхового ринку за рівнем залучених платежів розподілялися так: на добровільне страхування майна припадало більш ніж 79% страхових премій; на недержавне обов'язкове страхування - понад 7%; добровільне страхування відповідальності - 6%; добровільне особисте страхування - 5,3%. Найменш поширеними виявилися обов'язкові види страхування та страхування життя. Доходи від страхування життя в загальному обсязі страхових платежів становлять близько 0,5%, тоді як у європейських і північноамериканських країнах - до 60% і більше.

На сучасному етапі спостерігаються певні зміни в тенденціях розвитку ринку. Зокрема, активніше розвиваються такі напрями страхування, як страхування особистого майна громадян, медичне та автострахування. В середньому темпи зростання ринку за останні 3 роки становлять понад 40% щороку.

Український страховий ринок є досить розпорошеним серед різних невеликих компаній та агенцій. Це особливо помітно на тлі сучасних тенденцій страхового бізнесу, для яких характерні процеси горизонтальної інтеграції, тобто укрупнення його інститутів і зосередження у найбільших з компаній. Так, у Швейцарії трьом найбільшим страховим компаніям належить 58,7% національного страхового ринку, в Японії - 46,9%, в Італії - 51,2%. На дві російські компанії Росдержстрах й Індержстрах припадає понад 75% національного страхового ринку. Сукупні ж страхові резерви українських страхових компаній становлять капітал однієї, ще й не найбільшої, західноєвропейської компанії. Для порівняння можна навести такі дані: сплачений статутний капітал вітчизняних страхових компаній становив на початку 1997 р. 79 млн дол США, тоді як статутний капітал лише однієї японської страхової компанії "The Tokyo Marine and Fire Insurance Company" на цей же період - 820 млн дол. США [317].

Особливої актуальності питання збільшення капіталу страхових інститутів набуває у зв'язку з виходом на український ринок потужних іноземних страхових компаній. Згідно з підписаною у 1994 р. Угодою про партнерство та співробітництво між Україною та ЄС скасовано обмеження щодо участі іноземних компаній у капіталі української страхової організації на рівні 49%. Отже, вже відбувається входження на національний страховий ринок (а далі розширюються його межі) добре капіталізованих компаній, які можуть захопити левову частку ринку. За оцінками експертів, для успішної конкуренції на світовому страховому ринку страховій компанії слід мати статутний фонд близько 50 млн дол США. На сьогодні жодна з українських компаній не має такого розміру статутного капіталу. Отже, слід очікувати злиття страхових компаній та укрупнення українського страхового ринку, адже у більшості країн Європи 5 основних компаній збирає понад 80% премій.

Для порівняння: страховий ринок Росії стрімко підвищує конкурентоспроможність своїх інститутів, збільшуючи статутний капітал і розширюючи мережу філій. На середину 2004 р.

на російському ринку працювало понад 1400 страхових компаній. Якщо в 1999 р. лише 19 страховиків мали статутний капітал більш ніж 100 млн руб., то на початок 2002 р. цю межу подолали вже 54 компанії (близько 4% від їх загальної кількості). У 2003 р. 5 найбільших компаній РФ збирали близько 20% премій, що свідчить про досить високий рівень їх концентрації, якщо зважати на те, що розвиток цього ринку лише розпочався. Це дає змогу російським компаніям якщо не вистояти в конкурентній боротьбі з іноземними прибульцями, то хоча б частково захистити свої інтереси при поглинанні їх іноземними страховими компаніями.

Український страховий ринок налічував згідно з Державним реєстром страхових компаній (перестрахувальників) на 1 січня 2000 р. 263 страхових компаній, що здійснюють діяльність у різних сферах і галузях економіки. Відбувається їх укрупнення, хоча й повільне: на початок 1994 р. страхових компаній було майже втричі більше. Серед найбільших компаній України слід назвати такі, як "Оранта", "Остра-Київ", "Скайд- Вест", АСКА, "Надра", "Інто", "Гарант-Авто", "Енергополіс" та ін.

Розглянемо основну сферу діяльності страхових компаній - виконання ними ризикової функції.

На сьогодні, за оцінками експертів, в Україні страхується лише близько 10% ризиків (причому переважно на міжнародних ринках), тим часом як у більшості розвинутих країн ця цифра досягає 90-95% [287, p. 8.]. Водночас слід звернути увагу на тенденцію до збільшення кількості ризиків, що страхуються. Зокрема, сфера дії страхового бізнесу поширилась, крім традиційного страхування життя, майна, автотранспорту, на авіатранспорт, страхування військовослужбовців, морський і трубопровідний транспорт, страхування експортно-імпортних операцій, кредитних і підприємницьких ризиків, різних видів відповідальності, страхування лізингу. Реальний сектор економіки працює в усе більш ускладненому ризиками середовищі і висуває відповідні вимоги до страхового ринку щодо їх більшого покриття й різноманіття страхових продуктів. У країнах, де страховий ринок інтенсивно розвивається, наприклад у Росії, розвинені інститути страхування пропонують понад 50 різних видів страхування ризиків.

Багато в чому обмеженість діяльності страховиків України пов'язана з браком капіталів на покриття страхувальних сум. Одним із засобів посилення фінансових можливостей страхо-

виків є перестрахування, що дає змогу розподілити ризик між страховими й іншими, можливо, більш потужними фінансовими структурами. Інститут перестрахування діє на українському страховому ринку лише останні 6-7 років і дає змогу краще виконувати його інститутам ризикову функцію. Наявність інститутів перестрахування дещо знижує негативні наслідки, що пов'язані з недостатністю капіталу у вітчизняних компаній. Інший аспект діяльності перестраховиків пов'язаний з можливістю (а на цей час і необхідністю) приваблювати іноземні фінансові фірми, що мають досвід роботи на цьому ринку, певну корпоративну культуру, практику продажів, володіють мистецтвом менеджменту. Залучаючи іноземні капітали до перестрахування, страхові компанії мають на меті підвищувати свій імідж, ознайомлюватись з найкращими зразками менеджменту і маркетингу.

Зрозуміло, що частина перестрахувальних премій відпливає за кордон (за даними експертів, до 40%). Уряди деяких країн намагаються стримувати процеси перестрахування із залученням іноземних компаній. Зокрема, на початку століття засновувалися державні перестрахувальні компанії (банки) у країнах Латинської Америки - Уругваї та Чилі. Близько 40% ризиків перестраховує Національний страховий інститут в Італії. В Туреччині ризики турецьких та закордонних товариств підлягають обов'язковому перестрахуванню у розмірі 75% у державному акціонерному товаристві. Невеликі частки ризику підлягають державному перестрахуванню в Ірані, Франції, країнах Африки та Азії [60, с. 37].

В Україні перестрахування іноземними компаніями ризиків означає не тільки відплив коштів за кордон, а й більшу надійність роботи національних страховиків, підвищення довіри до них з боку населення. Уряд країни підвищив вимоги до іноземних компаній, що дає змогу краще контролювати цей ринок. Практика залучення іноземних перестраховиків вже відіграла позитивну роль у вітчизняній економіці. У 1999 р. керівництво нафтопроводу "Дружба" отримало понад 700 млн дол. США у вигляді страхового відшкодування за збитки від стихійного лиха, що зумовило значні втрати нафти. Гроші за полісом надійшли від іноземного перестраховика - одного з найбільших англійських страхових брокерів "J&Y MARSH& McLennon", який разом із компанією "Нафтогазстрах" застрахував майно нафтопроводу.

Ощадна функція страхового ринку України виконується не найкраще. На розвинених страхових ринках активно діють інвестиційно-страхові компанії, основним завданням яких є поєднання страхування ризику з накопичувальною програмою збереження багатства. Зокрема, в стандартний пакет програм середньої компанії розвиненого страхового ринку входять: накопичувальна програма страхування життя; пенсійна програма; програма фінансування навчання і рента для дітей; корпоративні страхові контракти; фондові програми в міжнародних інвестиційних фондах (наприклад, Private Portfolio Client - PCP), біржові програми (торгівля валютою тощо); програми купівлі нерухомості; програма розміщення грошових коштів на гнучкокерованих рахунках у банку тощо. Як видно з переліку, страхові компанії використовують все різноманіття продуктів, що пропонує фінансовий ринок. Активно використовуються різноманітні форми вертикальної інтеграції, тобто взаємодія інститутів, що представляють різні структури та види фінансових ринків. У західних країнах дуже поширені такі форми організації страхової справи, як фінансові холдинги, які включають страхові компанії, банки та інші фінансові інститути, які застосовують різноманітні системи поширення страхових послуг та продуктів.

В Україні існує досить жорстка конкуренція страховиків, а також банківських і небанківських фінансових інститутів. Місткість і глибина фінансового ринку, тобто здатність споживати його продукти та послуги, незначна. Спроможність переважної більшості українських громадян заощаджувати є мізерною, а їх бажання вкладати кошти в фінансові інститути - ще меншою. Отже, український страховий ринок не лише не використовує можливості співпраці з іншими фінансовими ринками, а навпаки, відчуває опір там, де він займає неспеціалізовану ринкову нішу, традиційну для інших інститутів. Ще одне ускладнення пов'язане з виконанням страховим ринком ощадно-накопичувальної функції, зумовленої тим, що українськими страховими компаніями, як правило, пропонуються значно нижчі страхові премії порівняно з пропозиціями іноземних фірм (з урахуванням співвідношення валютних курсів і рівнем інфляції).

Становище значно б покращилось, якби фінансовий ринок загалом міг би на високому рівні виконувати інвестиційну функцію, пропонувати надійні інвестиційні інструменти. В західних країнах програми нагромадження реалізуються із засто-

суванням переваг фондового ринку, на якому проводяться операції з формування консервативного, збалансованого або ризикованого портфелю цінних паперів і управління ним. Прибуток від зваженого управління портфелем виступає одним з джерел формування капіталів і премій страхових інститутів. Щодо цього українські страхові компанії значно обмежують рівень розвиненості фінансової системи. Як результат, інвестиційний потенціал українських страхових інститутів наприкінці 1998 р. становив лише 4,5% від загального обсягу капіталовкладень за цей період [317].

Виконання страховим ринком контрольної функції забезпечується законодавством України, державними органами, а також саморегулюючими організаціями на зразок страхових бюро, асоціацій, Ліги страхових організацій в Україні. Найбільшого поширення в Україні дістали страхові бюро у певних галузях і сферах діяльності, наприклад Моторне (транспортне), Морське та Авіаційне. Ці структури ініціюють розробку законодавчих норм та правил, погоджують умови страхування, тарифи, тобто розвивають страхову справу і виступають саморегулюючими органами.

Безперечно, що розвиток страхового ринку має стимулювати подальше вдосконалення законодавства у цій сфері. Початком урегулювання питань страхового захисту можна вважати Декрет Кабінету Міністрів України "Про страхування", коли було встановлено базові умови функціонування страхових компаній, що включали вимоги до реєстрації та отримання ліцензії. У 1996 р. було прийнято Закон України "Про страхування", яким вводилися нові вимоги до функціонування інститутів страхового бізнесу. Зокрема, збільшувався статутний фонд, висувалися нові вимоги до реєстрації страхових компаній, регламентувалася участь іноземних компаній у капіталі українських. У тому ж році, 18 грудня 1996 р. , було прийнято Постанову Кабінету Міністрів за № 1523, що вводила в дію "Положення про порядок провадження діяльності страховими посередниками", а також Положення "Про здійснення операцій з перестрахування". Ці два нормативних акти створювали підґрунтя для роботи вітчизняних страховиків, особливо стосовно взаємодії з іноземними та вітчизняними компаніями з перестрахування.

У червні 2004 р. Верховна Рада України прийняла закони "Про обов'язкове страхування цивільно-правової відповідаль-

ності власників транспортних засобів” та “Про оподаткування прибутку підприємств”, що справили великий вплив на страховий ринок. Перший розширив нормативну базу регулювання обов’язкових видів страхування. У другому законі внесено зміни щодо оподаткування операцій страхування, зокрема введено 3% податок на перестрахування.

Деякі норми законодавства переглядались. Зокрема, Постановою Кабміну № 124 від 4 лютого 2004 р. передбачені нові правила перестрахування. Зважаючи на те, що обсяг коштів у вітчизняних страхових компаній є недостатнім, такими компаніями-перестраховиками виступають іноземні установи. Для запобігання випадкам “нечесної гри” при перестрахуванні, неконтрольованому відпливу капіталів, відмиванню “брудних” грошей вимоги до перестраховиків стають більш жорсткими. Зокрема, договір перестрахування укладається лише в тому разі, якщо в законодавстві країни перестраховика передбачено здійснення контролю за перестраховою та страховою діяльністю, досвід роботи на ринку страхування у зазначеної компанії становить не менше від трьох років з моменту укладання договору, і ця компанія не помічена у порушеннях законодавства та вимог щодо боротьби з відмиванням грошей. Постановою Кабінету Міністрів України № 1640 було введено рейтингування компаній-перестраховиків-нерезидентів, що сприятиме відбору з їх загального переліку найбільш сумлінних. Для посилення відповідальності за вибір перестраховика ставка оподаткування операцій з компаніями, що не були внесені у рейтинг, підвищилася до 15%. Причому до нерейтингових відносять такі операції, як перестрахування через брокерів. Такі жорсткі вимоги не могли поліпшувати посередницькі відносини на страховому ринку, що привело до перегляду цієї норми і встановлення ставки оподаткування на рівні 3%. Контроль за перестрахуванням перекладається на Держфінпослуг.

Неабияку роль відіграє система оподаткування, що прийнята при оподаткуванні страховиків та перестраховиків. Діючу ставку в 3% від валового доходу страхових компаній та 3% на операцію перестрахування, на наш погляд, можна вважати прийнятною для розвитку цього виду бізнесу та усунення несумлінних гравців зі страхового ринку.

Постановою Кабінету Міністрів України від 14 вересня 1998 р. було затверджено Програму розвитку вітчизняного

страхового ринку на термін 1998-2000 рр. Ця Програма передбачала, передусім, підвищення конкурентоспроможності страховиків України, розширення ринку послуг, удосконалення оподаткування, розвиток специфічної інфраструктури страхового бізнесу.

Розширюється законодавче поле України щодо введення видів і норм обов'язкового страхування. Зокрема, йдеться про Закон України від 18 січня 2001р. № 2240-II "Про загальнообов'язкове соціальне страхування у зв'язку з тимчасовою втратою працездатності та витратами, зумовленими народженням та похованням", проект Закону України "Про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування".

Паралельні процеси відбуваються на російському ринку страховиків. Найближчим часом очікується внесення змін до концепції розвитку страхового ринку, що потягне за собою насамперед збільшення статутних фондів, зміну методики їх обрахування, а також зменшення частки держави у капіталі страхових компаній (крім Росдержстраху). Очікується, що ці заходи призведуть до зменшення кількості компаній (з 1400 діючих до 800-900). Інший напрям дій російських законотворців пов'язаний з розширенням списку обов'язкових видів страхування. Так, президент Всеросійського союзу страховиків (ВСС) А.Коваль і головний санітарний лікар Росії Г.Онищенко обговорили законопроект "Про санітарно-епідеміологічне страхування", яким передбачається введення однієї з наймасштабніших операцій обов'язкового страхування відповідальності [63].

Отже, країнам з перехідною економікою властиве надання страховим інститутам навантаження з вирішення численних соціальних завдань. Водночас зазначимо, що страховий ринок не може взяти на себе функції, що безпосередньо забезпечують соціальний захист населення. Це насамперед означатиме підвищення контролю і відповідальності держави за ситуацію на страховому ринку. До того ж страховий ринок, як і будь-яка складова фінансового ринку, має працювати передусім на ринкових засадах з обмеженим втручанням держави. При запровадженні обов'язкового страхування урядові органи мають виконувати принаймні три завдання [174, с. 29]: по-перше, переглянути можливість зменшення кількості діючих видів обов'язкового страхування; по-друге, вдосконалити умови та порядок здійснення зазначених видів страхування; по-третє, вводити нові їх види тільки в разі реальної потреби.

Однією з проблем, з якою стикаються страхові компанії в своїй діяльності, є стримане, а інколи й вороже ставлення населення до їх пропозицій. Фактично послуги страхових компаній сприймаються певними категоріями громадян так само негативно, як послуги фінансового ринку загалом, а інколи й ще більш негативно. Відновлення довіри населення - це тривалий процес, що забезпечується добре розробленою програмою public relations, пошуком нових форм управління громадською думкою і, що дуже важливо, позитивними прикладами діяльності страховиків, крайнім обмеженням процедур їх банкрутства і відвертого шахрайства.

Брак довіри до інституту страхування багато в чому пов'язаний з відсутністю достатньої й доступної інформаційної бази щодо діяльності страховиків на українському ринку. Зазначимо, що в Росії наданню повної інформації щодо страхування приділяється значно більше уваги. Зокрема, тільки періодичних видань, які регулярно висвітлюють особливості практики страхування в Росії, налічується, за підрахунками автора, 17. Діють і сайти в мережі Інтернет, і інформація щодо діяльності компаній російського ринку є доступною і прозорою.

На страхових ринках світу вдаються також до різноманітних технік продажу і стимулювання збуту. Однією з таких технік є багаторівневий маркетинг (Multilevel Marketing - MLM). На сьогодні ці технології активно охоплюють ринки країн СНД, зокрема Росію. У 1997 р. в Москві відбувся перший в Росії MLM-Конгрес, на якому зазначалось, що MLM принцип становить якісно новий соціокультурний фактор останньої чверті XX ст. Практика MLM поступово доводить свою ефективність і на українських страхових ринках.

Слід відзначити також нерозвиненість в Україні інститутів страхового брокеражу. Страховий брокер діє на підставі брокерської угоди і має вибрати найкращий продукт для певного клієнта з переліку найкращих страхових компаній, за що він стягує комісійні. Законодавчо питання роботи брокера не обумовлені, так само як і особливості складання брокерської угоди, відповідальність сторін та ін. Отже, страхові компанії виступають практично одноосібними гравцями на ринку страхових послуг, що знижує їх ефективність.

Важлива сфера діяльності страховиків - страхування в системі зовнішньоекономічної діяльності. Страховий ринок

включає як одну із складових страхування іноземних кредитів з метою запобігання кредитним, політичним, юридичним та іншим видам ризиків. У цій сфері діють як державні, так і приватні компанії страхування. Зокрема, до них належить Американська компанія зі страхування іноземних кредитів. У Великій Британії однією з найбільших компаній зі страхування у сфері зовнішньоекономічної діяльності є департамент гарантій експортних кредитів (Export Credits Guarantee Department) [231, с. 102]. Фінансовий ринок визначає низку фінансових інструментів, де страхування є обов'язковою складовою операції, зокрема форфейтинг, міжнародний лізинг, операції з ф'ючерсами, опціонами та свопами.

Підсумовуючи особливості розвитку страхового ринку в Україні, можна дійти висновку, що виникла самодостатня складова фінансового ринку, якій властиві ті самі обмеження, що і фінансовому ринку загалом. Із розвитком фінансової системи слід очікувати набуття суб'єктами страхового бізнесу України певного рівня капіталізації, досвіду роботи, інфраструктурних елементів та інституціональної основи [95].

2.7. Роль фінансової інфраструктури у забезпеченні взаємодії різних фінансових ринків

Одним з ключових завдань фінансової інфраструктури є забезпечення взаємодії фінансових ринків. Цим досягається синергетичний ефект, завдяки якому зміцнюється кожен з ринків, а також забезпечується більша прибутковість і менша ризиковість операцій у фінансовій системі загалом.

Цементуюча, об'єднуюча функція фінансової інфраструктури випливає з її природи як оболонки фінансової системи, з її основоположної функції підвищення ефективності фінансових ринків [105; 106].

Країни, які входять до так званої групи виникаючих ринків, мають не досить ефективний механізм побудови фінансової системи. Серед особливостей формування фінансових систем цих країн ринків можна виділити такі:

• величезна кількість підприємств у результаті ринкових перетворень стає неплатоспроможною, процедури банкрутства деякий час залишаються неврегульованими, і у фінансовій системі підвищується кредитний ризик і ризик контрагента;

• фінансова система є ключовим фактором процесів трансформації власності, її структури та інституцій, вона сприяє структурним змінам в економіці; відповідно неефективна фінансова система гальмує зазначені процеси;

• у країнах виникаючих ринків створення та модифікація фінансових систем пов'язана з браком концептуального підходу щодо виділення першо- і другорядних факторів розвитку фінансової системи, визначення ключових аспектів існування фінансових інститутів та забезпечення їх надійної роботи;

·• урядам цих країн важко вибрати релевантну модель фінансових ринків, яка б найбільше відповідала національним вимогам побудови економіки [278, p. 1-3].

Певне копіювання досвіду інших країн призводить до еклектичного поєднання різних моделей та зразків. Часто поради, що надходять з північноамериканських країн і міжнародних організацій, значно відрізняються від західноєвропейських, використання принципів побудови нових структур залежить від фінансової допомоги, що надходить. Це зобов'язує переймати такий досвід, і, як результат, створюється фінансове середовище, яке не може стабільно функціонувати.

Вимоги щодо дотримання фінансової дисципліни різними суб'єктами власності існують поряд з масовою неплатоспроможністю. Нерідко тривалий час застосовуються переважно адміністративні важелі регулювання фінансової системи, вводяться жорсткі правила дотримання прозорості роботи фінансових інститутів. Юридичні особи реального сектора реагують на фінансові "корсети" переведенням капіталу за межі національної економіки в тіньові ринки, оффшорні зони. Це ще більшою мірою зменшує пропозицію капіталу. Високий рівень бартерних операцій підриває саму грошову основу розрахунково-платіжних відносин. Слід вказати також на відсутність адекватної оцінки наявних фондів реального сектора, що відповідно зменшує потенціал фінансового ринку.

У країнах виникаючих ринків спостерігається брак заощаджень з боку домогосподарств, до того ж заощадження часто оминають офіційні канали інвестування. Це пояснюється кількома причинами. Серед них можна назвати відсутність довіри фізичних та юридичних осіб до фінансової системи, яка зумовлена попереднім негативним досвідом її використання. Це призводить до обмеження використання фінансових інсти-

тутів як зберігачів заощаджень та гарантів неінфляційного отримання доходів. Значно підриває довіру населення до фінансових інститутів, а відтак до застосування офіційних фінансових каналів інвестування, часті зміни в законодавстві, недосконалість правової бази захисту прав інвесторів, зміни в регламенті обслуговування фізичних осіб з боку різноманітних банків, інвестиційних фондів, компаній тощо, а також відсутність інформаційного поля, яке б надавало фізичним та юридичним особам відомості про різноманітні засоби збереження капіталу. Відновлення довіри до фінансової системи є довготривалим і може мати різний ефект на певних етапах.

На етапі формування фінансової системи дуже важливим є зменшення ризику не тільки позичання для інвесторів, а й роботи фінансових інститутів взагалі. За умов пропозиції високого рівня доходності та непередбачуваних інфляційних очікувань це здійснити досить важко.

Пропозиція грошей відбувається на різноманітних фінансових ринках. Будь-яка країна потребує різних форм і достатнього обсягу пропозиції інвестицій, що має забезпечити економічне зростання. За моделлю Харрода - Домара, темпи економічного зростання прямо пропорційні до рівня заощаджень та обернено пропорційні до коефіцієнта капіталоємності:

$$R = \frac{S}{Q},$$

де R - бажані темпи економічного зростання; S - рівень заощаджень у процентах до ВВП; Q - коефіцієнт капіталоємності.

В Україні рівень заощаджень тривалий час тримався на позначці 13-15% при його пороговому рівні 18% [273]. Тому очікувати на неінфляційні тривалі позитивні зрушення в економіці України і стабільні темпи економічного зростання в найближчому майбутньому навряд чи доводиться.

Більшість країн з метою залучення грошових коштів вдавалася до примноження торговельного оборотного капіталу, який сам себе відтворює протягом досить нетривалого строку, створення механізму саморозширення фінансових ринків через механізм мультиплікатора, систему спекуляцій на ф'ючерсних ринках або до отримання синергетичного ефекту взаємодії різних ринків.

На наш погляд, зазначені підходи ще не дістали належного поширення в Україні. Фінансові ринки держави мають риси, притаманні країнам виникаючих ринків, на що вказувалось ра-

ніше. Крім того, особливістю розвитку фінансових ринків є відсутність їх взаємодії, цілісності системи побудови фінансової системи. Фінансові ринки на сьогодні діють відмежовано в умовах нерозвиненості вторинного ринку цінних паперів, майже повної відсутності ринку деривативів тощо. Неналежний зв'язок між фінансовими ринками, відсутність єдиної концепції робить монетарну політику неефективною, а інколи загрозливою для економіки в цілому. Тому необхідно не лише досягти оптимальної взаємодії ринків, а й створити концепцію цього об'єднання, використовувати раціональну комбінацію ресурсів кожного з них.

Взаємодія фінансових ринків передусім полягає в забезпеченні оптимального перетину множин грошових фондів первинного і вторинного фінансових ринків, використання потенціалу оптового і роздрібного ринків, розвитку ринку похідних інструментів на тлі грошового ринку та ринку капіталів, інтерсекції на ринках різних фінансових інструментів тощо.

Прикладом такого взаємовпливу може бути взаємодія фондового і первинного ринку пенсійних контрактів. У розвинених країнах половина населення і більше має акціонерний капітал часто завдяки приватним пенсійним фондам, які виходять як " гравці" на ринок капіталів.

Фінансовий ринок виділив також спеціальних професіоналів ринку - арбітражерів, що взаємодіють на різних ринках, отримуючи вигоду від недооцінки одного інструменту на одному ринку та його переоцінки - на іншому. Втім, фінансові інститути часто вдаються до різних менеджментських практик для виходу на інші ринки і зайняття там певної ніші. Однією з таких практик можна назвати аутсорсинг, тобто використання ресурсів, ідей, персоналу інших компаній.

Однак взаємодія ринків не тільки пов'язана з однозначними перевагами. Як правило, значно зростають різноманітні види ризиків, а отже, підвищується роль такого виду фінансової інфраструктури, як наукова інфраструктура.

З погляду суб'єктного складу потенціал українських фінансових ринків досить незначний і передусім представлений невеликою кількістю платоспроможних вітчизняних фірм, іноземними фірмами та фізичними особами, зокрема громадянами України, що мають високий і середній достаток. Прибутки фізичних і юридичних осіб є настільки незначними, що цей ресурс потребує ретельного дослідження, виваженого ставлен-

ня і мультиплікативного примноження кожної гривні, запущеної на фінансові ринки. Ефект взаємодії фінансових ринків полягатиме в багаторазовому використанні коштів суб'єктів фінансової системи на ринку депозитного, позикового і страхового капіталу, цінних паперів, пенсійних контрактів.

Кожний з ринків різних фінансових інструментів має своє специфічне завдання щодо наповнення приватних чи державних бюджетів. Ринок державних облігацій пропонує джерело наповнення державного бюджету. Ринок муніципальних облігацій при вдалому управлінні випуском може забезпечити надходження коштів в скарбницю місцевих та регіональних органів влади. Ринок споживчих кредитів дає можливість розширити межі споживання фізичних осіб, а ринок іпотеки - межі фінансування галузі капітального будівництва. Наявність венчурного капіталу і відповідних інституціонально-правових платформ дасть змогу забезпечити інвестування наукових розробок і новітніх технологій. Первинний ринок прирощує капітал та організує доступ до нього широкого кола учасників, вторинний ринок забезпечує переміщення капіталу між учасниками ринку, надає більшої ліквідності не зовсім ліквідним інструментам, а також ринкової вартості фінансовим активам. Зрозуміло, що кожен інструмент, що випускається, може застосовуватися на різних ринках і залучати все більшу кількість інвесторів, кожний з яких спроможний мати певний зиск від цього використання, що примножує загальний обсяг капіталів.

Оптимальною є ситуація, коли взаємодія між ринками призводить до збільшення потоків фінансових ресурсів, їх інтенсивності та розміру. Фінансова система, що нормально функціонує, породжує і спекулятивні потоки, які, хоча і підвищують ризики фінансового ринку, але призводять до значного зростання його потенціалу і залучення кола нових гравців. Зрозуміло, що підвищення ризику має бути зіставлюваним із загальною вигодою, отриманою суспільством від примноження грошових потоків, тобто загальний ефект від збільшення грошових фондів (індекс збільшення грошових фондів), помножений на коефіцієнт ефективності використання (окупності) у співвідношенні до індексу зростання ризиків, має бути не меншим від одиниці.

Основною умовою зменшення фінансових ризиків є розвиток досконалої фінансової інфраструктури, в тому числі інсти-

тутів депозитарію, реєстраторів і зберігачів, інформаційної та технологічної інфраструктури. Традиційні методи управління фінансовими ринками відійшли або відходять у минуле. Стають ефективнішими структури, які дають змогу оптимізувати ризик, прибутковість та синхронність роботи фінансової системи.

Одним з нових явищ, з якими будуть стикатися фінансові інститути України, є сек'юритизація як засіб, що забезпечує взаємозв'язок між окремим фінансовими ринками.

За [281, p. 139-140], сек'юритизація передбачає переміщення процесу позичання грошей від посередника до відкритого ринку. По суті, це випуск нового боргу у вигляді цінного паперу на старий борг з метою зменшення ризику його несплати та підвищення прибутковості не зовсім ліквідної фінансової операції. Сек'юритизація дає змогу збільшити ліквідність позик; управляти ризиком процентної ставки більш ефективно; посилює позицію фінансових інститутів на ринку шляхом диверсифікації ризику; сприяє залученню довгострокових фондів на противагу акумулюванню короткострокових депозитів; посиленню взаємообміну інструментів різних фінансових ринків.

У світовій практиці поширені три основні форми застосування сек'юритизованих інструментів:

• обхідний шлях щодо традиційних ринків (bypassing traditional markets);

• сек'юритизація активів;

• ресек'юритизація цінних паперів.

Перша форма означає, що традиційні структури (банки) беруть на себе зобов'язання заплатити борг за комерційними цінними паперами, якщо певна комерційна фірма випустила борг і неспроможна сплатити його. Банк випускає новий борг, який зменшує взаємні неплатежі на фінансовому ринку.

Сек'юритизація активів здійснюється на довгострокові позики, щоб надати їм більшої ліквідності. У західних країнах найбільш поширені явища сек'юритизації активів з такими інструментами, як іпотечні позики, лізинг, споживчий кредит і навіть позики на кредитні картки. Існують загальні умови, які висуваються до сек'юритизованих активів: цілі, на які вони надаються, мають бути сформульовані просто і чітко, вони повинні мати прозору систему застави, передбачати процедури запобігання ризику дефолту, певну дату погашення і генерувати прогнозовані потоки фондів.

Серед сек'юритизованих активів можна виокремити три види, які відрізняються розподілом власності, прибутків та відображенням інформації на балансі банків:

1) активи, що проходять повз ринок (pass-throughs), які застосовуються частіше при іпотечному кредиті. При випуску цінних паперів на іпотеку дотримуються таких умов: власність на іпотеку належить інвесторові; додаткові платежі надходять до інвестора; борг не позначається на балансі банків; банк отримує плату за обслуговування випущених цінних паперів;

2) сек'юритизовані цінні папери, які мають заставу у вигляді нерухомості (mortgage-backed) і випускаються інвестиційними компаніями і ощадними інститутами. Умовами випуску є те, що власність належить емітенту; додаткові платежі не надходять інвесторові; вони позначаються на балансі фінансового інституту як пасиви, а іпотека - як активи;

3) сек'юритизовані цінні папери, які мають заставу у вигляді нерухомості і розподіляють пули застави на коротко-, середньо- та довгострокові сегменти (collateralized mortgage obligatitions, або CMOs). Емітуються вони за умов, що власність зберігається за емітентом; інвесторові переадресується додатковий потік платежів; на балансі банку виникає борг.

Ресек'юритизовані цінні папери емітуються для впорядкування готівкових потоків вже існуючих прямих ринкових інструментів з метою впровадження цінних паперів у специфічний сектор фінансового ринку [281, с.143].

Таким чином, сек'юритизація об'єднує ринки, що мають відносно традиційні інструменти (кредити, іпотеку, лізинг), з відкритим ринком цінних паперів, що дає можливість створювати і акумулювати значні потоки фондів.

Зрозуміло, що бажаний ефект від взаємодії фінансових ринків можна досягнути лише за умов, що певний критичний сектор фінансової системи працює потужно, безперебійно та безризиково. Критичною і важливою є побудова сильної банківської системи, яка має утворювати плацдарм для розвитку інших фінансових секторів та інститутів [290, p. 169-170].

Прикладом взаємодії ринків через інфраструктурні елементи є об'єднання двох ринків - банківського та фондового. Такий інфраструктурний суб'єкт, як інститути спільного інвестування, дає змогу практично будь-якому інвесторові (фізичній або юридичній особі) розміщувати грошові кошти на фондовому ринку, користуючись послугами його професійних учасників.

Перші кроки в цьому напрямі було зроблено піонерами банківського бізнесу. Зокрема, АКІБ "УкрСіббанк" у 2003 р. почав створювати компанії з управління активами (КУА). Така взаємодія дасть змогу акумулювати кошти інвесторів у реальний сектор на довгостроковій основі.

Взаємодія фінансових ринків означає, що їх контролюючі органи об'єднуються в один або між різними органами влади, що контролюють різні ринки, організується тісна взаємодія. Перший шлях обрали такі країни, як Канада, Німеччина, Польща, пізніше до них приєдналась Російська Федерація.

Україна має ще різні органи, що контролюють різні ринки. Національний банк України здійснює низку функцій контролю та нагляду за роботою комерційних банків. Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку відповідає за регулювання фондового ринку. Водночас комерційні банки, задіяні на фондовому ринку як торговці цінними паперами, виконують функції кастодіана (зберігача) та реєстратора, мають проходити реєстрацію та перевірки з боку ДКЦПФР. Державна комісія з регулювання ринку фінансових послуг регулює ринок страхових послуг, лізинг, факторинг, форфейтинг, ломбардну діяльність тощо. Разом з тим лізингові, а також частина страхових компаній часто створюються при банках України, що також призводить до перетинання сфер взаємовпливу.

Восени 2003 р. НБУ, ДКЦПФР і Держфінпослуг підписали протокол про співробітництво у сфері нагляду, розробки нормативних актів та обміну інформацією. На порядку денному стоїть питання про об'єднання останніх двох структур в єдину, яка може регулювати фондовий ринок та ринок фінансових послуг.

Отже, фінансова система, що об'єднує різні фінансові ринки з різним рівнем забезпечення запобігання ризику, цілями, завданнями та інструментами, яка організує ефективну взаємодію між окремими компонентами, має значно більшу потужність щодо залучення додаткових фондів.

Розділ 3
Інфраструктура регіонального фінансового ринку

3.1. Напрями формування фінансової інфраструктури регіонів України

Державний вплив на формування регіональної фінансової інфраструктури має на меті консолідацію роботи ринкових агентів, інститутів та владних структур у межах територіального утворення для забезпечення його сталого економічного розвитку. При цьому має досягатися рівновага виробничо-фінансових відносин на всіх рівнях управління, зокрема узгодженість регіональних і державних інтересів. Від того, наскільки ефективно працює фінансово-банківська система, багато в чому залежить успіх проведення соціально-економічних перетворень у регіонах України.

На регіональному рівні виникає низка проблем, що потребують невідкладного вирішення, зокрема:

- нестабільність потоків капіталів: їх надмірне надходження в одні регіони України і недостатній обсяг в інших;
- неналежний рівень банківського обслуговування;
- нагромадження інформаційного потенціалу в умовах неможливості його реалізації через низький рівень інформаційно-комунікаційної інфраструктури;
- недостатній рівень розвитку інституціональних відносин, ринкових форм господарювання;
- низькі інвестиційний потенціал і рівень інвестиційної культури населення;
- відсутність стратегічних орієнтирів, орієнтація передусім на “залатування“ дірок, а не на інноваційний розвиток;
- низький технологічний та менеджерський рівень роботи фінансових установ, часто неможливість приймати фінансові рішення на рівні регіональних відділень;
- недостатня прозорість фінансового ринку: відставання його інформаційної інфраструктури від економічних реформ, слабка представленість інформаційних служб, нерозвиненість мереж установ з надання консалтингових послуг;
- брак стратегічних іноземних інвесторів, які стримано йдуть на контакти з регіонами України через перманентну не-

детермінованість й ризикованість операцій, слабку розвиненість комунікаційної інфраструктури.

Значна частина з цих проблем, як видно з переліку, пов'язана з недостатнім рівнем розвитку регіональної фінансової інфраструктури. Як правило, її розвиток тісно пов'язаний з економічним розвитком та станом загальної інфраструктури (табл. 3.1).

Таблиця 3.1

Рейтинг фінансової інфраструктури та інвестиційної привабливості регіонів України за 2003 р.*

Адміністративно-територіальна одиниця	Рейтинг за інфраструктурою		Рейтинг економічного розвитку	Рейтинг інвестиційної привабливості
	фінансовою	загальною		
М. Київ	1	1	1	1
Дніпропетровська обл.	2	4	6	2
Донецька обл.	3	3	9	7
Харківська обл..	4	2	8	3
Луганська обл.	5	23	22	20
Київська обл.	6	20	7	8
Львівська обл.	7	8	10	6
Одеська обл.	8	10	5	4
АР Крим	9	16	13	11
Полтавська обл..	10	13	4	10
Запорізька обл.	11	6	2	5
Миколаївська обл.	12	5	15	9
Івано-Франківська обл.	13	14	12	17
Черкаська обл.	14	22	16	16
Волинська обл.	15	9	14	15
Херсонська обл..	16	26	26	25
Чернігівська обл.	17	19	21	18
Тернопільська обл.	18	12	23	21
Хмельницька обл.	19	18	25	23
Вінницька обл.	20	11	11	14
Сумська обл.	21	21	17	22
Чернівецька обл.	22	7	19	13
Житомирська обл.	23	25	24	26
Рівненська обл.	24	24	18	24
Кіровоградська обл.	25	17	20	19
Закарпатська обл.	26	15	3	12

* Таблиця побудована за даними Інституту реформ.

Зазначимо, що при визначенні інвестиційної привабливості регіонів України обов'язково враховується показник розвитку фінансової інфраструктури. Крім того, дослідження динаміки змін в інвестиційній привабливості регіонів показує, що окремі області переміщуються на перші місця саме завдяки розвитку фінансової системи та банківського бізнесу. У цьому переліку слід згадати Вінницьку область, яка зайняла третю позицію за рейтингом динаміки змін інвестиційного клімату завдяки активізації банківського бізнесу, пожвавленню потоку внутрішніх

інвестицій, зокрема домогосподарств, та підвищенню рівня кредитування підприємств малого та середнього бізнесу.

Отже, належний рівень фінансової інфраструктури є обов'язковим елементом системи стимулів інвестиційних процесів, які відбуваються в регіонах, що сприяє економічному зростанню за умов, якщо цей розвиток органічно вписується у загальну інфраструктуру регіону і не суперечить основним її складовим. Останнє особливо важливе тому, що в багатьох регіонах України фінансова інфраструктура не відповідає рівню розвитку продуктивних сил, суперечить принципам виявлення певних інститутів, що призводить до негативних явищ. Прикладом таких явищ можна назвати муніципальну позику в м. Одесі, розмір випуску якої був явно завищений і не відповідав фінансовій потужності державних органів міста.

Державне управління має бути спрямоване на побудову оптимальної інфраструктури. При цьому основними завданнями розвитку регіональної ринкової фінансової інфраструктури, на наш погляд, є:

- створення достатньої кількості інституцій, які б гарантували рівномірний розподіл та перерозподіл потоків капіталів між регіональними промисловими структурами, районами, іншими адміністративними одиницями області, забезпечували міжрегіональний перетік грошових коштів у разі відсутності надходження капіталів у певні періоди;
- формування ефективного інструментарію фінансового ринку, що сприяв би його диверсифікації, забезпеченню доходної частини місцевих та регіональних бюджетів, зниженню ризиків інвестування, приваблював би надлишкові кошти та інвестиції;
- досягнення інформаційної насиченості регіонального ринку, особливо фінансового, забезпечення прозорості його роботи;
- розвиток регіональної законодавчої ініціативи, сприяння розробці оптимальної законодавчої інфраструктури, здатної створити основу стабільного поступового зростання економіки з відсутністю різких диспропорцій у розвитку регіонів.

На регіональному рівні, на нашу думку, головним завданням розвитку фінансової інфраструктури має стати вирівнювання ринкових умов господарювання в реальному секторі в міжрегіональному та територіальному аспектах, підвищення ефективності роботи фінансового сектора з погляду зниження

ризикованості його роботи та сприяння підвищенню загального рівня заощаджень у регіоні, розміщених у межах фінансово-банківської системи, активізації межрегіональних потоків капіталів.

Характерним є те, що розвиток регіональної фінансової інфраструктури стає всеактуальнішим для багатьох країнах колишнього Радянського Союзу. Це пов'язано з тим, що в більшості країн відсталість саме цього сектора є відчутною. Зокрема, питання оптимального функціонування регіональних утворень активно обговорюються в російській пресі. Причому у фінансовій площині регіональні проблеми пов'язуються з найбільш ефективним обслуговуванням реального сектора. Л.Євстигнєєва та О.Євстигнєєв, зокрема, зазначають: "Регіони поступово починають звертати увагу на впорядкування внутрішніх фінансових відносин та розвиток реального сектора. … Перетворення регіону у реальний суб'єкт Федерації не може бути зведено до правових актів, за ними має стояти фактично створена внутрішньорегіональна інтеграція. Ми маємо на увазі інтеграцію регіональної влади передусім з великими банками і корпораціями [77, с. 84].

Щодо практичної реалізації цих положень можна назвати проект, який було запроваджено в Російській Федерації. Формою налагодження нормальної взаємодії великих банків з регіональною владою стала програма відновлення банківського сектора в 15 суб'єктах Федерації, що була спільно реалізована Агентством з реструктуризації кредитних організацій (АРКО) та Альфа-банком. Банк отримав від АРКО відносно дешевий кредит на розбудову філіальної мережі, який він був зобов'язаний не тільки повернути, а й регулярно виплачувати проценти з розрахунку 50% чинної ставки рефінансування. На власне технічне оснащення нових структур спрямовувалося лише 20% коштів, виділених банку.

Одним з напрямів формування регіональної інфраструктури є розробка державної консолідованої фінансової регіональної політики, за якою інтереси держави й регіонів мали б узгоджуватися між собою. Сфера узгодженості цих інтересів може перебувати в трьох основних площинах: наповнення регіональних бюджетів; залучення та перерозподіл інвестицій; балансування розвитку валютного ринку.

Особливої уваги потребує вдосконалення системи зовнішньоекономічної діяльності регіонів, їх виходу на зовнішній ринок. Щодо цього необхідне досягнення балансу валютних інте-

ресів, формування регіонального валютного ринку, створення умов валютної самоокупності підприємств як одного з основних факторів функціонування ринкових відносин, з одного боку, і забезпечення валютної самоокупності держави як обов'язкової умови її економічної самостійності - з другого.

Завданнями законодавчої інфраструктури має стати розробка стабільного законодавства, його дотримання всіма ланками виконавчої влади та економічними агентами, забезпечення виконання вимог ефективного валютного контролю.

3.2. Регіональні аспекти діяльності комерційних банків в Україні

Створення регіональної мережі банківських та небанківських фінансових інститутів сприяє формуванню особливого клімату в країні, який полягає в інституційному й організаційному забезпеченні та контролі за надходженням і витрачанням грошових коштів, інвестицій, привнесенню нової ідеології ринкових відносин, залученню широких верств населення до культури примноження заощаджень, використанню переваг роботи фондового ринку України [94; 99; 103].

На регіональному рівні першочерговим завданням для фінансових установ є залучення внутрішніх ресурсів інвестування, акумулювання коштів фізичних та юридичних осіб, що значною мірою впливає на ефективність проведення економічних реформ. Характерною ознакою країн з перехідною економікою є асиметрія структури фінансового ринку, значне переважання банківського сектора (в Україні, за даними зарубіжних експертів, - до 90% [193]). Отже, в монографії зосереджуватимемо увагу саме на формуванні інвестиційних ресурсів через банківську мережу шляхом депозитування коштів на рахунках у банках, виконання інвестиційних, трастових та інших операцій, як пропонують клієнтам комерційні банки.

Для фінансових структур характерним є тяжіння до територій, в яких сформована велика потенційна клієнтська база банківських структур. Як відомо, комерційні банки обслуговують як роздрібний ринок (фізичних осіб, дрібних підприємців), так і оптовий (корпорації, компанії, організації та підприємства). Умовою розвитку банківської системи є наявність у певному регіоні заможного населення, розвиток підприємництва, вироб-

ничо-наукових комплексів тощо. Як правило, саме наявність потужної виробничої бази, представленої великими підприємствами, зумовлює решту факторів. Новим фінансовим ринкам загалом притаманна досить невелика частка вкладів населення у банківський сектор, а тому фінансові структури віддають перевагу корпоративним клієнтам.

Отже, в Києві та Київській області, де зосереджено багато великих промислових підприємств і науково-технічних центрів, на кінець 2001 р. діяло близько 80 комерційних банків. Кількість комерційних банків, розміщених на території України, за даними НБУ, на 1 листопада 2001 р. становила 190, отже, в регіоні налічувалася майже половина від загальної кількості цих установ. Високий рівень територіальної концентрації банків характерний також для таких промислово та науково розвинених міст, як Харків, Дніпропетровськ, Одеса, Донецьк, Запоріжжя, Львів [314]. Нерівномірність промислового розвитку регіонів призводить і до протилежної тенденції - сім обласних центрів України не мають самостійних банків (лише філії та регіональні відділення), а в п'яти областях діє лише по одному регіональному банку [129].

Про потужність роздрібного ринку частково свідчать дані щодо середнього рівня заробітної плати населення регіону. З початку 90-х рр. склалися нерівномірні пропорції розподілу заробітків населення за регіонами України. Зокрема, в листопаді 2001 р. зберігалась диференціація регіонів за рівнем заробітної плати. Якщо заробітна плата працівників Вінницької, Хмельницької, Житомирської, Волинської та Тернопільської областей на 27-36% була нижчою від середньої по країні, то в Донецькій, Запорізькій, Дніпропетровській вона перевищувала цей показник на 17-22%. Найвищий рівень заробітної плати, за даними Держкомстату, спостерігався у м. Києві (565 грн). Зауважимо, що в першій групі перелічених областей регіональні банки не створено або діє один регіональний банк. До цього можна додати, що і банківська структура створює робочі місця зі значно вищою за середній рівень заробітною платою своїх співробітників.

Аналізуючи динаміку надходження інвестицій в основний капітал, можна знову ж таки виділити практично ті самі регіони: Донецьку, Дніпропетровську, Полтавську, Запорізьку області, м. Київ. У Запорізькій області залучено понад 700 млн грн банківських кредитів, що у 1,6 раза більше, ніж у 1999 р., при цьому

довгострокових кредитів надано майже у 2,8 раза більше. З початку 2001 р. на розвиток економіки Дніпропетровської області підприємствами та організаціями усіх форм власності спрямовано 1,53 млрд грн капітальних вкладень, у Полтавську область - 1,28 млрд грн, у м. Києві освоєно близько 3,02 млрд грн капіталовкладень [99]. Наведені дані свідчать про офіційне проходження грошових потоків через мережу банківських установ. Це означає збільшення їх пасивів й активів, зростання депозитів через ефект мультиплікації, зміцнення фінансової стійкості, поліпшення загального стану банківської системи, що, у свою чергу, веде до позитивних змін у реальному секторі.

У зазначеній групі регіонів з високою концентрацією інституцій банківського сектора значно менш поширені бартерні операції (табл. 3.2). Це пояснюється набагато більшою відкритістю економіки таких регіонів, зменшенням частки тіньового бізнесу, контролем з боку фінансових установ і організацій України.

Таблиця 3.2

Групи регіонів залежно від частки бартерних операцій*

Група областей залежно від частки бартеру в загальному обсязі відвантаженої продукції, %	Кількість регіонів у групі	Середній обсяг відвантаженої продукції за січень-грудень 2001 р., млн грн	Середня питома вага продукції, %	
			відвантаженої на бартерних умовах	оплаченої у грошовій формі
До 6,2	9	6760,01	5,0	85,42
6,3-9,6	6	7391,47	8,25	81,17
9,7-13,0	7	1688,26	10,99	79,97
>13,1	5	4526,26	14,08	71,76
Всього, в середньому:	27	5171,79	8,0	78,62

* Підраховано автором за даними Держкомітету статистики України.

Території з високим рівнем концентрації банківської діяльності потрапили в першу (Дніпропетровська, Запорізька, Одеська області, м. Київ) або в другу групу (Донецька, Львівська області). Винятком є Харківська область, де частка операцій, що здійснювалась на бартерних умовах, становить 14.2%. Частково бартеризація сфери обігу пояснюється відсутністю замкненого виробничого циклу, що зумовлює товарний взаємообмін між окремими підприємствами, які входять у повний цикл з виготовлення продукту.

Зрощування промислового та фінансового капіталу відбувається на сучасному етапі в рудиментарній формі шляхом перетворення невеликого регіонального банку на фінансовий центр, що надає комплекс послуг компанії-гіганту, так званому

VIP-клієнту. Прикладами таких банків можуть слугувати "Донгірбанк", серед клієнтів якого виділяється компанія з мільярдними оборотами "ІСД", а також Кременчуцький банк "МТ-банк", успіх фінансової діяльності якого багато в чому залежить від результатів роботи концерну "Укртатнафта".

Інвестиції можуть залучатися через інструментарій фондового ринку. При цьому слід проаналізувати емісійну активність підприємств регіонів і наявність центрів організованої торгівлі (бірж), від яких значною мірою залежить ефективність інвестиційних процесів.

Високий рівень емісійної активності демонструють підприємства зони науково-промислових центрів, які зосереджені в Київській, Донецькій, Дніпропетровській і Запорізькій областях. На ці регіони на початок 2001 р. припадало понад 60% від загальної номінальної капіталізації фондового ринку України. В середньому під час розміщення емітованих паперів обсяг залучених інвестиційних ресурсів становив 2,8 млн грн із значним варіюванням за регіонами. Зокрема, в Донецькій області обсяг залучених коштів перевищував середній рівень по Україні в 2,45 раза, Дніпропетровській - в 2,1 раза, Івано-Франківській - в 1,5 раза, Полтавській та Київській областях - майже в 1,3 раза. Водночас у Харківській, Миколаївській, Одеській, Львівській, Луганській областях, а також в Автономній Республіці Крим рівень залучених інвестиційних ресурсів був нижчий за середній [45, с. 36-38]. Це передусім свідчить про потужність первинного фондового ринку, що при розвинутій фінансовій системі є основою великомасштабних фінансових операцій на вторинному ринку і формування спекулятивного капіталу.

У підвищенні ефективності вторинного ринку цінних паперів і ринку деривативів неабияку роль відіграють організовані фондові біржі, що представлені в Україні в чотирьох регіонах: у м. Києві - Українською міжбанківською валютною біржею (УМВБ), УФБ, Київською міжнародною валютною біржою (КМВБ), Українською міжнародною біржою (УМБ); в Автономній Республіці Крим - Кримською, м. Сімферополь; у м. Дніпропетровську - Придніпровською; в Донецьку - Донецькою. Крім того, в Україні діють дві позабіржові торговельні системи - Перша фондова (ПФТС), що розташована в м. Києві, і Південно-Українська (м.Миколаїв). Ці біржові та позабіржові організації мають численні філії та представництва, проте не всі з них є досить розвиненими технологічно, технічно та організаційно.

Отже, відсутність організаційно оформлених фондових ринків у низці регіонів України є обмежувальним чинником для реальної ринкової оцінки активів, примноження багатства через спекулятивний капітал, сек'юритизацію, що практикують фінансові ринки переважної більшості розвинутих країн.

Разом з тим європейські країни дотримуються рекомендацій "Групи 30" щодо створення єдиної централізованої фондової біржової системи, що передбачає контрольованість, прозорість і відповідність біржових операцій міжнародним стандартам. Формування єдиного біржового механізму можливе за умов достатнього рівня організації біржової діяльності в кожному з регіонів країни. Фактично це означає ознайомлення з високими стандартами та включення в біржову гру фінансових і виробничих систем усіх або більшості територіальних формувань, що неможливо без набуття "практичних навичок". Інститути фінансової системи в Україні на регіональному рівні мають стимулювати інтерес до фондових операцій та ініціювати їх проведення, розвивати вторинні ринки цінних паперів.

Через фінансово-банківську систему відбувається залучення до культури та етики ринку, механізмів його функціонування. Зокрема, банки здійснюють контроль за фінансовою звітністю, цільовим витрачанням коштів, вимагають складання бізнес-плану. Вищим рівнем інтеграції фінансового і промислового капіталу є фінансово-промислові групи (ФПГ), які сьогодні є ключовими гравцями розвинутих економік. Професійні учасники фондового ринку залучають підприємства малого та середнього бізнесу до міжнародного фінансового обороту, який працює за певними схемами, правилами, термінами й етичними нормами. Саме фінансові ринки більше, ніж будь-які інші, сприяли відкриттю міжнаціональних кордонів. Зазвичай розвиток банківської та фінансової мережі стимулює запровадження нових технологій зв'язку, розрахунково-платіжних систем.

Країнам з перехідною економікою властиві недосконалість ринкової інфраструктури регіонів взагалі, відставання організаційно-інформаційної інфраструктури, недостатній рівенів інституціонального розвитку, у тому числі, в дотриманні законодавчих норм. В Україні найважливішими завданнями фінансових установ є підвищення організаційного та культурного рівнів різноманітних регіональних структур, згладжування різниці в економічному розвитку між окремими територіями держави.

За наявності успішних фінансових установ місцеві органи влади зможуть активніше діяти на ринку цінних паперів, емітуючи облігації та надаючи їм місцеві позики для професійного управління. На думку експертів, невдача з випусками облігацій місцевих органів влади в Україні в багатьох випадках була пов'язана з неспроможністю фінансових агентів ефективно оперувати залученими при розміщенні облігацій коштами. Тому місцеві позики, що являють собою ефективний засіб залучення інвестиційних ресурсів і вирішення багатьох соціально-економічних проблем регіону, не набув поширення в Україні так, як це було в інших пострадянських країнах. Обсяг емісії облігацій органів місцевого самоврядування становив у період активного поширення цих інструментів лише 0,38% від обсягу зареєстрованих цінних паперів [45, с. 36], а в період спаду активності, зокрема в 2003 р. - 0,08% [318]. Водночас у Казахстані загальний випуск муніципальних облігацій становив на кінець 2003 р. 73 млн дол. США (1,2% від ВВП), а в Російській Федерації - 2,8 млрд дол. США внутрішнього випуску і 930 млн дол. США зовнішнього [215, с. 24]. Фінансово-банківська система України має розвивати всі цивілізовані напрями взаємодії з інститутами місцевого управління та самоврядування, сприяючи децентралізації управління, розвитку місцевих ініціатив, пошуку нових джерел наповнення місцевих бюджетів.

Розвиток регіональної мережі фінансово-банківських установ дає змогу створити диверсифіковане середовище фінансових послуг. Часто саме регіональні фінансові установи виступають ініціаторами введення нових продуктів та послуг, що забезпечує урізноманітнення способів збереження доходів фізичних та юридичних осіб, сприяє підвищенню надійності роботи фінансової системи.

Іншим аспектом дослідження стає формування сучасних виробничих комплексів, що долають державні кордони й інтегруються в могутню торговельно-індустріальну транснаціональну систему. Характерною особливістю таких підприємств, які в літературі дістали назву транснаціональних компаній (ТНК), є значне збільшення фінансового капіталу, оперування різними валютами, операції з цінними паперами. ТНК охоплюють території країни та її окремих регіонів і передбачають високий рівень обслуговування з боку фінансових інститутів. Через відсутність

розвиненої фінансової інфраструктури регіон опиняється на узбіччі ринкових перетворень і поза інтеграційними процесами.

Регіони потребують валютних надходжень так само, як і держава. Перерозподіл валюти між регіонами відбувається з активним залученням комерційних банків, які, купуючи валюту, ще й сплачують збір у пенсійний фонд, тим самим збільшуючи доходну частину бюджету.

Із підвищенням довіри до фінансової системи з боку населення країни, а також доходів зростає роль такого джерела залучених коштів, як вклади фізичних осіб. Із світової практики відомо, що регіональні банки пропонують кращі ставки депозитів, завдяки чому розширюється коло клієнтів роздрібного ринку, що сприяє розвитку регіональної мережі незалежних банківських установ.

Отже, завдяки дотриманню принципу регіоналізації фінансових зв'язків, а також підвищенню їх ефективності соціально-економічні перетворення в регіонах України стануть більш результативними.

3.3. Підвищення ролі місцевих бюджетів у фінансуванні розвитку інфраструктури регіонів

Ключовими інституціями на регіональному рівні виступають регіональні органи влади. Їх особлива роль полягає в можливості мобілізації та перерозподілу капіталів, стимулюванні розвитку виробничої, соціальної, комунікативної та фінансової інфраструктури, створенні атмосфери загального позитивного сприйняття економічними агентами фінансових закладів та їх інструментів, проведенні політики переміщення сфери фінансових операцій на зовнішні ринки як щодо певного регіону, так і за межі країни.

У монографії фокусується увага переважно на виконанні державними органами влади функцій із залучення коштів для регіонального розвитку з використанням специфічного інструменту регіональних та місцевих ринків - муніципальних цінних паперів, які розглядаються як ключові інструменти регіональних ринків капіталів.

У більшості країн існує два джерела фінансування місцевих програм: ті, які збираються органами місцевого самовряду-

вання, і трансферти, які надходять від центральних урядів (або, як у деяких країнах, від урядів штатів та провінцій як проміжної ланки) [89;108;109].

Існує чіткий розподіл функцій між місцевими та центральними урядами в процесі запровадження програм економічного розвитку регіону та залучення коштів. Місцеві органи управління згідно з повноваженнями, наданими їм центральним урядом, повинні: виконувати певні функції та роботи; пропонувати послуги фізичним та юридичним особам, що є резидентами регіону, відповідно до їх потреб; мобілізувати ресурси резидентів, щоб мати змогу реалізувати поставлені завдання та цілі; планувати, програмувати та здійснювати розрахунки за бюджетом для забезпечення надання громадських послуг; координувати свої дії з іншими гілками влади, зокрема з її центральними органами, розвивати горизонтальні зв'язки з органами влади інших регіонів; планувати та контролювати використання землі та інших активів; сприяти якомога ефективнішому використанню державних коштів.

Центральний уряд у процесі акумулювання коштів на реалізацію програм може відігравати роль:

- прямого позичальника коштів місцевим урядам. Особливо це важливо тоді, коли проектом передбачено надходження субсидій з боку центральної влади або термін позичання більший, ніж встановлено для певного виду кредиту;

- гаранта за позикою, що уможливлює її надання або кредитування на пільгових умовах з боку певної фінансової установи. Крім того, центральний уряд може сприяти послабленню податкового режиму для кредитодавця, запропонувати останньому відносно дешеві фонди, щоб стимулювати його активність на ринку позик місцевих органів влади;

- авторитетної організації, яка своїм авторитетом гарантує повернення позики з боку місцевих органів влади та контролює цільовий характер використання залучених коштів.

Крім того, центральний уряд визначає стратегії національного розвитку; раціоналізує податкову структуру, в тому числі й ту її частину, яка стосується місцевих податків та зборів; визначає податкові ставки та обсяги наповнення бюджетів; регулює процедури щорічного бюджетного процесу, фінансові та аудиторські засади його виконання; надає технічну допомогу та сприяє підвищенню кваліфікації керівників місцевих органів влади і спеціалістів [292; 304].

Місцеві органи влади можуть залучати кошти через боргові інструменти шляхом прямого позичання у фінансових інститутів (комерційних банків, інвестиційних банків, спеціальних інститутів та муніципальних банків) або шляхом випуску боргових інструментів типу муніципальних цінних паперів та управління ними. Перший шлях притаманний частині європейських країн, в більшості з яких велику роль відіграють процеси централізації прийняття рішень.

Другий шлях, що передбачає великий обсяг операцій з цінними паперами на муніципальному ринку, властивий північноамериканським країнам. Нові незалежні держави стоять перед вибором тієї чи іншої моделі фінансового ринку. Однак досвід управління муніципальними цінними паперами, вже набутий у деяких країнах Східної Європи, довів їх високу ефективність, а використання різноманітних інструментів світових фінансових ринків не суперечить залученню якомога більшого обсягу інвестицій в економіку країни. Розглянемо основні ринкові засади управління випуском муніципальних цінних паперів.

3.3.1. Розвиток ринку муніципальних цінних паперів: північноамериканський досвід

Позичкова та витратна діяльність місцевих органів влади є однією з особливостей сучасних фінансових ринків [89].

Першим з факторів, який привів до зростання обсягів операцій з випуску та управління муніципальними цінними паперами, було збільшення чисельності народонаселення загалом, а також нерівномірний розподіл населення на території країн. Збільшення густоти населення в окремих регіонах привело до того, що попит на місцеві послуги значно підвищився. Підвищилися і вимоги до об’єктів виробничої, соціальної та інформаційної інфраструктури. Час реагування на запити з боку населення щодо послуг або робот мав бути мінімальним. Тому рішення щодо субсидування будівництва шляхів, об’єктів комунальних послуг, об’єктів водоочищення тощо перекладалися на низові ланки управління: муніципалітети, комуни, графства чи інші місцеві органи влади.

Другим суттєвим фактором розвитку ринків були інфляційні процеси в країнах, які примушували фізичних та юридичних осіб шукати шляхи страхування від знецінення зао-

щаджень у найбільш надійний спосіб. Муніципальні цінні папери забезпечували, принаймні, покриття втрат, пов'язаних з інфляційною вартістю грошей , і гарантували високу ймовірність повернення основної суми боргу та виплати відносно великих процентів порівняно з державними цінними паперами.

Третім фактором, що сприяв підвищенню попиту на муніципальні цінні папери, було зростання частки людей з великими заробітками у більшості розвинутих країн. Муніципальні цінні папери є інструментом, дуже привабливим для категорії фізичних осіб з високим достатком, оскільки доход за ними не обкладається центральними, а інколи й місцевими податками. Тому певні громадяни віддавали перевагу цьому фінансовому інструменту з невисокими процентними ставками доходності перед іншими фінансовими інструментами, які пропонували більші проценти, але оподатковувалися за вищими ставками федерального або місцевого податків.

Розвиток процесів самоуправління серед різноманітних місцевих органів влади у світі сприяв підвищенню сподівань людей щодо якості та обсягу послуг, які надаються цими органами населенню. Все більше вимог висувалося стосовно отримання послуг найвищої якості, що потребувало значно більших коштів, ніж десятиріччя тому. Крім того, зростала роль держави у вирішенні соціальних проблем, зокрема уразливі категорії населення покладали все більші надії на підтримку з боку органів влади, а перекладання вирішення цих питань на муніципальні органи влади робило цю допомогу більш адресною та дієвою.

Сукупність цих факторів сприяла тому, що обсяг випуску державних і муніципальних боргових зобов'язань уряду за останні 10 років подвоївся навіть у такій країні, як США, що має давній досвід роботи з різноманітними цінними паперами [108]. На сьогодні ринок муніципальних цінних паперів США посідає 4-те місце у світі за капіталізацією. У 1997 р. загальний обсяг нових емісій становив близько 160 млрд дол. США, що, за оцінками експертів, разом з попередніми емісіями становить майже 40% національного ринку боргових зобов'язань [148, с. 7].

Основним джерелом надходжень в бюджети є місцеві збори, податки, плата за послуги та інші види доходів, які муніципальні органи влади отримують від надання послуг або виконання робіт. Крім того, як кошти для повернення за муніципальною позикою може бути використаний довготерміновий

борг або державні трансферти. Якщо цих джерел не вистачає на покриття позик, споруджують об'єкти, які мають доходогенеруючий характер, тобто об'єкти, які в процесі їх експлуатації можуть зумовити потік виплат за відповідні послуги.

Муніципальні цінні папери застосовують у таких цілях. По-перше, для задоволення короткотермінових потреб місцевих органів влади в готівці: запровадження розрахунків з робітниками, що виконували будівельні роботи господарським шляхом, здійснення ремонтних робіт, придбання обладнання, паливних та будівельних матеріалів тощо. Для України це є дуже актуальним, оскільки готівка, що виплачена своєчасно, дає змогу більш якісно і своєчасно виконувати певні роботи (наприклад ремонтні, будівельні). Водночас отримання готівки місцевими керівниками криє в собі неабияку небезпеку нецільової розтрати грошей, які можуть бути спрямовані не на покриття потреб за проектом або програмою за позикою, а на нагальні потреби керівництва.

Для отримання готівки в світовій практиці часто використовуються так звані муніципальні папери "в очікуванні" надходжень. Поширеною є також практика застосування такої процедури, як випуск короткострокових боргів на початку спорудження якогось об'єкта, наприклад господарським способом. Потім перший випуск відзивається і після цього випускається довгостроковий муніципальний борг, який є більш маневреним і, таким чином, більш надійним для фінансування певної програми.

По-друге, для позичання із залученням муніципальних цінних паперів є потреба в довгострокових інвестиціях, найчастіше в об'єкти інфраструктури. При цьому вдаються до серіалізації пакету цінних паперів, які випускаються щороку. Деякі державні та місцеві органи активно діють на фінансових ринках, передбачаючи майбутні фінансові потреби, випускають борг задовго до того часу, як заплановано будівництво якогось об'єкта, але тоді, коли процентні ставки на фінансовому ринку країни є досить низькими, що означає для них невеликі виплати за позикою.

В останні роки муніципальні органи влади залучають такі інструменти, як "рефінансування заздалегідь" (advance refunding). Воно використовується тоді, коли цінні папери, що були випущені муніципальними органами влади заздалегідь, отримують більш високий кредитний рейтинг рейтингового агентства. Облігації, випущені з нижчим кредитним рейтингом, що означає

виплати за більш високою процентною ставкою, відкликаються, а нові цінні папери випускаються з нижчою доходністю. Таким чином, коливання ринкової процентної ставки стимулює активність муніципальних органів влади до випуску цього виду цінних паперів.

Залежно від строку дії муніципальні цінні папери поділяються на коротко- та довгострокові. У практиці застосування муніципальних зобов'язань коротко- та довгострокові інструменти в різних країнах мають різні строки дії та особливості обігу.

Короткостроковими називаються муніципальні цінні папери, які випускаються на термін від 1 до 6 місяців і більше (до одного року). Їх номінальна вартість для США та деяких країн Європи в доларовому еквіваленті становить від 5 тис. до 1 млн. Основна сума і процент виплачуються з настанням строку погашення.

У свою чергу, короткострокові цінні папери поділяються на такі групи:

- ті, які випускаються в передбаченні отримання податків (TAN) і доходів (RAN). Вони використовуються для отримання готівки в борг, який покриватиметься в найближчому майбутньому через отримання податків або інших доходів. Уряд випускає короткострокові цінні папери з терміном погашення від кількох днів до кількох місяців. Більшість з них приймається місцевими банками. Коли податки надходять, органи влади виплачують тримачам паперів основну суму і викупають всі папери, що перебувають в зовнішньому обігу;

- ті, що випускаються в передбаченні доходів від облігацій (BAN). Ці інструменти використовуються для забезпечення короткострокових фінансових операцій на час дії довготермінових проектів, зокрема в період, який визначає час обігу довгострокових облігацій. Якщо процентні ставки надто високі для випуску облігацій як довгострокового боргу, муніципальні органи влади вдаються до залучення коштів через випуск BAN. Під час реалізації проекту в період, коли процентні ставки перевищують встановлену величину, більш привабливу для емітента, муніципальні органи влади випускають довгострокові цінні папери та вилучають BAN.

Особливостями випуску короткострокових цінних паперів є те, що вони:

- продаються за процентними ставками, що відповідають поточним ставкам грошового ринку;

- відображають кредитний рейтинг боржника або структури, що випустила боргове зобов'язання;

- підтверджуються авторитетом та податковою владою муніципальних органів влади.

Довгострокові муніципальні цінні папери - це цінні папери, строк дії яких понад 1 рік (для деяких країн - понад 3-10 років).

Такі цінні папери є найбільш поширеним інструментом боргування з боку муніципальних органів влади. До довгострокових муніципальних цінних паперів відносять муніципальні облігації. Ці інструменти довгострокового випуску боргу поФ

діляються за ознакою формування джерел зворотних виплат на два види: облігації загального характеру та доходні.

Загальні облігації є найбезпечнішою формою муніципальних цінних паперів з погляду інвестора. Вони погашаються за рахунок будь-якого джерела надходжень та підкріплюються усіма авторитетами муніципальних органів влади. Часто загальні облігації підкріплюються податковою владою як самого органу, який їх випустив, так і авторитетом вищестоящої організації. Якість або рівень ризику загальних облігацій залежить від доходів вартості власності місцевих органів влади і загального обсягу позичання.

Доходні облігації мають погашатися тільки з одного джерела надходжень, а саме: проекту, який має доходно-орієнтований характер. У західних країнах такими об'єктами можуть бути шляхи, системи водопостачання, електромережі. Подібний інструмент не має підкріплення з боку податкової влади місцевого органу управління, однак доходні облігації визначаються вартістю і здатністю генерувати доходи від експлуатації об'єкта, що споруджується.

Управління цим видом муніципальної облігації являє собою більший ризик для інвестора, оскільки доход, який сподіваються отримати від об'єкта, може бути обрахований неправильно з погляду точки беззбитковості, обсягу надходжень, прибутковості чи попиту на відповідні послуги з боку населення або юридичних осіб.

Деякі з муніципальних цінних паперів демонструють характеристики як загальних, так і доходних облігацій. Приміром, спеціальна податкова доходна облігація виплачується з надходжень, що генеруються спеціальним податком (наприклад, як у США, податком на паливо). Багато спеціальних податкових па-

перів підтверджені довірою, кредитом та податковим авторитетом органу, що випустив цінні папери.

До таких облігацій змішаного типу належать і спеціальні оцінні облігації (special assessment bonds), які виплачуються з доходів, отриманих у результаті оцінки об'єкта, що відновлюється (реконструюється). Іншим джерелом погашення цих облігацій можуть бути кошти залучених від випуску облігацій і доходів від водо- та каналізаційних систем, переобладнання вулиць та подібних проектів. Однак ці облігації також можуть мати підтвердження податковою силою урядів.

Авторизовані облігації (authority bonds) випускаються спеціальними державними органами, які створені містами та районами з метою спорудження та управління певними великими установками, наприклад аеропортами або розгалуженими мережами водопостачання. Ці види муніципальних цінних паперів можуть так само бути доходними і загальними одночасно.

Загальні облігації забезпечені значно ширшим спектром активів, ніж доходні. Однак умови випуску доходних облігацій обмежують величину боргу, на яку випускаються ці цінні папери, тобто для інвестора інформація щодо ризику боргу є більш прозорою. В північноамериканських країнах найбільше поширення дістали саме доходні облігації. За даними на 1986 р., у США було випущено муніципальних доходних паперів на суму 89,8 млрд дол. США (включаючи всі види позик) і на суму 44,8 млрд дол. США - загальних облігацій.

Випуск того чи іншого виду муніципальних цінних паперів залежить від того, хто саме випускає ці інструменти. Певні райони міста, які мають стосунок до управління водою, санітарними послугами, мостами та освітленням вулиць, вдаються до випуску доходних облігацій. Міста та державні органи управління випускають як загальні, так і доходні облігації, графства емітують доходні облігації.

Випуск муніципальних цінних паперів та управління ними традиційно призначені для реалізації громадських проектів. Останнім часом звільнені від податків цільові муніципальні облігації спрямовуються на фінансування приватних підприємств, таких як оренда житла, прокладання автомобільних шляхів, зведення об'єктів з метою запобігання забрудненню довкілля. Зважаючи на широке застосування різноманітних муніципальних фінансових інструментів, для муніципальних цінних паперів

поширеною класифікацією стала за напрямами витрат. За цією класифікаційною ознакою розрізняють такі види доходних облігацій: студентські, облігації щодо забезпечення життєвого рівня, житлові, медичні тощо.

Одним з найбільш популярних видів доходних облігацій є студентські позичкові облігації (student-loan bonds). Вони, як правило, емітуються державними та місцевими урядами, які позичають гроші студентам коледжів. Подібні цінні папери в США випускаються номіналом в 1 тис. дол. і мають гарантії федерального уряду.

Іншим видом облігацій є гарантовані й негарантовані державні та місцеві облігації, які називаються облігаціями щодо забезпечення життєвого рівня (life-care bonds), або облігації для тих, хто вийшов у відставку (retired community bonds). Вони призначені для забезпечення житлом літніх осіб. Житло не повністю субсидується урядом, а підтримується рентними платежами, які виплачують літні люди. Часто неприбуткові організації, наприклад релігійні групи, адмініструють цю власність. Кошти інвесторів забезпечуються лізинговими виплатами і заставою під власність. Ці облігації у США випускають мінімальною вартістю 5 тис. дол.

Спільна федеральна та місцева підтримка щодо отримання житла для малозабезпечених верств населення часто надається шляхом випуску векселів органами громадського житлового будівництва (public housing authority notes). Такі цінні папери використовуються для фінансування спорудження житла для малозабезпечених родин, багато хто з яких живе на допомогу з безробіття. Такі фінансові інструменти є привабливими для інвесторів, оскільки вони гарантовані федеральними урядами і мають податкові пільги.

Спорудження госпіталів, поліклінік та лікарень часто підтримується лікарськими доходними облігаціями (hospital revenue bonds). Вони не є гарантованими, як загальні облігації, проте випускаються державними органами влади для того, щоб збудувати лікарні і здати їх у лізинг (оренду) приватним або громадським організаціям. Звичайно, випускають облігації вартістю 1 тис. дол. США. Ці облігації забезпечуються за рахунок орендних виплат та застави у вигляді нерухомості.

Одним з видів муніципальних цінних паперів, які використовуються на користь приватних і громадських інтересів, є

облігації індустріального розвитку (industrial development bonds - IDB). Зазвичай вони призначалися для фінансування заводського будівництва та придбання землі з метою її подальшої передачі в оренду приватним компаніям. Сьогодні на кошти IDB фінансуються спорудження індустріальних парків, заводів з генерування електричного струму, розробка комутаційних систем, обладнання з контролю за забрудненням тощо. Метою випуску цих цінних паперів є розвиток місцевої промисловості, створення робочих місць та збільшення надходжень до місцевих бюджетів.

Такий вид цінних паперів поширений у США. Вперше ці інструменти були випущені в штаті Міссісіпі за часів Великої депресії. Потім використання урядових кредитів для стимулювання місцевої індустрії стало загальноприйнятим у США, особливо в тих регіонах, в яких спостерігається зменшення приросту населення або його міграція та захоплення ринку великими фірмами. Муніципальні цінні папери виступають досить гнучкою формою інвестування, що характеризується інноваціями та урізноманітненням форм і методів управління випуском. Переважна більшість державних та місцевих органів влади обіцяють інвестору фіксовану ставку доходу. Це трохи зменшує привабливість доходних та загальних облігацій у період інфляції та зростання процентних ставок. Однією з інновацій на муніципальному ринку було запровадження іншого виду облігацій, які дістали назву плаваючих (floaters) [110].

Інша інновація полягала в запровадженні опціонних облігацій. Опціонні муніципальні облігації, як правило, мають фіксовану ставку, однак можуть бути продані емітенту через деякий час.

Випуски муніципальних цінних паперів породжують деякі проблеми при їх застосуванні з огляду на ефективність управління місцевими фондами та коштами. Розглянемо деякі з них, притаманні будь-якій структурі.

Випуск муніципальних паперів призводить до досить частих позичань з боку урядів, що збільшує витратні статті бюджетів. Країни індустріального та постіндустріального розвитку мають розвинуті ринки цінних паперів, а практика збереження багатства настільки поширена, що кожний громадянин, принаймні середнього достатку, має певний портфель цінних паперів. Муніципальним інструментам у в цьому портфелі нале-

жить далеко не останнє місце. Проте кожне запозичення з боку місцевих органів влади є цільовим, тобто реалізується у вигляді того чи іншого проекту, що зумовлює нові витрати та видатки з бюджету.

Як наслідок посилюється податковий тиск на платника податків, який має сплачувати дедалі більшу частину своїх доходів. Він, у свою чергу, збільшує свої заробітки, намагається уникнути надмірного оподаткування, вкладає заощадження в муніципальні цінні папери, що знову ж-таки зменшує сукупні надходження податків до центрального бюджету.

Із збільшенням кількості випадків розміщення муніципальних паперів зростає ризик позичання, трапляються випадки банкрутства за позикою, невиконання зобов'язань тощо. Це знижує довіру населення та юридичних осіб до всіх гілок влади.

Фінансове планування ускладнюється, оскільки має враховувати формування фондів управління позикою, розподіл коштів на виплату процентів, повернення основної суми, резервування, оцінювати ступінь ризику за позикою.

Використання громадських фондів турбує багатьох конгресменів та політичних діячів. У 1984 р. в Америці був прийнятий законодавчий акт, що дістав назву Акта зменшення дефіциту. В ньому занотовано кілька обмежень на використання коштів від випуску облігацій, зокрема облігацій індустріального розвитку, а також встановлено "стелю" у 40 млн дол. США на невеликі партії цих облігацій від одного органу, що випускає облігації. Крім того, були встановлені обмеження на загальний річний обсяг випуску облігацій для кожного штату залежно від чисельності населення.

Найбільш привабливою особливістю муніципального боргу є привілеї з податками, а саме: звільнення доходів на володіння цінними паперами від федерального прибуткового податку, а інколи й від місцевих податків, якщо це зазначено в умовах випуску. В більшості довідників та підручників північноамериканських країн муніципальні облігації визначаються саме як цінні папери, що мають пільгове оподаткування [301].

Ці привілеї виникають завдяки тому, що діяльність урядів на різних ієрархічних щаблях не перетинається щодо стягнення податків та отримання інших доходів, а також надання різних послуг населенню. Чим більше відрізняються функції та розподілені сфери впливу між різними державними органами, тим ефективніше здійснюється випуск, розміщення та погашення муніципальних цінних паперів.

Вартість привілеїв за пільгами з оподаткування підвищується разом з граничним приростом податку на доходи. В науковій літературі ця особливість дістала назву субсидій за процентною ставкою, які надаються інвесторам з високим рівнем доходів [296].

Привілеї, які мають саме люди з високими або найвищими доходами, обмежують попит на ці цінні папери з боку осіб лише з невисоким рівнем доходу, а також комерційних банків, страхових компаній та великих нефінансових корпорацій. Це обмеження може перетворюватися на серйозну проблему в майбутньому, коли у місцевих урядів виникнуть труднощі із залученням великого обсягу нових фондів для населення, чисельність якого стрімко зростає.

Однак ця особливість паперів з податковими пільгами є великою перевагою для муніципальних урядів, оскільки вони можуть зберігати витрати на виплату процентів низькими порівняно з розміром процентних ставок, які виплачуються іншими боржниками. Кошти, заощаджені при виплаті процентів за позикою, можуть бути повернуті місцевим мешканцям у формі знижених місцевих податків або трансфертних виплат при наданні допомоги, або опосередковано, шляхом надання більш різноманітних і кращої якості послуг, або все разом. Разом з тим уряд країни дістає можливість стягнути менше податків від інвесторів, які належать до групи осіб, що оподатковуються за високою ставкою податків. Як результат загальний розмір податків, що стягується, при наданні муніципальних податкових пільг знижується, і на ці обставини звертають увагу противники широкого застосування муніципальних фінансових інструментів на різних рівнях управління.

Ціни і процентні ставки на муніципальні облігації завдяки можливості надання податкових пільг мають тенденцію до збільшення змінності та непередбачуваності. Ціни на облігації з податковими пільгами підвищуються, якщо корпоративні та індивідуальні доходи зростають, оскільки інвестори з високими доходами мають більшу потребу в приховуванні своїх заробітків від оподаткування в часи економічного піднесення. В протилежній ситуації зниження доходів компаній або фізичних осіб в період рецесій часто призводить до різкого зниження попиту на муніципальні облігації як папери з невисоким рівнем доходності. Тому можлива ситуація (а вона фактично спостерігаєть-

ся під час економічного спаду в низці країн), коли вартість випусків муніципальних цінних паперів може заморожуватися, інструменти не розміщуються, витрати на виплати процентів конфронтують з позичаннями урядів і можуть надзвичайно підвищуватися в ті періоди, коли корпоративні прибутки перебувають під загрозою кризи. Це ускладнює фінансове планування в регіонах, а управління муніципальним боргом робить непередбачуваним.

Ринок муніципальних цінних паперів часто називають ринком інвесторів, які притягують удачу (інвестори "попутного вітру"). Цей ринок має певні обмеження для числених покупців облігацій. Більшість юридичних осіб тримають муніципальні боргові інструменти в періоди, коли попит споживачів на позикові цінні папери низький, і вони продають великі партії муніципальних цінних паперів, коли відновлюється попит на позикові інструменти. Враховуючи циклічність економіки, ці періоди досить часто змінюють один одного. Особи з високими доходами також тримають облігації дуже незначний термін. У результаті цього створюється активний вторинний ринок муніципальних цінних паперів і збільшується швидкість обігу великих партій добре відомих муніципальних актів.

3.3.2. Інфраструктура муніципальних позик

Однією з особливостей муніципальних цінних паперів є їх високий кредитний рейтинг. Близько 10% усіх "муні", як називають муніципальні цінні папери в західних країнах, мають рейтинг ААА відповідно до рейтингу агенції Moody's, близько 60% - рейтинги АА або А. І тільки 10% усіх випусків муніципальних цінних паперів мають рейтинг ВА та нижче або зовсім не мають рейтингу, тобто цим інструментам не притаманний спекулятивний характер, що і приваблює інвесторів.

На встановлення кредитного рейтингу впливає багато факторів.

Для присвоєння кредитного рейтингу агенство розглядає записи останніх виплат, які здійснювали органи місцевої влади, якість та розмір їх податкової бази, обсяг зовнішнього боргу, місцеві економічні умови та перспективи майбутнього зростання місцевої економіки. Підтримування багатьох муніципальних випусків податковим органом влади або підкріплення кількома джерелами надходжень для виплат основної суми та процентів сприяло збереженню досить високого рівня інвестиційної якості

муніципальних цінних паперів. Це значною мірою зумовлює важливість інвестування в такі інструменти з боку комерційних банків, а також фідуциарних інститутів (страхових компаній, пенсійних фондів), яким законодавство більшості країн забороняє оперувати цінними паперами, що мають рейтинг нижче від ВАА.

З часів Великої депресії до 1970-х рр. не було жодної великої кризи, пов'язаної з випуском муніципального боргу. Однак у періоди стагнації, які спостерігалися в 1970-ті та 1980-ті рр., багато інвесторів переоцінили кредитну привабливість муніципальних цінних паперів, особливо тих, які були випущені керівними органами великих міст та були пов'язані з великими державними проектами, такими як ядерна енергетика, спорудження великих регіональних об'єктів тощо.

Вперше криза випуску муніципальної позики виникла на північноамериканському континенті у Нью-Йорку у 1970 р. Потім у багатьох інших містах - Бостоні, Буффало, Клівленді, Детройті, Філадельфії та інших - з'явилися складності з неефективним розміщенням муніципальних облігацій та зростанням витрат до безпрецедентного рівня. Всього зафіксовано на початок 1990-х рр. близько 6000 міні-криз, пов'язаних з випуском муніципальних цінних паперів [292]. Однак премія за ризик була набагато більшою від премії за ризик, що пропонувалась на корпоративні облігації.

У грудні 1978 р. спостерігається перший фундаментальний крах муніципального боргу з часів Великої депресії у м. Клівленді. Однак місцеві урядовці Клівленду спромоглися розробити прийнятний документ-угоду з місцевими банками для виплат 15 млн дол. США та реструктуризувати борг через короткострокові папери.

У 1983 р. найбільший крах муніципальної позики, наслідки за яким обчислювалися у 2 млрд дол. США, був пов'язаний з випуском муніципальних облігацій Вашингтонською громадською енергопостачальною системою, консорціумом з питань генерації ядерної енергії. Своєчасно проект не пройшов належну екологічну експертизу з боку громадських організацій, які представляли "зелений" рух. Після випуску позики компанія була звинувачена "зеленими" в численних прорахунках за проектом, які істотно загрожували стану довкілля, на спорудження системи були витрачені надмірні кошти, що призвело до затримки реалізації проекту, і він, зрештою, зазнав краху.

Важливим для запозичення досвіду північноамериканських країн є прийнята у них система страхування муніципального боргу. У загальній практиці розвитку ринку муніципальних цінних паперів використовується так зване "спляче" страхування для випущених облігацій та векселів. Ця система введена в США з початку 70-х рр., гарантує тимчасові виплати основної суми та процента, які приблизно покривають 1/4 від суми всіх довгострокових місцевих облігацій. Така страховка виплачується емітентові, а не інвестору. Однак покупці застрахованої облігації отримують доходи на 0,5%, або на 1% нижче, ніж незастрахованої. Кредитні агенції так само забезпечують вищі рейтинги застрахованим облігаціям, ніж незастрахованим.

Більшість муніципальних цінних паперів є серійними. Серіалізація означає розподіл окремого випуску облігацій на декілька різних строків розміщення та здійснення виплат. Наприклад, планується випуск "муні" на загальну суму 2 млн дол. США. Цей випуск може бути розподілений на 10 років і пропорційно будуть випущені серії облігацій по 200 тис. дол. США за кожний рік. Серії облігацій можуть випускатися і непропорційно щороку, тобто за перший рік може бути здійснено випуск у 300 тис. дол. США, за другий - 50 тис. тощо.

Серіалізація муніципальних облігацій є засобом амортизації місцевого боргу. Популярність цієї методики та її широке застосування щодо муніципальних облігацій пояснюється передусім міркуваннями диверсифікації ризику ("не слід класти яйця в один кошик").

Доти, поки практика випуску серійних "муні" була досить поширеною, випускалися термінові цінні папери. Водночас створювалися амортизаційні фонди (фонди погашення), які щорічно або щоквартально поповнювалися доти, поки їх розмір був достатнім для обслуговування боргу. Часто траплялося, що нечесні політики або місцеві діячі, що були неспроможні правильно планувати бюджети, розкрадали ці фонди. Інколи ці кошти спрямовувалися на задоволення негайних потреб. Випуск серійних муніципальних цінних паперів дав змогу вирішити цю проблему.

Однак серіалізація зумовила появу стількох же проблем, скільки вона дала змогу вирішити. Зокрема, розподіл випуску на певну кількість серій з різною датою погашення зменшує ліквідність та "ринковість" муніципальних цінних паперів. У США середня вартість муніципального випуску досягає 20-30 млн дол. США. Якщо він розподіляється на кілька серій, то тільки не-

значна кількість у вартісному та штучному вираженні входить у кожну серію. Тому потенційний обсяг торгівлі цими цінними паперами є дуже обмеженим. Серіалізація також ускладнює пропозицію нових цінних паперів, оскільки у торги залучаються різні інвестиційні групи, а також потребує значно більших зусиль щодо планування та фінансової звітності.

Розміщення муніципальних цінних паперів найчастіше відбувається через синдикат комерційних банків, через інвестиційні банки та через дилерів. Ці інститути передплачують муніципальні цінні папери, купуючи їх в емітентів, та продають цінні папери на відкритому ринку, як правило, за вищою ціною. Комерційні банки домінують у процесі передплати звичайних "муні", тоді як інвестиційні тримають здебільшого доходні облігації. Згідно із законодавством США та Канади комерційні банки мають певні обмеження на розпорядження пакетом муніципальних цінних паперів певного виду, тоді як інвестиційні банки таких обмежень не мають.

Ціни, які сплачують фірми, що передплачують муніципальні цінні папери, можуть бути узгоджені або шляхом торгівлі між кількома синдикатами (як правило, це спостерігається із звичайними облігаціями), або шляхом переговорів з одним синдикатом (доходні облігації).

На конкурентній основі синдикати (які можуть мати від 2 до 50 передплатників) визначають ціну пропозиції на відкритому ринку, а також комісійні, які вони можуть отримати від продажу. Кожний синдикат бажає виграти досить високу ціну, щоб перемогти в торгівлі, але одночасно і досить низьку, щоб не виникли проблеми з продажем цінних паперів на відкритому ринку. Таким чином, досягається угода, яку можна записати у вигляді формули

$$C_c + K = P_s ,$$

де C_c - ціна угоди; K- комісійні; P_s - ринкова ціна пропозиції.

Сторона, яка перемогла у торгах, встановлює найнижчу чисту вартість процента (NIC) для емітента, що є сумою усіх виплат за процентом, поділену на основну суму випуску.

Посередники відіграють велику роль у пропозиції муніципальних цінних паперів. Вони готують законодавчі положення випуску, встановлюють розклад нових випусків, допомагають підтримати високий кредитний рейтинг або досягти бажаного рейтингу, контактують з потенційними покупцями, організують розміщення інструментів.

Узгодження (торги) за новим випуском "муні" є ненадійним, часто ускладненим. Ціни, процентні ставки та ринковий попит на муніципальні цінні папери змінюються стрімко та несподівано. Такі інструменти належать до найбільш мінливих на грошовому ринку. Це відбувається частково через залучення комерційних банків, попит яких на муніципальні цінні папери часто варіює і залежить від попиту на позики та чистих доходів банків. Легальна межа для процентних ставок, яка встановлюється деякими місцевими урядами, так само впливає на рівень змінності в торгівлі муніципальними цінними паперами. В поєднанні такі фактори призводять до того, що цей ринок є дуже чутливим до ділових циклів, монетарної політики, інфляції та цілої низки економічних і фінансових факторів. На ринок муніципальних цінних паперів впливають також податкова політика, породжуючи в окремі часи великі потоки муніципальних інструментів, а в інші - попит на них. Жорстка податкова політика значною мірою визначає попит на "муні", особливо коли вводиться сітка прогресуючих податкових ставок.

На обсяги розміщення муніципальних цінних паперів впливають такі чинники, як вартість "споживчого кошика" країни, середній рівень доходів населення та його розмір, кількість підприємств різних форм власності, рівень розвитку ринку цінних паперів, наявність розвинутої інформаційної інфраструктури фондового ринку, ступінь довіри населення до уряду.

Важливе значення для залучення інвесторів має встановлення оптимального рівня номінальної вартості облігацій. Звичайно ця операція здійснюється двома шляхами: або діленням загальної вартості випуску на кількість облігаційних сертифікатів (операція дроблення), або виконанням зворотної операції - знаходженням суми за кількістю облігацій (операція консолідації). Основні фактори, які при цьому слід враховувати, - це співвідношення між кількістю фізичних та юридичних осіб, які є потенційними інвесторами, та рівень їх доходів, ступінь обмеженості ареалу поширення випуску.

У низці країн проблеми з великономінальними облігаціями вирішуються шляхом залучення до поширення інвестиційних і взаємних фондів, що дає можливість отримати інвестору частку у так званих "пулових" фондах. Це дає змогу отримати дві вигоди: по-перше, ця операція знижує інвестиційний ризик, по-друге, дає можливість фізичним особам придбати частину облігаційного пакету великого номіналу.

В Україні практика дроблення вартості пакету цінних паперів не набула поширення через те, що номінальна вартість муніципальних облігацій є значно нижчою, ніж у практиці розвинутих країн. Відповідно вартість сертифікатних випусків муніципальних облігацій є також невисокою.

Умови випуску муніципальних цінних паперів обов'язково висвітлюються в лістингах, що надають інвесторові фінансову інформацію. Зокрема, у США відомості про муніципальні облігації та інші цінні папери, що не обкладаються федеральним податком, подаються окремою сторінкою у фінансових оглядах Баррона (Barron's financial pages), в щорічнику, що випускає агентство Moody's (Moody's annually). На цих сторінках, як правило вказується найменування емітента, купонна процентна ставка, дата погашення облігації, її ціна та доход на момент погашення. Ціни на "муні" друкуються також у The Daily Bond Buyer, а також у виданні Standard & Poor's за назвою "Блакитний аркуш поточних пропозицій муніципальних цінних паперів" (Blue List of Current Municipal Offerings) [301, с. 48].

Купонний доход - це доход, який передбачається умовами випуску і часто вказується на сертифікаті облігації як номінальний. Ціна облігації відповідно формується на ринку під впливом попиту та пропозиції на цінні папери. Доход на момент погашення відрізняється від купонного і перебуває в обернено пропорційній залежності від ринкової ціни облігації.

Оцінка ризиків за муніципальними цінними паперами здійснюється за звичайною практикою, прийнятою на фондовому ринку, проте цей процес має певні особливості.

Економічний ризик оцінюється виходячи з тенденції руху цін на товари та послуги, інвестиційного потенціалу регіону тощо. Рейтингове кредитне агенство "Standard&Poor's Co.", визначаючи кредитний рейтинг регіону, враховує такі фактори економічного розвитку:

• рівень доходів місцевого населення та його динаміку відносно аналогічних показників по регіону або по країні загалом;

• структуру розподілу зайнятості між різними галузями економіки. При цьому вважається, що багатогалузеві райони мають менший економічний ризик, ніж райони з обмеженою кількістю галузей;

• професійно-освітній рівень місцевої робочої сили. Існування високоосвічених кадрів вважається важливою перевагою місцевої економіки;

• склад населення за віковими категоріями. Певний економічний ризик становлять райони з великою часткою населення старше від 60 років або віковою категорією до 18 років, ураховуючи велику залежність цих категорій населення від рівня економічного розвитку країни;

• рівень інвестиційної активності: будівництва житла, спорудження об'єктів інфраструктури. Цей фактор впливає на загальну оцінку перспективи розвитку регіону, збільшення народонаселення, рівня зайнятості тощо;

• стан житлового фонду, рівень його фізичного та морального зносу. Низький рівень цього показника свідчить про те, що у мешканців міста бракує коштів або вони не вірять в економічне майбутнє регіону.

Запровадження проекту пов'язане з визначенням *проектного* ризику. При цьому беруться до уваги такі фактори, як технічна обґрунтованість проекту, досвід місцевих органів влади у виконанні подібних проектів і те, наскільки якісно здійснено розрахунки за фінансовим планом проекту. Передусім оцінюється обґрунтованість самого проектного рішення. Наприклад, якщо місцеві органи влади вирішили побудувати сучасну лікарню, то з'ясовується, наскільки обґрунтованим є це рішення, чи вистачить у подальшому коштів у міста на підтримання лікарні після реалізації проекту, чи достатня компетенція працівників місцевих органів влади для завершення проекту та залучення відповідних медичних кадрів для роботи в лікарні.

Політичний ризик завжди існує в країні, яка має нестабільне законодавство і змінює "правила гри" на інвестиційному ринку.

Передусім це стосується обов'язків місцевих та державних посадових осіб щодо виплат за позиками. Потенційні позикодавці мають оцінити, як міська влада поводитиме себе в ситуації фінансової та політичної кризи.

Одним з аспектів, який слід враховувати при визначенні політичного ризику, є певний відсоток нерезидентів, які триматимуть місцеві облігації. При інвестуванні своїх коштів нерезиденти виходять з того, що пропонується висока доходність за облігаціями місцевої позики у країнах виникаючих ринків, куди найчастіше спрямовуються їх капітали, рівень якої недоступний в країнах їх постійного проживання.

Ризик залучення коштів нерезидентів є небезпечним через можливість втрати суверенітету, а також імпорту інфляції

та ініціювання кризи в країні-емітенті. Це означає, що при прийнятті рішень щодо інвестування нерезиденти керуються лише збільшенням своїх прибутків, і в разі загрози їх отриманню скидатимуть придбані ними цінні папери. Це може призвести до збільшення грошової маси, паніки на фінансовому ринку, підвищення інфляційних очікувань і, врешті-решт, до зростання індексу інфляції й навіть до початку кризи в країні. Тому, приймаючи рішення щодо залучення коштів нерезидентів, слід враховувати і збільшення політичного ризику.

В Україні постійно діючим фактором політичного ризику стосовно розвитку ринку муніципальних цінних паперів є можливість зменшення дотацій містам для збалансування національного бюджету або вилучення левової частки доходів міста та області в центральний бюджет. Крім того, коригуванню постійно підлягає база місцевих податків та зборів, зокрема плата за комунальні послуги.

Оцінюючи *фінансовий* ризик, позикодавці мають впевнитися в тому, що місцеві органи влади матимуть достатній доход, щоб здійснювати регулярні виплати за позикою. Крім того, слід враховувати періодичність надходження цих коштів та надійність джерел, з яких вони надходять.

Визначаючи фінансовий ризик, вивчають такі показники, як:

• точність складання балансу бюджету міста на початку року. Якщо місто постійно припускає завищення майбутніх доходів і заниження видаткової частини місцевого бюджету, то фінансовий ризик за позикою буде значним;

• точність та глибину охоплення показниками фінансової звітності діяльності місцевих органів влади та інших регіональних суб'єктів;

• стабільність доходів від податків та інших видів надходжень. Слід вивчити здатність місцевих урядів щодо отримання доходів не тільки від зборів та податків, а й з інших джерел (в результаті приватизації, оцінки доходних об'єктів, доходів від діяльності тощо);

• гарантії та поручительства за позикою та її покриттям.

Юридичний ризик притаманний більше розвинутим країнам, у яких широко застосовується практика позову до судів. Особливо це стосується втручання громадських організацій, зокрема зелених, у процес запровадження проекту. Юридичний ризик полягає в появі непередбачених витрат, пов'язаних із відшкодуванням моральної та матеріальної шкоди громаді за

рішенням суду. В Україні цей вид ризику існує через нестабільність або нечіткість та багатозначність тлумачення українського законодавства, наприклад прав рекапіталізації прибутку нерезидентами тощо.

Ціновий ризик супроводжує довгострокові проекти, в яких обчислюється вартість реалізації без урахування інфляційної складової. Цей вид ризику особливо притаманний Україні та країнам з економікою перехідного типу, яким, як правило, властиві галопуюча інфляція або високий рівень як інфляції, так і інфляційних сподівань.

Управління муніципальною позикою відрізняється залежно від виду випуску, від того, в якій країні або регіоні він здійснюється тощо. Проте є певні загальні принципи розподілу коштів за фондами і напрямами. Кошти, залучені від позики, спрямовуються в цільові фонди - фонд погашення (амортизаційний), фонд інвестиційних програм та страховий фонд. Фонд погашення створюється з метою організації планової сплати процентів, викупу та погашення облігацій. Кошти фонду інвестиційних програм розподіляються за заздалегідь затвердженими стадіями реалізації проекту та розробленими планами-графіками фінансування. Основна його частина формується як інвестиційні кредити (під забезпечення, що гарантує повернення кредиту) та прямі інвестиції.

Страховий фонд призначається для здійснення виплат, якщо бракує коштів на сплату процентів, викуп і погашення облігацій. Він також виконує функції резервного фонду на випадок непередбачених форс-мажорних обставин. Умовами більшості випусків передбачається спрямовування тимчасово невикористаних коштів цільових фондів на виконання короткострокових операцій з метою захисту від інфляції.

Після закінчення терміну позики облігації погашаються в грошовому вигляді за рахунок фонду погашення, доходів від використання тимчасово вільних коштів інвестиційного фонду та процентів від інвестиційних кредитів. Якщо коштів цих фондів не вистачає, залучаються кошти страхового фонду. Інколи умовами емісії передбачено часткове погашення облігацій у негрошовому вигляді, наприклад акціями підприємств, що були інвестовані за рахунок надходжень від позики, квартирами, матеріальними цінностями тощо.

Частина облігацій береться в рахунок грошової частини оплати за об’єкти малої приватизації за їх номінальною вартістю (в Україні, наприклад, досвід Запоріжжя).

Доход від первинного розміщення позики створюється за рахунок коштів, що надійшли від продажу облігацій. Частина залучених коштів надходить до місцевого бюджету, з якого покриваються початкові витрати на емісію: на рекламу, технічне забезпечення позики, оплату послуг менеджера за позикою, ведення рахунків "депо" та реєстрацію власників облігацій.

Випуск облігацій вважається таким, що відбувся, в разі розміщення не менш як 25% облігацій від загальної суми емісії.

3.3.3. Запровадження фінансування програм місцевого розвитку в країнах Європи

Європейська хартія місцевого самоврядування визначає принципи місцевої автономії та місцевого фінансування. В Європі історично склалося три основні типи систем територіального управління державою [108].

1. Інтегровані системи, в яких місцеві органи влади контролюються центральною владою через систему призначення місцевих мерів або через зв'язок мерів з політичною партією, до якої належить особа, що перебуває на більш високому щаблі ієрархічної драбини. До країн з подібною системою належала Франція до реформи 1980-х р., франкістська Іспанія. Деякі елементи цієї системи збереглися в Нідерландах, Італії, Туреччині та Португалії.

2. Дуальна система, властива Великій Британії. Місцеве самоврядування здійснюється комітетами, які контролюються міністерствами центрального уряду з питань права, фінансів тощо. Мер відіграє символічну роль.

3. Система розщепленої ієрархії, яка полягає в частковому розподілі функцій центральної та місцевої влади і відносній автономії останніх. Водночас центральна рада може мати певний вплив на місцеві органи. Така система застосовується в північних країнах - Данії, Фінляндії, Швеції, Норвегії , а також у деяких країнах Центральної Європи (Чехія, Угорщина).

Проведення адміністративних реформ у країнах Європи супроводжувалось децентралізацією надання деяких послуг, зокрема соціальних (Велика Британія, Італія). Контрольні функції центрального уряду так само були послаблені. Фінансовими реформами передбачалися більша самостійність місцевих органів управління щодо податкової влади, можливість надання послуг на ринкових засадах тощо.

У більшості європейських країн місцева влада може розробити власну фінансову стратегію. Значну частину надходжень

(до 50% від загальної суми, як у Великій Британії) становлять кредити. Місцеві органи управління планують обсяг позики, період, на який вона розрахована, фіксовані чи плаваючі види процентних ставок, за якими ця позика здійснюється, а також потрібну комбінацію довго- та короткострокових позик. Проте переважна більшість позик реалізується не через випуск цінних паперів, а через державні фінансові та спеціальні уповноважені інститути. Так, у Великій Британії переважна більшість позик надходить з центрального уряду через Правління позиками для громадських робіт (the Public Works Loan Board)*.

У Швеції доходи від комерційної діяльності та позик належать до додаткових фінансових джерел фінансування місцевих програм і становлять лише 14% від загальної суми надходжень [239, с. 32].

Досить вагому частку ринку цінних паперів посідають державні та муніципальні облігації в Нідерландах.

Для країн Європи характерним є запровадження альтернативних джерел залучення коштів. Зокрема, у Великій Британії застосовується механізм укладання контрактів на тендерній основі із залученням найбільш конкурентоспроможних приватних фірм та компаній для реалізації громадських програм місцевого розвитку. У цій країні приватні компанії здійснюють більше від половини місцевих робіт з будівництва та підтримання в належному стані автомобільних шляхів, будівельні і ремонтні роботи.

У Росії першу муніципальну позику було здійснено у 1871 р. у м.Ревелі. Місцеві позики випускались на тривалий строк - 35-40 років. Кошти спрямовувалися на будівництво, розвиток комунального господарства. Доходність цих муніципальних цінних паперів становила 3-7% річних. Вони мали високу репутацію і найбільші з них котирувалися на фондових біржах Європи.

Практика управління муніципальними позиками в Російській Федерації була відновлена в 1992 р. З 1992 по 1995 р. різними органами законодавчої та виконавчої місцевої влади було зареєстровано 66 емісій на загальну суму понад 7 трлн руб.

У Росії станом на 1 квітня 1996 р. Мінфіном РФ було зареєстровано 127 позик суб'єктів РФ та органів місцевого самоврядування загальною номінальною вартістю 10,9 трлн руб. Більшість з них, які за терміном обігу належать до середньо- та короткострокових, була випущена на суму до 100 млрд руб. На

_____
* Public Sector Accounting and Financial Control - 4th ed. - P. 122.

кінець 2003 р. в Російській Федерації загальний обсяг муніципальних боргових зобов'язань становив 2,8 млрд дол США [215, с.24].

Щодо механізму випуску, то переважна більшість випусків за обсягом емісій є аналогом державних казначейських облігацій, а за кількістю переважають випуски за схемою житлових сертифікатів.

У Росії при управлінні муніципальними цінними паперами часто використовували різні моделі. Зокрема, при випуску муніципальних цінних паперів у Новосибірську, Курську, Москві передбачалося їх погашення частинами у статутних фондах підприємств, що приватизуються. В Нижньому Новгороді муніципальні цінні папери використовувалися при сплаті податку на прибуток, що спрямовувався в місцевий бюджет. Крім того, передбачався обмін муніципальних цінних паперів на акції приватизованих підприємств (конвертовані муніципальні цінні папери), часткою в статутному фонді яких володіє орган, що управляє муніципальною власністю. Муніципальні цінні папери в Російській Федерації використовувалися як застава для одержання кредиту, розрахунків з кредиторами.

3.3.4. Розвиток ринку муніципальних цінних паперів в Україні

В України муніципальний борг виконує кілька функцій, а саме:

він є засобом фінансування рішень та реалізації програм, що розробляються та втілюються місцевими органами влади в умовах браку коштів;

управління цінними паперами дає змогу апарату муніципальних органів влади застосовувати ринкові механізми залучення коштів, вивчати та впроваджувати в практику реальні процеси самоврядування з особистою відповідальністю за неправильні рішення;

це є новий фінансовий інструмент, який має довести свою ефективність або спростувати можливість його використання для країн з перехідною економікою.

Законодавча інфраструктура з питань розвитку ринку муніципальних цінних паперів посідає особливе місце в національній системі законодавства. Воно пов'язане з конституційним правом, яке закріплює принципи і систему місцевого самоврядування, його інституціональну, нормативну і комунікативну засади.

Важливу роль у структурі муніципального права відіграють муніципально-фінансові відносини, які виникають при формуванні бюджетів місцевого самоврядування. Сфера діяльності органів місцевого самоврядування розширюється. Відповідно підвищується значення правового регулювання таких питань, як функціонування муніципальних банків, випуск муніципальних облігацій та векселів, фінансові права та обов'язки органів влади тощо.

У Законі України "Про цінні папери та фондову біржу" від 18 червня 1991 р. (№ 1201-XII) в переліку видів цінних паперів наведені облігації внутрішніх республіканських та місцевих позик, а в ст. 11 вказано, що "рішення про випуск облігацій... місцевих позик приймається ... місцевими радами народних депутатів". Крім того, в цій самій статті зазначається, що "випуск облігацій підприємств для формування і поповнення статутного фонду емітентів, а також для покриття збитків, пов'язаних з їх господарською діяльністю, не допускається".

У ст. 14 названого закону вказано, що використання коштів від реалізації облігацій є цільовим, вони спрямовуються в місцеві бюджети та позабюджетні фонди місцевих Рад народних депутатів.

Згідно з Указом Президента про муніципальні позики встановлюються правила випуску муніципального боргу та керівні органи, які мають визначити "правила гри" на ринку муніципальних цінних паперів. Відповідно до указу Міністерство фінансів України має встановлювати ліміти позики, а Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку - ліцензувати та проводити моніторинг надходжень за позикою. Для цього Державною комісією відпрацьована спеціальна форма звітності за надходженнями позикових коштів до місцевих бюджетів. Таким чином, передбачається посилити контроль за муніципальними позиками з боку держави.

У листопаді 1997 р. Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку прийняте "Положення про порядок випуску та обігу облігацій місцевої позики", в якому подаються основні ринкові засади обігу облігацій муніципальної позики.

Правлінням НБУ на початку вересня 1996 р. була видана постанова, згідно з якою муніципальні облігації можуть бути використані як застава при ломбардному кредитуванні комерційних банків України. При цьому заставна сума муніципальних цінних паперів має бути не меншою за 143% від суми одержаного кредиту.

21 червня 2003 р. було прийнято Бюджетний кодекс України. Після цього було введено низку обмежень на випуск муні-

ципальних боргових зобов'язань та управління ними. Зокрема, видатки на обслуговування боргу місцевих бюджетів не можуть перевищувати 10% від видатків місцевого бюджету. Зазначимо, що це положення не враховує того, що бюджет міста постійно змінюється, тому в разі використання довгострокових інструментів це обмеження не може бути ефективним.

У лютому 2004 р. Кабінет Міністрів України затвердив новий порядок здійснення позик, згідно з яким кошти можуть бути залучені лише адміністрацією міст та Автономної Республіки Крим. Крім того, було встановлено, що на здійснення емісії потрібно дістати дозвіл Міністерства фінансів України.

Багато питань виникає щодо визначення здатності регіону обслуговувати борг. Для отримання дозволу Мінфіну достатньо подати кошторис доходів та видатків за минулий рік та план надходжень на рік спланованої емісії. Основним джерелом доходів здебільшого є доходи від прибуткового податку, від продажу земельних ділянок та об'єктів нерухомості у власності муніципалітетів. В цьому самому акті визначено необхідність отримання кредитних рейтингів емітентами цінних паперів.

Утвердження в Україні ефективно діючого ринку муніципальних цінних паперів, що відповідає світовим стандартам з погляду фінансової інфраструктури, правового поля, інструментарію оцінки, є одним із інструментів розв'язання комплексу проблем, пов'язаних з децентралізацією управління, структурною перебудовою економіки і вирішенням соціальних проблем.

Цілісність ринку забезпечується функціонуванням централізованої єдиної біржової системи, системи Національного депозитарію та клірингу, запровадженням єдиних правил функціонування ринку цінних паперів по всій території України. Неабияку роль у створенні сприятливого клімату для розвитку ринку муніципальних цінних паперів відіграє впорядкування податкової системи, підвищення рівня її ефективності.

Місцеві бюджети та їх наповнення визначаються при діючому механізмі перерозподілу фіскальних коштів рівнем надходження коштів до центрального бюджету. Дефіцит бюджету накладає великі обмеження на реалізацію численних програм соціального розвитку, розвитку місцевої промисловості, інфраструктури. Зрозуміло, що місцеві бюджети в першу чергу зазнають великих коригувань у бік зменшення їх видаткової частини.

Серед видатків домінуюче місце посідають соціальні: утримання систем охорони здоров'я, освіти, культури, соціального

забезпечення. Отже, від нестачі коштів страждають насамперед уразливі верстви населення, які потребують допомоги з боку суспільства, зокрема безкоштовного медичного обслуговування.

У розвитку ринку місцевих муніципальних позик в Україні можна виділити три етапи. Перший, що розпочався у 1995 р. і закінчився наприкінці 1998 р., характеризувався формуванням законодавчої бази, активним виходом на ринок різноманітних емітентів.

Другий етап (1999-2003 рр.) мав ознаки звуження ринку і навіть припинення операцій з випуску облігацій. Про це свідчать такі дані. Якщо взяти 1995 р. за базовий, то в 1996 р. було випущено 200% від вартості цінних паперів 1995 р., у 1997 р. - 260%, у 1998 р. - 220 %, а у 1999 р. - 80% і у 2000 р. - 40% [191, с. 7-8].

На 1 березня 1998 р. в Україні було здійснено 15 випусків облігацій місцевих позик на загальну суму за номіналом 299,272 млн грн. Найбільшими емітентами були Автономна Республіка Крим - 125 млн грн за номіналом, м. Одеса - 61 млн грн (див. додаток).

Уперше муніципальні облігації були запроваджені в Дніпропетровську. Перша емісія відбулася в Дніпропетровську в 1995 р. як випуск трирічної облігації (1 липня 1995 р. - 30 липня 1998 р.) в бездокументарній формі у вигляді записів на депо-рахунках власників. Джерелом їх погашення були кошти, що надходили від об'єктів малої приватизації під час приватизації.

Перший транш було розміщено наполовину. Це пояснювалося досить низькою доходністю за облігаціями (лише на 10% вищою за середню за поточними вкладами Ощадбанку України).

Друга емісія відбулася в квітні 1996 р. Шестимісячні дисконтні облігації номіналом 1 млн крб було сплановано розмістити на аукціоні. Уповноваженим з розміщення позики виступав АКБ "Заводбанк". Однак знову облігації не користувалися попитом серед фінансових інститутів та населення, оскільки доходність ОВДП становила 120-130% річних, а за облігаціями пропонувалася доходність лише 81% річних.

Один з перших випусків місцевих облігацій було здійснено в Харкові. У 1996 р. було започатковано перші два випуски облігацій муніципальної позики. Перспективним планом передбачалося вийти на ринок єврооблігацій.

Ця місцева муніципальна позика у Харкові була випущена в грудні 1995 р. і присвячена 100-річчю першої харківської муніципальної облігації. Загальний обсяг коштів, які планувалося залучити, становив 150 млрд крб. Забезпеченням муніци-

пальних облігацій виступали об'єкти комунальної власності. На бланках облігацій, що виготовлялися англійською фірмою Thomas dela Rue з 12 ступенями захисту, вказувався номінал - 3 та 30 млн крб. За результатами тендеру генеральним агентом з розміщення облігацій став муніципальний банк "Грант", який був головним менеджером за позикою. Він здійснював розміщення облігацій, технічне забезпечення фінансових програм позики, формування страхового фонду, контролював витрачання та повернення коштів, спрямовував тимчасово вільні кошти на інвестування короткострокових операцій для захисту їх від інфляції. Облігації розміщувалися в межах області.

Зазначимо, що випуск харківської позики був однією з найбільш вдалих операцій із залученням цінних паперів місцевих органів влади. Облігації цієї емісії були вчасно погашені, банк "Грант" досить успішно виконав завдання з управління місцевими позиками.

Передплата на місцеві облігації, випущені Львівською міською адміністрацією, розпочалася 22 квітня 1996 р. Загальна сума позики становила 620 млрд крб. Облігації випускалися дрібнономінальні, їх номінальна вартість становила 4 млн крб. Термін погашення першого траншу очікувався 10 червня 1998 р. Розміщувалися облігації через уповноважені банки: "Електронбанк", ЗУКБ, місцеві відділення "Промінвестбанку", банку "Україна", Укрсоцбанку. Їх доходність планувалася в 90% річних з виплатою процентів щоквартально. Гарантом за позикою виступав міський бюджет.

В Одесі 27 лютого 1997 р. міською радою було прийнято рішення про випуск 690 тис. облігацій на суму 61 млн грн. В обіг випускалися облігації номінальною вартістю 10, 20, 50, 100, 200, 500, та 100 грн. Встановлювалися термін обігу облігації в один рік, процентна ставка за одеською міською позикою - 50% річних.

Латвійський банк Parex Bank, який виступав головним менеджером одеської міської позики, розміщував облігації серед резидентів та нерезидентів. До цього було залучено також два вітчизняних банка - одеський банк "Порто-Франко", який розміщував одеські облігації серед юридичних осіб, та одеське управління Ощадбанку, яке залучало кошти фізичних осіб.

Загалом одеська позика була однією з найневдаліших спроб залучити кошти від населення та юридичних осіб, яка завершилася дефолтом позики. Проте на сьогодні муніципальний

борг реструктуризується, і будуть прийняті рішення щодо виправлення становища з муніципальним випуском.

У 1997 р. Верховна Рада АРК прийняла рішення про випуск облігацій республіканської позики на суму 120 млн грн. Щомісяця від розміщення кримських облігацій очікувалося отримувати 600 тис. грн. Однак розміщення облігацій не відбулось.

У м. Севастополі муніципальні облігації були випущені у 1997 р. під заставу нерухомості для розвитку міського транспорту.

У м. Запоріжжя реалізовано три проекти муніципальної позики. Перша (реалізація якої вже завершена) становила 10 млн грн, друга - 5 млн грн, третя - 2 млн грн. Перший проект передбачав розміщення облігацій серіями (А, Б, В), які розповсюджувалися починаючи з 1 липня по 20 вересня 1996 р. Процентна ставка за облігаціями становила 0,7% від середньої облікової ставки НБУ, яка коригувалася щомісяця. Генеральним агентом за позикою був комерційний акціонерний банк "Слов'янський". Він виплачував відсотки за позикою, здійснював викуп облігацій після закінчення строку обігу, сплату фіксованого доходу міськвиконкому із розрахунку 12% річних, який не залежав від інфляції та кон'юнктури на ринку цінних паперів. Характерним було те, що Генеральному агенту було надано широкі повноваження щодо управління фінансовими інструментами, а також додаткову функцію керуючого грошовими коштами, отриманими від розміщення облігацій. Більшість операцій банк-менеджер здійснив на ринку векселів.

Особливістю цієї позики було те, що місто спланувало спрямувати кошти не на фінансування конкретних муніципальних програм, а на створення фінансового інструменту для вторинного обігу цих облігацій, використання їх під заставу. За час проведення позики її доходність коливалася від 126 до 360% залежно від результатів роботи банку. Проценти сплачувалися один раз на рік. Номінальна вартість облігації становила 1 млн крб. Вони випускались у безготівковій формі у вигляді запису на рахунках власників облігацій (рахунки "депо"). Ведення рахунків здійснюється уповноваженим реєстратором.

За час проведення позики міськвиконкомом отримано 430 тис. грн. Ці кошти були спрямовані на газифікацію індивідуального житлового сектора, розвиток комунальних мереж міста. Облігації Запорізької міської позики вільно оберталися по всій території України. Проценти сплачувалися в готівковій формі для фізичних осіб і в безготівковій - для юридичних. У 2004 р. в Запоріжжі було випущено позику на суму 25 млн грн.

Київська міська Рада народних депутатів невдало спланувала випуск короткострокових облігацій другої емісії та розміщення випуску з 15 вересня 1996 р. по 15 вересня 1997 р. Забезпеченням позики мали бути об'єкти комунальної власності, а саме - об'єкти незавершеного будівництва, земельні ділянки та право на їх довгострокову оренду, житлові, нежитлові та інші об'єкти. У результаті неузгодженості багатьох питань з управління муніципальним боргом цей випуск не відбувся.

Наприкінці 2003 р. відбулось розміщення муніципальної позики м. Києва загальним обсягом 150 млн грн на строк обігу 5 років. Після завершення 12-, 16- та 18-місячного періоду емітент готовий викупати облігації в обсягах, що не перевищують 25 млн грн. Виплата за купоном здійснюється щоквартально, причому ставка встановлюється залежно від періоду. За перший рік ставка купона становить 14%, другий - 13, третій - 12, а на останні два роки ставка залежатиме від розміру облікової ставки НБУ, причому перевищуватиме її у 1,5 раза.

Зазначена позика є цільовою, залучені кошти спрямовуватимуть на завершення капітального будівництва та розвиток інфраструктури міста. Міжнародні агенства Moody's та S&P присвоїли емітенту рейтинги відповідно B2 та B із стабільним прогнозом щодо погашення заборгованостей. Андеррайтером за муніципальними облігаціями виступають банк "Хрещатик", Укрсиббанк та Укрсоцбанк, що утворили синдикат.

У Києві також здійснено випуск єврооблігацій на загальну суму 150 млн дол. США, що підвищило його рейтинг: він фактично збігається із суверенним рейтингом країни.

Становить інтерес досвід випуску облігацій невеликих міст України. У вересні 1995 р. міська рада м. Авдіївки випустила короткострокові (двомісячні) облігації зі ставкою доходу 80% річних.

Аналіз проведених місцевих позик свідчить про існування трьох моделей їх запровадження з метою [148, с. 8]:

- покриття дефіциту місцевого бюджету. В цьому разі випуск облігацій дублює функції ОВДП. Така модель поширена в Росії;
- залучення коштів для фінансування окремих міських програм для розширення обсягів інвестицій;
- надання цільових позик.

Загальним недоліком досвіду управління муніципальними цінними паперами є те, що всі вони випускалися на досить короткий термін (6 місяців, 1 рік), що збільшувало короткострокові борги місцевих органів влади та не сприяло збільшенню інвестицій в

економіку. Крім того, велика частка короткострокового боргу підвищує кредитний, політичний та інші види ризиків, що особливо відчутно позначається на нестабільній українській економіці.

В Україні майже відсутня інформація щодо емітентів. Міські владні структури практично не оприлюднюють свої бюджети, тому інвестору бракує достовірної інформації, що підвищує його ризики. Для запровадження ефективних муніципальних позик необхідно кардинально змінити систему звітності та звітування перед громадськістю, гармонізувати її відповідно до міжнародних стандартів, зробити більш прозорою діяльність місцевих органів влади, розвивати інформаційну та комунікаційну інфраструктури.

Інвестиційна привабливість усіх цінних паперів, і муніципальних облігацій зокрема, є низькою незважаючи на високу доходність цих інструментів. Є й певна неузгодженість між надмірно високими ставками процента за позикою і макроекономічною нестабільністю в країні. Як результат розміщення муніципальних облігацій не відбувається або відбувається далеко не в належних межах, а досить великі, а в деяких випадках і надмірні кошти, які було витрачено на випуск, не повертаються.

Не існує відповідного правового поля діяльності на фінансовому ринку в цілому і зокрема на ринку муніципальних цінних паперів. Законодавчими органами України планується прийняти відповідні нові законодавчі акти та внести зміни до вже діючих.

Досвід випуску позик місцевих органів влади та управління ними показує, що необхідно здійснювати випуск муніципальних боргових зобов'язань для фінансування невеликих доходних проектів, які можуть принести прибуток, достатній для погашення облігацій за відносно короткий термін. Такий підхід допоможе відпрацювати механізм управління випуском та погашенням облігацій, а також продемонструє кредитоспроможність та надійність муніципалітету. Тільки після вдалої практики випуску та управління муніципальних зобов'язань можна розпочинати підготовку довгострокових випусків цінних паперів, спрямованих на фінансування великих проектів розвитку інфраструктури.

Для підвищення привабливості облігацій для інвесторів було б доцільно передбачити можливість надання власникам облігацій права використовувати їх як засіб платежу при придбанні об'єктів приватизації муніципальної власності, продажу підприємств-банкротів, що є власністю муніципалітетів, а також здійснювати платежі облігаціями до місцевого бюджету.

Роль цього виду цінних паперів є неоцінненою. Муніципальні цінні папери можуть використовуватися для довгострокового залучення капіталу. Ці інструменти часто є єдиним засобом фінансування спорудження об'єктів місцевої інфраструктури. Враховуючи те, що саме спорудження об'єктів інфраструктури було недостатнім, а без виробничої інфраструктури розвиток виробництва унеможливлюється, значення цього цільового методу залучення коштів підвищуватиметься.

Одним із завдань використання коштів від емісії муніципальних цінних паперів може бути пом'якшення наслідків введення 100%-ї оплати за житло. Виконання вимог МВФ щодо скасування субсидій з оплати за житло насамперед позначиться на малозабезпечених верствах населення. Можливо відпрацювати механізм, за яким проценти за фінансові інструменти були б платою за житло, що надходила б на відповідні рахунки фізичних осіб.

Запуск механізмів надання місцевої позики сприятиме тому, що місцеві органи влади ставитимуть реальні завдання та виконуватимуть їх. Проекти, які запроваджували органи влади на місцях за часів існування адміністративно-командної економіки, потребували дотацій з центрального бюджету, тому відчуття можновладцями реальності витрат та доходів за проектом спотворювалося. Практика самоврядування та управління своїми доходами та видатками є дуже важливим елементом децентралізації прийняття рішень та доведення їх життєздатності.

Можливе використання й альтернативних джерел збільшення надходжень до бюджету - безпроцентних іменних облігації обласних підприємств, що дають право їх власникам на позачергове виконання робіт, надання додаткових послуг та спеціальне консультування.

Варто розвивати практику продажу інвестиційних пулів. Це означатиме, що родина зможе придбати частину спільних фондів муніципальної позики, що значно зменшить ризик неповернення боргу за позикою.

Від посадових осіб міст та районів Україні оперування на ринку муніципального боргу означатиме збагачення їх досвіду та вдосконалення навичок, що потребує часу для пристосування до нових умов господарювання. Тому доцільно було б запровадити підготовку фахівців, які б оволоділи механізмом випуску та управління муніципальними цінними паперами.

Розділ 4
Механізми державного регулювання фінансових ринків і шляхи його вдосконалення

4.1. Взаємодія уряду і банків у процесі реформування національної економіки

Досвід багатьох країн світу показує, що перетворення в економіці потребують поєднаних зусиль уряду і національного банку. Якщо банк відіграє тільки роль джерела фінансування і йому не властиві ні законодавча, ні менеджментська ініціативи, реформування економік, особливо тих, які перебувають на перехідному етапі, відбувається неефективно. За роки перебудови Україною не було досягнуто бажаних результатів. Однією з причин цього була недостатня узгодженість між програмами економічних перетворень уряду і банку.

Особливе місце відводиться двосторонній взаємодії банків та уряду при запровадженні політики стимулювання розвитку фінансової інфраструктури. З одного боку, держава через урядові органи гарантує безпеку виконання фінансових операцій, формулює орієнтири для реалізації ключових програм та завдань розвитку економіки, дає поштовх розвитку комунікаційної інфраструктури (Системи Елетронних Платежів, електронних банківських розрахунків тощо). Державні органи сприяють створенню спеціалізованої банківської інфраструктури, що відповідає напрямам державної політики на певному етапі економіко-соціального розвитку. З другого боку, комерційні банки беруть на себе фінансове (часто і організаційне, технічне) забезпечення існування інших видів інфраструктури, зокрема галузевої та інституціональної.

Звернемось до досвіду інших країн світу. У країнах Заходу запропонована і активно розвивається концепція банківської підтримки участі населення в програмах державних перетворень. Ця концепція яскраво втілена в американській економіці. Так званий підхід “за участю” дав змогу банкам надати багатьом громадянам, які вирішують власні проблеми, можливість бути залученими до здійснення державних програм, таких як будівництво

житла, захист навколишнього середовища, соціальне забезпечення уразливих верств населення, розвиток місцевої промисловості. Уряд, впроваджуючи цю концепцію, має можливість: зібрати більш точну і репрезентативну інформацію про потреби, пріоритети й здібності людей, а також про вплив, які мають на них урядові ініціативи і програми; реалізувати програми, які б найкраще сприяли відображенню локальних умов і ефективному використанню місцевих ресурсів; вчасно надавати найбільш необхідні послуги; мобілізувати місцеві ресурси для доповнення або заміни недостатніх державних ресурсів; поліпшити використання урядових послуг та засобів; підвищити громадське визнання урядових досягнень і посилити підтримку державних програм [92; 119].

У державному плані економічного розвитку США поставлено завдання створити умови, які б спонукали громадян до праці, інвестування, підприємництва, забезпечували високу якість робіт, рівні можливості для залучення в економіку усіх громадян, збільшували реальні персональні доходи і зменшували рівень бідності, стимулювали виробництво різноманітних товарів і надання послуг.

Здійснення цієї загальної програми потребувало спеціальних інститутів і фондів, тому вона була розподілена на кілька груп. Їх основою стала Програма фінансової допомоги, яка об'єднувала 31 підпрограму, серед яких були такі, як Програма економічного розвитку зон, Програма державної допомоги в кредитуванні будівництва житла тощо*. Друга велика група програм передбачала розвиток місцевих комун та громад і найбільше відповідала концепції участі населення, оскільки спрямовувалася на залучення місцевих груп населення до розбудови, реконструкції, участі в бізнесі тощо. Фактично метою програми був такий розвиток місцевої інфраструктури, який мав на меті максимально задіяти ресурсний потенціал регіону.

Для реалізації програм уряд залучив різні банки, які мали певні повноваження в сприянні здійсненню програм. Кожний з банків мав не тільки власне завдання розвитку, а й певні преференції з боку уряду. Прерогативою діяльності Apple Bank of NewYork була розбудова Східного Гарлему, Лонг Айленду та інших регіонів, допомога в будівництві сервісних центрів общин, фінансова допомога в поліпшенні житлових умов, залу-

* За матеріалами стажування автора у Банківському департаменті Нью-Йорка (США).

чення молоді у бізнес, обслуговування немічних людей, розвиток локальних будинків культури та мистецтва.

Republic National Bank of New York бере активну участь у розвитку інфраструктури валютного ринку. Він закуповує і транспортує валюту США з різних країн, де вона перебуває в обігу або використовується, і навпаки, відвантажує валюту до цих країн. Решта банків виконують інші завдання за загальнодержавними і регіональними програмами розвитику.

Наочним прикладом країни, яка застосовує підхід "за участю", є Еквадор. Міністр соціального забезпечення залучив банки Еквадору до фінансування й участі в реалізації Проекту сільського розвитку, який більше, ніж попередній, спрямований на потреби конкретної людини. Успішне втілення Програми структурних перетворень в Гані і Програми кредитування структурних перетворень у Бурунді міжнародні експерти пояснювали скоординованою державною і банківською підтримкою цих програм.

Для України цінним є досвід інших країн щодо створення спеціалізованих інституцій - суб'єктної частини інституціональної інфраструктури - діяльність яких спрямована на фінансування державних програм, тобто так званих цільових банків та/або інших фінансових закладів.

У 1945-1960 рр. уряд Японії для концентрації ресурсів на цільових секторах економіки заснував Банк фінансування перебудови (Reconstruction Finance Bank). Активізація випуску банком облігацій внутрішньої позики зробили внесок у підвищення рівня інфляції, тому виконання ним кредитних операцій у 1949 р. було заборонено. Але це, в свою чергу, спричинило брак фінансових інвестицій і слабкість ринку капіталу. Коли попит з боку індустріальних галузей підвищився, уряд у 1951 р. створив Японський банк розвитку (Japan Development Bank) як урядовий інститут для проведення фінансової політики [70, с. 530-532].

Іншою ключовою фінансовою інституцією, який мав велике значення для фінансування державних програм Японії, був фонд "Програми фіскальних інвестицій і кредитування" (Fiscal Investment and Loan Program). Розмір фонду становив 8% від валового національного продукту, а джерелом його фінансування були пенсійні фонди та заощадження громадян.

У Франції спеціалізовані державні установи, такі як Національна кредитна рада, Банківська контрольна комісія, Комісія економічного й регіонального розвитку, мали можливість спрямовувати інвестиції та субсидії у пріоритетні напрями розвитку певних галузей і регіонів країни.

У Німеччині на кінець 1997 р. працювало 18 банків з особливим завданням. Важливе значення має Банк відновлення (Kreditanstalt fur Wiederaufbau), створений як державний інвестиційний банк у 1948 р. На сьогодні ця установа виконує функції банку розвитку і, крім того, фінансує експортні операції. Належне місце відводиться таким банкам, як Промисловий кредитний, Сільськогосподарський рентний, Банк вирівнювання тягаря [70, с. 523-524].

Для України становить інтерес досвід "азіатських тигрів". У східноазіатських країнах, зокрема в Південній Кореї й Тайвані, з метою запровадження керованої секторальної політики була виділена елітна група фахівців, автономно діюча бюрократія. Ця група визначила пріоритети економіки, що розвивається, можливі джерела фінансування, розробила довгострокові програми. З використанням досвіду розвинених економік були встановлені цільові сектори економіки, куди мали спрямовуватися ресурси та державні інвестиції. Для різних галузей були відкриті відповідні кредитні лінії з визначенням умов доступу до ресурсів. З метою запобігання великим ризикам і прорахункам були встановлені обмежені строки державної підтримки галузей, а також визначені критерії ефективності використання кредитних коштів, виконання етапів програми або поставлених завдань.

Взаємодія уряду і банків не є необхідною та достатньою умовою змін в економіці. Про це, наприклад, свідчить досвід Чилі, де роль банку в реформуванні економіки була мінімальною. Проте в таких країнах, як Марокко і Туреччина, між урядом і банками існував надзвичайно плідний зв'язок, а в таких країнах, як Берег Слонової Кістки та в Малазія, програма перетворень економіки була ініційована та розвинена банком.

Іншим напрямом взаємодії урядів та комерційних банків є підвищення довіри до фінансових інституцій шляхом страхування вкладів фізичних осіб. У США уряд гарантує повернення депозиту, що становить не більше від 100 тис. дол. США. У Великій Британії гарантується повернення двох третин від суми депозиту розміром 20 тис. фунтів стерлінгів, у Франції - до 61 тис. євро (табл. 4.1).

Таблиця 4.1

Система гарантування депозитів у розвинутих країнах

Країна	Нормативний акт	Дата прийняття	Забезпечення	Статус і спосіб управління	Державне фінансування
США	Закон про банківську діяльність	1933	Максимально 100 тис. дол на вкладника	Державний	Немає, але з правом отримання кредиту в казначействі
Велика Британія	Закон про фонд захисту депозитів	1979	75% від суми, що дорівнює або менше за 20 тис фунтів стерлінгів на вкладника	“	Немає
Італія	Закон про створення міжбанківського фонду з нагляду за депозитами	1987	103 тис. євро	Приватний	“
Швейцарія	Угода Швейцарської асоціації банків	1984	30 тис. швейцарських франків на вкладника	“	“
Японія	Закон про страхування депозитів	1971	10 млн йєн на вкладника	Державний	Часткове (через Банк Японії)
Німеччина	Закон про страхування депозитів	1966	Максимум 20 тис. євро	Асоціація німецьких банків	Немає
Іспанія	Постанови від 1980 і 1981 рр.	1980	Максимум 20 тис. євро	Державний	Часткове (50%)
Нідерланди	Закон про контроль за кредитною системою	1978	Максимум 20 тис. євро	“	Немає
Бельгія	Протокол між асоціацією бельгійських банків. Асоціацією ощадбанків та Інститутом переобліку і гарантування	1985	Максимум 20 тис. євро	Напівдержавний	“
Канада	Закон про канадське товариство страхування депозитів	1967	60 тис. канадських дол. на вкладника	Державний	Немає, але з правом отримання кредиту

Побудовано за даними [111], а також Інвестгазети, (2004. - 22 черв. №25(454)).

Крім спеціалізованих фондів, у країнах, де участь держави в їх формуванні мінімізована, за ініціативою урядових структур створюються спеціалізовані інституції, що надають допомогу комерційним банкам. Прикладом такої установи може слугувати Консорціумний банк ліквідності, заснований Федеральним банком Німеччини у 1974 р. Його завданням є надання ліквідних коштів на той випадок, якщо комерційний банк відчуває тимчасові складності.

Інший шлях, який обрали США, полягає у створенні на певний час “брідж-банку”, що має статус національного та управляється радою директорів, яких призначає Федеральна корпорація страхування вкладів. Вони намагаються реанімувати комерційний банк, якщо це можливо, або сприяти його купівлі-продажу іншою установою.

В Україні у вересні 1998 р. видано Указ Президента “Про заходи щодо захисту прав фізичних осіб - вкладників комерцій-

них банків України", а в січні 1999 р. прийнята постанова Кабінету Міністрів і НБУ "Положення про Фонд гарантування вкладів фізичних осіб". Цими документами передбачені джерела та порядок відшкодування фізичним особам вкладів у комерційних банках. Останні відраховують кошти у процентах до зареєстрованого статутного фонду (1% від загальної суми вкладів), і нарахованих процентів (0,5%) роблять регулярні спеціальні внески. Держава здійснює одноразовий внесок у розмірі 20 млн грн, і, крім того, відрахування від позик комерційних банків, міжнародних фінансових інститутів, іноземних банків. Діяльність Фонду у березні 1999 р. була тимчасово припинена та відновлена у 2001 р.

В Українській державі існує низка державних органів, діяльність яких пов'язана з роботою комерційних банків (рис. 4.1). Їх можна поділити на чотири основні групи. До першої належать органи безпосереднього контролю за банківською діяльністю та деякими операціями, що вони виконують на фінансовому ринку: НБУ, ДКЦПФР, Мінфін України, до другої групи - органи, що здійснюють контроль за фінансовою діяльністю комерційних банків і надходженням коштів у державні фонди: ДПАУ, Фонд гарантування вкладів фізичних осіб. Третю групу утворюють органи, що контролюють легітимність операцій: Держфінмоніторинг, СБУ, суди та Прокуратура. У складі четвертої групи також слід виділити органи, що контролюють дотримання установами певних вимог, зокрема законодавства з питань праці та соціальних відносин. До цієї групи слід віднести міністерства та відомства України.

Така розвинена система контролю за діяльністю комерційних банків має сенс, оскільки значно підвищуються вимоги до реалізації ними операцій, а відтак і довіра до фінансових установ з боку населення та корпорацій. Відбувається перехресний вплив інституціональної та банківської інфраструктури, що зміцнює загальну інфраструктурну оболонку банківської системи держави та сприяє реалізації соціально-економічних перетворень.

Отже, взаємодія "уряд - банківська система" може бути рушійною силою економічних перетворень. Розробка державних програм тісно пов'язана з роботою фінансових інституцій, які відіграють роль не стільки "донорів" при реалізації проекту, скільки є стимулюючою і визначальною силою, що сприяє струк-

Рис. 4.1. ***Органи контролю за діяльністю комерційних банків***

турним перетворенням, впровадженню реформ у виробництві, забезпеченню соціальної допомоги населенню [119].

4.2. Запровадження грошово-кредитної політики в системі державного регулювання економіки

Державна фінансова політика впливає на розвиток фінансової інфраструктури передусім через механізм підвищення чи зниження бар'єрів доступу до фінансових коштів.

Існує три інфраструктурні канали мобілізації державою фінансових ресурсів у державний бюджет: податковий, емісійний та кредитний. Існування одночасно трьох каналів значно поліпшує процедуру акумуляції грошей, нейтралізує недоліки кожного з цих каналів та дає змогу скористатися їх перевагами.

Кожний з каналів діє по-різному. Емісія грошей здійснюється на вищому рівні і, як правило, передбачає отримання дозволу найвищого законодавчого органу країни на випуск додаткових грошей в обіг. Завдяки податковому механізму залучаються кошти від оподаткування суб'єктів економічної діяльності, населення та здійснюється їх перерозподіл між різними рівнями державного та регіонального управління. У кредитних відносинах, у тому числі й державного кредиту, через інституції фінансового ринку акумулюються кошти від секторів економіки, що мають їх надлишок, далі вони спрямовуються у дефіцитні сектори і на взаємовигідній основі здійснюється фінансування різноманітних програм економічного розвитку.

Механізми реалізації цих політик відрізняються насамперед тим, апарат якої влади вони залучають, на якому рівні приймаються та реалізуються управлінські рішення. Емісійний метод передбачає передусім задіяння інструментів і методів центральної влади, централізованого механізму перерозподілу коштів, розвиненої законодавчо-інституціональної інфраструктури. Податковий всупереч існуючій практиці стягнення частини податків та зборів на місцевому рівні все ж зберігає централізовану систему перерозподілу коштів між державним та місцевими бюджетами. Це призводить до того, що на місцевий та регіональний рівні управління кошти, що перерозподіляються, надходять надто пізно і в недостатньому розмірі. Існуючі наукові методи перерозподілу коштів між центральним та міськи-

ми бюджетами як складова наукової фінансової інфраструктури впроваджується повільно та не досить ефективно. Механізм кредитування дає змогу мобілізувати кошти на будь-якому рівні управління, використовувати їх для реалізації прозорих та дієвих програм. Однак зазначимо, що ефективність кредиту залежить від того, наскільки процедури державного кредитування є контрольованими, а мехінізм їх регулювання - прозорим та розробленим. Запровадження практики кредитування на рівні місцевих та регіональних органів влади з підкріпленням боргових зобов'язань власним авторитетом або авторитетом органів влади, що перебувають на більш високому щаблі влади, дадуть змогу проводити власну інвестиційну політику [110].

У суспільному житті ці механізми поєднані та втілюються в економічній політиці держави. Від того, за допомогою яких інструментів здійснюється регулювання, яким з них віддається перевага, можна судити про цілі сучасної економічної політики.

У сучасній економічній теорії склалося два підходи щодо аналізу цілей економічної політики. Перший підхід називається раціональним, а його розробка пов'язана з іменами Джеймса Бучанана та Роналда Коуза. Згідно із цим підходом урядові структури відстоюють власні цілі, використовуючи певний набір інструментів економічної політики. Основною метою при цьому є найбільший виграш з погляду окремих інституцій або впливових груп.

Другий, більш традиційний підхід, передбачає примноження соціального добробуту населення країни. Оперативні цілі уряди виділяють із загального напряму розвитку країни. Така політика передбачає широке використання нормативних показників, визначення їх оптимальної структури і залучення в управлінський процес найбільш раціонального, дієвого у певній економічній, політичній і соціальній обстановці комплексу інструментів.

У рамках цього підходу вирішується завдання зі стабілізації економіки, для чого необхідно, щоб сукупні соціальні втрати були мінімізовані. Останні виникають, зокрема, при підвищенні рівня інфляції, зменшенні сумарного рівня ВНП, негативних змінах у процентних ставках, валютних курсах, підвищенні рівня безробіття тощо. Багато із цих явищ зумовлено надмірним зростанням обсягу грошей в економіці, негативними інфляційними очікуваннями, дисфункцією фінансових посередників. Соціальні втрати, що зумовлені зазначеними причинами, можна описати функцією соціальних втрат:

$$L = L\,[E(Y) - Y^T,\ E\,(dP/P),\ \delta_Y,\ \delta_{dP/P},\ \delta_R,\ \delta_\mu],$$

де L - соціальні втрати; Y - зміни в обсязі ВВП (ВНП); $E(Y)$ - очікуваний спад ВВП (ВНП); $E(dP/P)$ - очікуване зростання цін (інфляція); δ_Y, $\delta_{dP/P}$, δ_R, δ_μ - мінливість відповідно ВВП, цін, процентних ставок і обмінного курсу.

На запобігання соціальним втратам спрямовані дії уряду в різних сферах економіки. Однак на сьогодні однією з найбільш впливових визначено сферу грошово-кредитного регулювання і комплекс дій, що належить до грошово-кредитної, або монетарної, політики. Отже, монетарна політика спрямована на запобігання соціальним втратам і стимулювання економічного зростання країни. Зокрема, уряди країни згідно з теорією Роберта Манделла мають підтримувати внутрішній баланс економіки, забезпечуючи повну зайнятість населення і зовнішній, тобто рівновагу платіжного балансу [293]. Ця мета передусім досягається завдяки поєднанню фіскальної та грошово-кредитної політики держави.

Грошово-кредитна політика не означає вжиття стандартного набору заходів, однакових для всіх держав світу. Різні країни застосовують різні підходи та інструментарій вирішення проблем грошового регулювання. У відкритих економіках першочерговим завданням є підтримка обмінних курсів у заданих параметрах зважаючи на те, що значне коливання у валютних курсах країн-партнерів спричиняє відповідне коливання економічної кон'юнктури в базовій країні. Отже, грошово-кредитна політика в таких країнах насамперед має бути спрямована на досягнення встановлених пропорцій обмінних курсів і рівня процентних ставок. У закритих економіках головне завдання пов'язане з регулюванням обсягу грошової маси у обігу, тобто керування грішми "високої ефективності" (грошовою базою), сукупним попитом на гроші з метою запобігання високому рівню інфляції.

Аналіз місця грошово-кредитного регулювання в системі державного управління економікою показує, що з часом реалізація заходів виваженої грошово-кредитної політики набуває все більшого значення, виходячи на найвищий рівень пріоритетності.

У 1968 р. економісти Федерального резервного банку Сент-Луїса (США) Л.Андерсен і Дж. Джордан розробили модель оцінки ефективності державної економічної політики. Вони отримали таку регресійну модель [276, с. 11-24]:

$$Y_t = \alpha + \Sigma\beta_i M_{t-i} + \Sigma\alpha_j E_{t-j} + e_t,\ i= 0...3,\ j=0...3,$$

де Y_t - номінальний ВНП за період t ; M_{t-i} - грошова база, або грошовий агрегат М1* за попередній період (t-1); E - змінна податково-бюджетної політики (дефіцит госбюджета, державні видатки, субсидії); α - константа; β і λ - коефіцієнти регресійного рівняння; e_t - випадкові коливання у момент часу t.

Результати дослідження були дещо несподіваними - грошова пропозиція не тільки визначає номінальний доход, а й впливає у короткостроковому (пізніше доведено, що й у середньо- і довгостроковому) періоді на ВНП, тобто на реальну економіку. За результатами регресійної оцінки, грошово-кредитна політика навіть більш дієва, ніж податково-бюджетна. Фактично, дослідження та теоретичні положення цих авторів були настільки практично значущими, що монетарний аналіз ввели в практику державної економічної політики. Поступово як цільові орієнтири проведення центральним банком грошового регулювання стали використовувати показники валютних курсів, а також орієнтири прирощення грошової пропозиції. Така практика проіснувала до початку 1980-х рр.

Монетарний підхід має величезний вплив і на дослідження платіжного балансу країни. Наприкінці 1960-х - на початку 1970 рр. з'явилися роботи, в яких розглядалася можливість вирівнювання платіжного балансу шляхом встановлення рівноваги між внутрішнім грошовим попитом і пропозицією грошей. Такий підхід дістав назву монетарного і вперше запропонований у роботах Г.Джонсона (1958 р.). Якщо платіжний баланс має додатне або від'ємне сальдо, то згідно з монетарним підходом це є проявом надлишку або дефіциту внутрішнього попиту. Отже, в монетарному підході акцентується увага на результатах грошової політики і для зовнішньоекономічної сфери [44, с. 20-21].

Таким чином, регулювання грошово-кредитної сфери позначається на стані реальної економіки і визначає напрями, підходи й інструментарій інших заходів державного управління, зокрема податкової, зовнішньоекономічної, бюджетної, регіональної та інших політик держави.

Аналізуючи грошово-кредитну політику, слід визначити основні суб'єкти, що безпосередньо беруть участь в її реалізації. Грошовий ринок включає кілька ключових гравців, кож-

---

* Грошовий агрегат М1 включає готівку в обігу, а також трансакційні і чекові депозити.

ний з яких відповідно до повноважень виконує свою функцію у грошовому обігу [76, с. 27].

Центральний банк визначає механізми прямої емісії, формує стратегію обмінного курсу та систему певних інструментів валютного регулювання, управляє державними борговими зобов'язаннями, використовує прямі та непрямі інструменти грошово-кредитної політики.

Міністерство фінансів реалізує заходи щодо грошового регулювання за допомогою податкових механізмів формування доходів бюджету, механізмів виконання бюджету (регулювання споживання та інвестицій) шляхом управління внутрішнім та зовнішнім боргом.

Комерційні банки задіюють механізми залучення коштів від фізичних та юридичних осіб, здійснюють оптимальне акумулювання й розміщення інвестицій та кредитів, керують ризиками грошового ринку.

Населення та корпоративні клієнти формують попит і пропозицію на ринку шляхом прийняття рішень щодо зміни пропорцій заощаджень і споживання, розміщення зоащаджених коштів у банківській системі або поза нею.

Позичальники впливають передусім на попит на гроші, використовують механізми залучення грошових коштів від банків та інших фінансових інституцій для виробничого і невиробничого споживання й інвестицій.

4.2.1. Мета запровадження грошово-кредитної політики та її узгодження з розвитком фінансової інфраструктури

На думку шведського економіста К.Вікселя, що вперше була висловлена ним у 1896 р., головною метою політики центрального банку має бути стабілізація рівня цін. Це започаткувало підхід, який дістав назву інфляційного таргетування. *Інфляційне таргетування* означає вибір певного значення інфляції як цільового орієнтира і використання операційного інструментарію центрального банку, найчастіше рівня процентних ставок, для досягнення інфляційної мети [176, с. 100]. З 1990-х рр. розпочався швидкий розвиток системи таргетування та її застосування багатьма країнами світу. На неї перейшли всі країни єврозони, вісім інших промислово розвинутих європейських країн,

близько 20 країн інших регіонів, а майже 40 країн використовують мішані режими таргетування.

У сучасних підходах щодо функцій центрального банку виділяють розвиваючу (developmental) та сприяючу (promotional). Особливістю першої є те, щ вона безпосередньо сприяє розвитку не фінансового сектора, а економіки загалом. На думку автора концепції А. Чандаваркара, використання цієї функції доцільне лише на ранніх стадіях формування механізмів грошово-кредитного регулювання. Ця функція реалізується через операції, пов'язані з гарантіями за позиками і страхуванням, активну участь у ринках капіталу, кредитування пріоритетних секторів економіки, введення диференційованих процентних ставок, цільове спрямування кредитів, розподіл депозитів, розвиток державних банків тощо. Фактично вона реалізується через систему прямих інструментів ГКП і означає велику залежність центрального банку від уряду країни.

На певному етапі така залежність має бути зменшена шляхом заміни "розвиваючої" функції на "сприяючу", яка зменшує операційні та інформаційні видатки фінансового сектора, стимулює розвиток конкурентного середовища. Виконуючи цю функцію, центральний банк має виступати як новатор і каталізатор фінансового розвитку економіки, сприяти інноваціям, проводити економічні дослідження тощо [282, с. 120].

Розглянемо більш докладно виконання центральним банком двох основних функцій, які безпосередньо впливають на грошове-кредитне регулювання, макроекономічний стан країни, роль і статус установи: функцій "кредитора останньої інстанції" і головного суб'єкта грошово-кредитної політики держави [152].

4.2.2. Функція центрального банку країни "кредитор останньої інстанції" та наслідки її реалізації на фінансових ринках

Запобігання банківській паніці і кризі - одне з головних завдань центрального банку, виконання якого впливає на безпеку банківської системи, зменшення її ризиків. Фактично ця функція має одну з найбільш яскраво виражених інфраструктурних властивостей, що сприяє створенню безпечного інфраструктурного середовища. Зазвичай таку функцію центральний банк виконує, терміново позичаючи кошти (так звані гроші ви-

сокої ефективності) за досить високими процентними ставками під заставу комерційному банку, який тимчасово опинився в скрутному становищі. Акція позичання оголошується публічно і, звичайно, цього досить, щоб припинити паніку серед населення і юридичних осіб з приводу можливості неотримання покладених у банк грошей. Центральний банк таким чином підвищує загальну ліквідність банківської системи й уможливлює її подальшу безперебійну роботу, що і є основним завданням суб'єктної частини фінансової інфраструктури.

Вперше термін "кредитор останньої інстанції" виник у 1797 р., коли сер Френсіс Берінг у науковій праці висунув ідею сприяння з боку центрального банку отриманню ліквідних грошей комерційними банками під час кризи. Але в найбільш повному і систематизованому вигляді концепція "кредитора останньої інстанції" втілена в книзі "Про природу і ефекти паперового кредиту у Великій Британії" Генрі Торнтона, що побачила світ у 1802 р. [288].

Концепція ролі центрального банку як кредитора останньої інстанції базувалась передусім на принципах і положеннях, що висунули Генрі Торнтон і Волтер Бейжхот. Зокрема, центральний банк країни:

• захищає агрегований монетарний запас країни, а не приватні банківські інститути;

• дає змогу неплатоспроможним інститутам банкрутувати, якщо вони демонструють цілковиту неспроможність вести банківську справу;

• полегшує становище лише тих закладів, які спроможні "стати на ноги" і продовжити банківську діяльність;

• стягує високі облікові ставки за надані ресурси;

• вимагає прийнятної застави;

• забезпечує надходження повної інформації на ринок щодо зазначених умов кредитування комерційного банку.

Г.Торнтон вперше визначив особливості виконання центральним банком функції кредитора останньої інстанції, які залежать від конкретних макро- і мікроекономічних умов. Він сформулював тезу про те, що центральний банк, виконуючи цю функцію, виступає кінцевим джерелом ліквідних коштів для фінансової системи. Центральний банк тримає золотовалютні резерви країни, з яких у крайніх випадках можуть брати кошти інші банки. Крім того, виступаючи монополістом емісії банк-

нот, він практично є їх невичерпним джерелом у всі критичні моменти часу. При цьому банк країни намагається не витрачати золотих і валютних запасів країни, а навпаки, протидіяти намаганню фізичних і юридичних осіб перетворити національну валюту на золото або на вільно конвертовану стабільну іноземну валюту. Таким чином, протидіючи зовнішнім шокам і негативним змінам у платіжному балансі, центральний банк збільшує випуск власних боргових зобов'язань, що підтримує експортерів та інших національних виробників, стабілізує роботу фінансової системи і запобігає кризовим явищам.

Центральний банк несе громадянську відповідальність за становище у фінансовій системі та в економіці загалом. Під час економічного спаду чи кризи комерційні банки значно скорочують кредитні програми, що призводить до недоінвестування економіки. Поведінка центрального банку в часи кризи є прямо протилежною поведінці комерційних банків - він випускає банкноти і посилює кредитування фінансового сектора.

Г.Торнтон конкретизував деякі питання, що стосуються запровадження політики центральним банком. Існують певні суперечності між функціями центрального банку як контролера паперової компоненти монетарної маси і кредитора останньої інстанції. В першому випадку він має обмежувати грошову масу, в другому - посилювати емісійні процеси. Проте Г.Торнтон пояснив, що в цьому немає протиріччя: монетарні обмеження стосуються довготривалих періодів стримування зростання грошової маси; водночас у певні періоди можливі тимчасові відхилення від цієї стратегії, невеликі за амплітудою коливання збільшення грошей в обігу.

Виконання центробанком функції кредитора останньої інстанції впливає на стан золотовалютних резервів. Золотовалютні запаси можуть зменшуватися внаслідок зовнішніх шоків - експорту золота або продажу валюти для покриття дефіциту платіжного балансу, і внутрішніх - витрачання резервів для запобігання паніці, а також для збільшення іноземних валютних коштів, які тримають резиденти країни. В цьому разі центральний банк проводить експансійну політику. Проте надмірний випуск банкнот, що має інфляційний характер, вимагає проведення рестрикційної політики. Для запобігання внутрішній паніці центральний банк має одночасно розширити емісію та збільшити позики, щоб задовольнити попит на гроші високої ефективності.

Значний внесок Г.Торнтона полягає у вивченні функції кредитора останньої інстанції разом з функцією монетарного контролю і визначення проблеми “морального ризику” (moral hazard), що викликані нею.

Якщо у деякого банку виникає складна ситуація через необачність чи неправильно сплановану поведінку і цей банк претендує на допомогу з боку центрального банку, надання цієї допомоги спонукатиме інші банки проводити ризиковану кредитну політику, збільшувати масштаби спекулятивних операцій з метою отримання надприбутків тощо. І якщо банкрутство одного банку не загрожує загальним колапсом всій системі, то ланцюгова реакція збільшення ризику діяльності багатьох комерційних банків призведе до тотальної банківської кризи. Г.Торнтон підкреслював, що в цьому разі меншою загрозою буде банкрутство окремого банку, ніж підтримка банку, що неефективно працює: поліпшення в розподілі грошових ресурсів переважатиме будь-які побічні ефекти від банкрутства.

Г.Торнтон обґрунтував, що центральний банк діє як кредитор останньої інстанції не для того, щоб запобігти шокам, а для нейтралізації небажаних вторинних наслідків. Він пояснював, що паніка може розпочатися і посилюватися внаслідок найменших сигналів, пліток тощо. Цільова реакція центрального банку полягає у вливанні ліквідних коштів у ринок. Внаслідок негараздів, що тривають, споживачі ринку реагуватимуть передусім на неспроможність центрального банку протидіяти негативним тенденціям. Торнтон писав, що закриття одного банку додасть невеликого негативного ефекту до сприйняття банківської системи населенням. Проте помилки чи окремі недоробки центрального банку призведуть до загального шоку і стресової ситуації по всій країні.

Г. Торнтон проводив чітку межу між банківським кредитом і дисконтними операціями, з одного боку, і контролем за масою грошей в обігу - з другого. Він зазначав, що ці два інструменти мають тенденцію до зростання і спаду одночасно. Відповідно зменшення обсягу грошової маси може загрожувати всій реальній економіці. Крім того, як стверджував Торнтон, кредит виникає саме з наявності грошей, а не навпаки. Отже, саме монетарні обмеження більшою мірою, ніж кредитні колапси, здатні створювати підґрунтя економічної кризи, що, передусім, має проявлятися в безробітті та втраті частини ВВП.

Для того, щоб показати, як монетарні обмеження, спад ВВП і безробіття виникають на фоні невиконання функції кредитора останньої інстанції, Торнтон прослідкував ланцюг передачі негативних ефектів від початку фінансової паніки до зниження рівня економічної активності. Паніка породжує сумніви у платоспроможності комерційних банків. Як результат вкладники намагаються конвертувати свої активи в активи нетлінної чи незмінної вартості (банкноти, золото, іноземну валюту), які є основою грошей високої ефективності. Цей непередбачений попит здатний багаторазово зменшити масу грошей. Зі свого боку, комерційні банки підвищують резерви (найчастіше надлишкові) для того, щоб своєчасно реагувати на вилучення грошей вкладниками і заспокоїти їх стосовно очікуваної фінансової слабкості. У результаті масово підвищується попит на інструменти грошової бази, що призводить до значного обмеження грошової маси і, відповідно, споживання. У зв'язку з тим, що ціни і зарплата знижуються досить повільно, монетарні обмеження передусім зумовлюють значне зниження виробничої активності. Центральний банк як кредитор останньої інстанції має запобігти зменшенню величини грошового мультиплікатора компенсаторними процедурами щодо підвищення монетарної бази. Таким чином, він підтримує належну кількість грошей в обігу і рівень економічної активності.

Заслуга Волтера Бейжхота полягала у розширенні і поновленні деяких положень, які відстоював Г.Торнтон. Зокрема, він визначив так званий "мінімум передчуття" (apprehension minimum), тобто мінімальний рівень резервів, вилучення нижче від якого може спричинити суттєві негаразди в економіці. Якщо громадськість відчуває, що запаси резервів вичерпані, вона намагається якомога більшу їх кількість перевести в іноземну валюту або в реальні цінності (золото). Крім того, Бейджхот сформулював положення про те, що центральний банк як кредитор останньої інстанції має вдаватися принаймні до двох заходів: перший вимагає стабілізуючих заходів, передусім швидкого підвищення рівня процентних ставок, другий - допомоги комерційним банкам у вигляді великих позик.

В.Бейжхот також сформулював кілька теоретичних положень, які містили нові ідеї порівняно з теорією Г.Торнтона. Зокрема, він встановив важливість ознайомлення громадськості з роботою центрального банку і його готовністю діяти як кредитор останньої інстанції, а також зазначив, що комерційний банк

має платити більшу ціну за надані ресурси, таку, яка б підтримувала обмежені ресурси вільного ринку на раціональному рівні. Надмірна ставка проценту може, як зазначав В.Бейжхот, мати такі резони. По-перше, висока ставка стимулює імпорт і перешкоджає експорту специфічних товарів, тобто сприяє залученню капіталу ззовні і знижує дефляційний ефект споживання і ціни на національному ринку. По-друге, це означає швидке повернення позики на неінфляційній основі майже відразу після подолання негативних явищ. По-третє, висока ставка зменшує кількість готівки, яку комерційні банк захоче отримати. По-четверте, це спонукатиме комерційних банків перед зверненням до кредитора останньої інстанції до використання усіх можливих засобів, що пропонує ринок, і навіть до створення нових джерел та інструментів фінансового ринку. По-п'яте, поліпшується загальна робота фінансової системи.

Вагомим доробком В.Бейжхота була специфікація типів боржників, які звернулися до кредитора останньої інстанції за допомогою, видів активів, які він має позичати, і критеріїв оцінки, які варто застосовувати, щоб визначити ці активи. Він наполягав на тому, що допомогу має отримати будь-який банк, навіть торговельний, незалежно від напряму його діяльності. Що стосується застави, то комерційний банк може надавати будь-які цінні папери або інші активи, які було б доцільно брати під заставу позики в період нормальної роботи інститутів. Він також сформулював загальне правило виконання функції кредитора останньої інстанції: ніякі преференції не можуть бути зроблені тим структурам, щодо яких центральний банк не може бути впевненим стосовно можливості втрат. Бейжхот зосереджував увагу на різних інших методах поліпшення роботи з банком, зокрема адміністративних, що ефективніші в певні періоди діяльності банків, ніж ринкові.

4.2.3. Основні напрями грошово-кредитної політики держави та їх узгодженість із завданнями розвитку фінансової інфраструктури

Грошово-кредитне регулювання в арсеналі засобів та важелів державного регулювання економіки посіло особливе місце наприкінці XIX ст. з виникненням неокласичного напряму еко-

номічної теорії, яка домінантою державотворчих процесів визначила кредитно-грошову сферу. Представники неокласичного напряму вважали, що економічні спади, циклічний характер розвитку суспільного виробництва зумовлені коливаннями у сфері грошового обігу та кредиту. Зокрема, Р.Гоутрі вважав, що промислово-торговельний цикл є "суто грошовим явищем" у тому сенсі, що зміна грошового потоку виступає єдиною та достатньою причиною зниження економічної активності, заміни періоду процвітання на депресію, пожвавлення або припинення торговельних операцій.

Сучасна монетарна школа розвинула неокласичну теорію. Значною мірою цьому сприяли праці американського економіста, лауреата Нобелевської премії, професора Чиказького університету М. Фрідмана [256]. Згідно з поглядами представників чиказької школи політика центральних банків активно та конструктивно впливає на економічну кон'юнктуру шляхом регулювання обсягів грошової маси (готівки та депозитів в комерційних банках), а також через встановлення певного рівня процентної ставки. Недооцінка впливу грошово-кредитних важелів призводить до втрати контролю над деструктуривними процесами, які спричиняють економічні кризи, масове безробіття та інші негативні явища в економіці та соціальній сфері.

Як зазначено в Законі України "Про Національний банк України", *грошово-кредитна політика* - комплекс заходів у сфері грошового обігу та кредиту, спрямованих на регулювання економічного зростання, стримування інфляції та забезпечення стабільності грошової одиниці України, зайнятості населення та вирівнювання платіжного балансу.

Залежно від мети, поставленої перед центральним банком, розрізняють широку та вузьку грошово-кредитну політику. Грошово-кредитна політика має ознаки *широкої*, якщо її реалізація передбачає досягнення певного рівня широкого спектра макроекономічних показників (економічного зростання, рівня безробіття, залучення внутрішніх та зовнішніх інвестицій). *Вузька* політика має на меті передусім урегулювання питань, що стосуються грошового обігу, тобто обсягу грошової маси та стабільності курсу національної грошової одиниці.

З погляду впливу на суб'єктів регулювання виділяють тотальну та селективну політики. *Тотальна* грошово-кредитна політика запроваджується щодо банківської системи загалом. Її

інструменти і методи застосовуються до всіх або до переважної більшості суб'єктів фінансової системи. *Селективна*, або *вибіркова*, політика спрямована на окремий банк або групу банків, що обслуговують певну галузь або регіон, має обмежений вплив і використовує один чи кілька інструментів, найбільш прийнятних для вибіркових цілей ГКП.

За ступенем та метою використання інструментів грошово-кредитна політика поділяється на рестрикційну та експансійну.

Рестрикційна політика проводиться з метою обмеження активності суб'єктів підприємницької діяльності, "стиснення" інфляційної спіралі. Іншою назвою цього виду грошово-кредитної політики є "*політика дорогих грошей*". Для запобігання небажаному циклічному підйому економіки використовується арсенал засобів щодо обмеження або скорочення пропозиції грошей, ускладнення отримання кредитів, зниження попиту на інші складові грошового обігу.

Експансійна політика, або "*політика дешевих грошей*", спрямована на стимулювання економічного зростання, особливо в період рецесії, дедалі більше надходження грошей у господарський оборот, підвищення їх пропозиції з метою зростання сукупних видатків, щоб сприяти поглинанню вільних грошових ресурсів. Індикаторами необхідності запровадження такої політики виступає високий рівень безробіття, зниження цін у національній економіці, економічний спад.

Загальними принципами запровадження грошово-кредитної політики є прозорість (у вересні 1999 р. Міжнародний валютний фонд затвердив Кодекс належної практики забезпечення прозорості в грошово-кредитній і фінансовій політиці); непорушення макроекономічної рівноваги; узгодженість стратегічних, проміжних і тактичних цілей ГКП.

У сучасній літературі існує кілька точок зору на мету грошово-кредитної політики держави.

У більшості країн як основне завдання грошово-кредитної політики ставилась підтримка стабільності національної валюти й проведення антиінфляційних заходів. Зокрема, у законі про Центральний банк у редакції 1995 р. в Російській Федерації головною метою грошово-кредитної політики визначалися захист і забезпечення стійкості рубля, контроль за інфляцією, забезпечення ефективного та безперебійного функціонування

системи розрахунків, а також регулювання діяльності комерційних банків [184, с. 50].

Водночас деякі економісти вважають, що доцільно розширити завдання центрального банку щодо проведення грошово-кредитної політики до рівня впливу на економічний розвиток загалом.

Прихильники цього підходу посилаються на досвід розвинутих країн, деякі з яких перейшли до формулювання розширеної мети ГКП. Зокрема, в новій редакції закону про Банк Японії головним завданням визначено сприяння розвитку національної економіки шляхом підтримки цінової стабільності [141, с. 40.]. У деяких країнах підхід до формулювання мети такий самий. Так, центральні банки Бангладеш і Шрі-Ланки мають сприяти високому рівню виробництва, зайнятості й реального доходу, створенню й розвитку продуктивних ресурсів країни в національних інтересах. Банк Пакистану має стимулювати розвиток сільського господарства шляхом його пільгового кредитування. Народний банк Китаю відповідальний за економічне зростання й стабільність валютного курсу [176, с. 36].

Противники цієї концепції вважають, що така політика призводить до *фінансових репресій* - набору політичних заходів, законів, формальних інструкцій й неофіційних засобів регулювання, які вносять викривлення у фінансові ціни - процентні ставки і валютний курс, що унеможливлює повну реалізацію потенціалу фінансового посередництва [177, с. 37]. Прикладом фінансової репресії є селективна політика.

У деяких випадках шляхом комбінування інструментів податкової та бюджетної політики можна досягти високого рівня ефективності заходів фінансової репресії, зокрема вводити непрямі податки на фінансову систему, інфляційні податки, обмеження на вивезення капіталів тощо. Стимулювання експорту та цільове дотування галузей економіки (раціонування кредитів) у межах фінансових репресій також може сприяти економічному зростанню. На думку експертів Лондонської школи економіки, “недалекоглядні уряди в багатьох випадках ефективно використовують свої центральні банки як фіскально-молочну корову” [318].

Досягнення мети та вибір методів грошово-кредитного регулювання залежать також від інструментарію, що застосовує центральний банк, регулюючи грошову масу в обігу.

4.2.4. Інструменти грошово-кредитної політики

Запроваджуючи монетарну політику, центральний банк або інші грошово-кредитні органи країни можуть застосовувати прямі та непрямі інструменти. *Прямі інструменти* належать до адміністративно-нормативних важелів. Особливістю їх дії є те, що вони передбачають встановлення або обмеження цін (процентних ставок) або кількості (обсягів кредитування). Прямі інструменти впливають на баланс окремих банків.

Інструменти непрямої дії, або *ринкові* інструменти, впливають на попит та пропозицію на грошовому ринку, а їх дія передусім позначається на балансі центрального банку.

Співвідношення між використанням тих чи інших інструментів залежить від багатьох факторів, серед яких можна назвати:

• стадію розвитку фінансової системи (фінансова система розвинених країн, виникаючих ринків тощо);

• розвиненість інформаційно-комунікаційної інфраструктури;

• організаційну структуру банківського та небанківського секторів;

• ступінь розвитку первинного та вторинного фінансового ринку;

• масштаби міжбанківського ринку, який має бути каталізатором процесів збільшення чи зменшення ліквідності, згортання чи розгортання депозитів;

• конкурентоспроможність фінансових закладів;

• впливовість, масштаби та розвиненість фінансової інфраструктури, а саме: систем переказу великих сум платежів; систем обліку операцій зі зміни власності й її відповідних інституцій (депозитаріїв, реєстраторів, зберігачів); нормативно-правову основу функціонування фінансових та реальних ринків;

• ступінь відкритості економіки;

• рівень самостійності та впливовості центрального банку країни;

• входження країни у фінансові блоки, інтернаціоналізація її фінансових ринків;

• створення умов для введення нових фінансових інструментів;

• вид політичної системи країни.

До *прямих* інструментів монетарної політики належать: регулювання процентної ставки шляхом прямого обмеження її величини; кредитні стелі, які можуть бути встановлені для економіки в цілому і для окремої галузі; різні обмеження щодо співвідношення ліквідності в балансових статтях фінансових установ; встановлення меж та розмірів цільових кредитів; регулювання облікової ставки центрального банку (див. додаток).

Прямі інструменти монетарної політики мають певні переваги та недоліки. До їх переваг належать такі, як прозорість і зрозумілість дій щодо їх запровадження та досить швидке реагування на них з боку фінансового сектора. Вагомою перевагою на користь застосування цих інструментів є невеликі бюджетні витрати, пов'язані з їх введенням і контролем щодо застосування. Якщо уряд зацікавлений у тому, щоб посилити інвестування певного сектора економіки або створити для нього найсприятливіші умови, то саме прямі інструменти дають змогу це зробити. Прямі інструменти також стримують зростання агрегованих показників кредиту, що робить їх дуже привабливими для молодих ринкових економік.

Серед основних недоліків використання прямих інструментів можна назвати такі:

• створення неконкурентних умов у фінансовому та реальному секторах;

• неефективність розподілу кредитів, що негативно позначається на структурних перетвореннях в економіці;

• звуження, а інколи нівелювання функцій фінансового посередництва;

• втрата цінових ринкових орієнтирів для суб'єктів фінансового ринку, зумовлена асиметрією інформації, викривленням дії законів попиту та пропозиції на гроші;

• адміністративні труднощі, пов'язані з адміністративним розподілом кредитів та контролем за їх поверненням.

Результатом негативної дії прямих інструментів грошово-кредитної політики можуть бути негативні структурні зміни, зростання дефіциту бюджету, підвищення темпів інфляції, послаблення конкуренції в банківському секторі, підвищення вартості банківських послуг, проблеми морального ризику. Крім того, в результаті суворих обмежень спрацьовує одвічний закон ринку: всі заборони і перешкоди, що суперечать ринковим закономірностям, учасники економічної діяльності спроможні обійти, переміщуючи діяльність на "сірий" ринок або на ринки інших країн.

Прикладом дії інструментів прямої дії може слугувати введення у Великій Британії у 1973 р. програми додаткових спеціальних депозитів - "корсету", що призвело до високих граничних ставок обов'язкових резервів для фінансових закладів. Ця програма здійснювалася у 1976-1977 рр., 1978-1980 рр. Проте, скасовуючи обмеження на просування валюти за межі національних кордонів, депозити стали розміщувати у фінансових закладах за кордоном, тобто спостерігався відплив капіталу з країни. Згодом програма "корсет" була скасована.

В Аргентині, Угорщині і Франції використання одних обмежень породжувало інші, що спричиняло ще більші диспропорції. У США та Японії обмеження у банківській сфері було поштовхом до переходу учасників ринку до таких інструментів, як цінні папери або нерухомість. Якщо роль офіційного фінансового сектора знижувалась, зростала роль неофіційного, що спостерігається у більшості країн з перехідною економікою та в деяких країнах, що розвиваються (Гана, Таїланд).

Отже, прямі інструменти у разі невдалого застосування можуть порушувати рівновагу на фінансових ринках, а їх довготривале застосування недоцільне. Проте в більшості країн світу, навіть у країнах з розвиненою фінансовою системою, ці інструменти застосовують як допоміжні, або "аварійні", на випадок різких змін фінансової чи економічної кон'юнктури.

Непрямі інструменти опосередковано впливають на монетарні та кредитні агрегати банківської системи. До цих інструментів відносять: механізм переобліку векселів або регулювання облікової ставки центрального банку при операції рефінансування; ломбардний механізм (встановлення списку цінних паперів, під які надається кредит або які враховуються при нормуванні резервів); регулювання депозитів державного сектора; операції купівлі та продажу державних цінних паперів та цінних паперів центрального банку на первинному ринку; РЕПО-операції на вторинному ринку; валютні свопи (див. додаток).

Перевагами непрямих інструментів є:

• гнучкість застосування - в механізм їх дії можна завжди вносити корективи в оперативному порядку;

• постачання центральним банком високоліквідних грошей, завдяки чому він завжди може створювати дефіцит ліквідності в банківському секторі з тим, щоб зменшити або ліквідувати цей дефіцит на умовах, які він встановлює сам, і, таким чином, коригувати платіжний баланс;

• використання ефекту цінової сигналізації, що в умовах ринку є доступним засобом отримання інформації;

• введення конкурентного механізму в діяльність комерційних банків та їх взаємовідносини з центральним банком;

• ринкові принципи розміщення кредитів, що підвищує їх віддачу;

• можливість деполітизації грошово-кредитного регулювання.

Непрямі інструменти також дають змогу розвиватися малим та новоствореним банкам.

До недоліків інструментів непрямої дії слід віднести складний, неоднозначний характер їх впливу на вибрані макроекономічні показники; інколи тривалий лаг реагування фінансово-банківської системи на їх запровадження, незрозумілість деяких інструментів широкому загалу й відтак непопулярність певних заходів.

Теоретичною основою використання інструментів прямої та непрямої дії є теорія мультиплікативного розгортання (згортання) депозитів, в якій описується процес створення грошей у банківській системі та ланцюговий ефект, який діє в цих процесах, а також пояснюється, яким чином банківська система може сприяти багаторазовому збільшенню банківських депозитів і тим самим збільшенню грошей в економіці.

Зосередимо увагу на двох відправних моментах розгляду основних положень теорії. По-перше, банківська система збільшує позики і депозити відповідно до величини обов'язкових резервів, причому мультиплікатор обернено пропорційний до їх величини, яку встановлює центральний банк. Наявність депозитів надає можливість банкам кредитувати суб'єкти господарювання в межах надлишкових резервів, але, в свою чергу, позики генерують нові депозити. Згідно з теорією мультиплікативного зростання депозитів діяльність будь-якого банку не забезпечує інтегруючий ефект збільшення депозитів. Проте окремий банк робить свій внесок у зазначений процес через механізм клірингу, депозитування наданих їм у позику коштів на рахунках інших банків і перерахування обов'язкових резервів до центрального банку.

Згідно з теорією формула багаторазового розширення депозитів має такий вигляд:

$$\Delta D = (1/r_D)\ \Delta R,$$

де ΔD, ΔR - зміна у банківській системі відповідно суми чекових депозитів і резервів; r_D - норма обов'язкових резервів [172, с. 407].

Величина $(1/r_D)$ є мультиплікатором у моделі простого розширення депозитів.

У моделі пропозиції грошей з урахуванням агрегату М1 використовується більш складне рівняння, а саме:

$$M = [(1+ \{C/D\}) / (r_D + \{ER/D\} + \{C/D\})] MB, \qquad (*)$$

де M - грошова маса; C/D - співвідношення "готівка / чекові депозити"; ER/D - норма (розмір) надлишкових резервів до депозитів; MB - грошова база, або гроші високої ефективності.

Вираз у квадратних дужках є мультиплікатором грошей m. У сучасній літературі з банківської справи використовуються також різноманітні рівняння, в яких враховуються інші складові формули, зокрема термінові депозити (як складова грошового агрегату М2).

Наведені рівняння є результатом еволюції монетарної думки протягом багатьох десятиріч. Теорія мультиплікативного зростання депозитів не трактувалась однозначно в часи формування монетарної політики, існували протилежні погляди на ефект мультиплікації, а також на роль окремого банку в цьому процесі. Зокрема, прибічники одного напряму стверджували, що банки мають лише ті фонди, які перебувають в їх професійному керуванні, і мультиплікація не існує. Прихильники протилежного погляду стверджували, що окремий банк є маленькою моделлю всієї банківської системи, і він здатний створювати нові гроші за формулою мультиплікації так само, як уся банківська система.

Згадана теорія була започаткована у XVIII ст. такими вченими, як Джон Лоу (John Law, 1671-1729), Бішоп Беркелі (Bishop Berkeley, 1685-1753), Олександр Гамілтон (Alexander Hamilton, 1755-1804). Вони помітили, що банківські депозити в кілька разів більше, ніж готівка, що емітувалась, і дійшли висновку, що банки створюють депозити. Ці автори тоді ще не розуміли механізм зростання депозитів, того, що цей процес полягає передусім у багаторазовому позичанні коштів і редепозитуванні надлишкових резервів.

У 1826 р. британський фахівець з монетарних питань і радник уряду Джеймс Пеннігтон (James Pennington, 1777-1862) розвинув елементи цієї теорії в меморандумі до англійських державних діячів. Він показав, що:

1) існують норми банківських резервів, які визначаються і змінюються центральним банком, а також надлишкові резерви, розмір яких в окремого банку залежить від його активності

на фінансовому ринку, попиту і пропозиції на кредитні ресурси, інших чинників;

2) кошти, що являють собою надлишкові резерви, надаються у позики;

3) у свою чергу, позики розміщуються на пасивних депозитних рахунках інших банків і після виконання вимог щодо обов'язкових резервів знову надаються в позику, процес багаторазово повторюється, що приводить до зростання загального обсягу депозитів у банківській системі.

Дж.Пеннінгтону також належить твердження, що норми резервування, надлишкові резерви і, таким чином, величина мультиплікатора варіюють залежно від довіри до банківської системи з боку бізнес-структур.

Сучасники Дж.Пеннінгтона відразу ж оцінили важливість цих положень. Зокрема, Р.Торренс назвав висновки економіста "предметом найбільшої практичної важливості" [288].

Роберт Торренс (Robert Torrens, 1780-1864) у подальшому став послідовником теорії Пеннінгтона. Він відкрив явище збіжності ряду вартісних виразів розгортання депозитів і визначив межі розширення депозитів. Учений довів, що мультиплікатор, який встановлюється на рівні оберненої величини норми обов'язкового резервування, являє собою певну амплітуду, яка коливається від мінімальної до максимальної величини. Торренс розвинув елементи монетарної політики, визначаючи необхідність контролю за резервною базою, що автоматично тягне за собою нагляд за структурою депозитів. Учення Торренса значно вплинуло на розвиток сучасних монетаристських поглядів щодо управління грошовою базою.

Подальша еволюція теорії пов'язана з іменем Томаса Джопліна (Thomas Joplin, 1790-1847), британського банкіра. Він зосередив увагу на аспектах, пов'язаних з позиково-депозитним механізмом банківської системи в цілому. Видатний економіст проаналізував процес збільшення депозитів при переході грошових фондів від одного банку до іншого, який полягає: 1) в появі початкової суми збільшення депозитів, яка генерує надлишкові резерви; 2) наданні позики після виконання нормативу обов'язкового резервування і передачі надлишкових коштів іншому банку, який повторює процес; 3) зменшенні суми надлишкових резервів на кожній стадії процесу; 4) досягненні певної величини ліміту відношення резервів до депозитів.

Математичні викладки теорії зробив відомий англійський вчений Альфред Маршалл, роботи якого належали до неокла-

сичного напряму економічної теорії. Він розробив алгебраїчний апарат, який дав змогу вивести формулу мультиплікатора із суми ряду геометричної прогресії. Маршалл зазначав, що: початкова сума депозиту зменшується від банку до банку. Це справедливо як для одного банку-монополіста, так для системи багатьох конкуруючих банків. Пропорція зміни цих депозитів визначається нормою резервування. Це резервне співвідношення змінюється залежно від типу банків. Невеликі ізольовані банки повинні тримати більші обов'язкові резерви у зв'язку з проблемами, пов'язаними з отриманням готівки порівняно з великими банками, які завжди мають доступ до авуарів центрального банку. Таким чином, надлишкові резерви становлять більшу суму, а ефект мультиплікації менший у середовищі великої кількості конкурентоспроможних банків.

Подальшому розвитку теорії сприяв американський економіст Герберт Давенпорт (Herbert Davenport, 1861-1931). Він акцентував увагу на відмінності між "силою" збільшення депозитів окремого банку-монополіста і маленького банку в мультибанковій системі. Вчений довів, що банк-монополіст діє так само, як і сукупність багатьох банків, які збільшують депозити.

Теорія мультиплікативного зростання депозитів дістала подальшого розвитку після публікації книги "Банківський кредит" Честера Артура Філіпса (Chester Arthur Philips, 1882-1976). Він довів, що індивідуальний банк не може досягти ефекту мультиплікації депозитів. При його спробі кілька разів надати позики отримані нові резерви підсумовуватимуться на рахунках інших банків, крім випадків, коли частина депозитів повернеться в той самий банк. Якби процес багаторазового позичання застосовувався для одного банку, розхитувалася б його позиція щодо встановленого рівня обов'язкових резервів. Зайві кошти перепозичаються іншими банками, зменшується їх вартість. Таким чином, банківська система розширює депозитний дільник; банк скорочує резервний чисельник. Велика заслуга належить Ч.Філіпсу також у виведенні формули мультиплікаторів (*).

Пізніше рядом вчених було внесено доповнення щодо формалізації процесів збільшення депозитів при врахуванні співвідношення готівка-депозити, були уточнені деякі інші положення теорії.

Для України застосування цієї теорії є важливим з огляду на такі аспекти. В державі спостерігаються досить низький рівень

монетизації, спад виробництва, відсутність стабільного надходження інвестиційних ресурсів та інші негаразди, які пов'язані переважно з нестачею грошей в економіці. Тому перед урядом України постає завдання досягти найбільшого ефекту відтворення і збільшення грошової маси ринковими методами. Часто уряд вдається до емісійних процедур, збільшуючи грошову масу в обігу. Водночас в Україні застосовуються мало не найвищі норми обов'язкового резервування, прийняті у світовій банківській практиці. Таким чином, фактично відбуваються протилежні процеси, які можуть взаємно нівелювати вигоди, пов'язані з ними.

4.3. Механізми курсового, валютного та емісійного управління в системі регулювання фінансових ринків

Значне місце в системі грошово-кредитного регулювання належить валютній політиці держави, важливою компонентою якої є валютно-курсове регулювання. Теоретичним підгрунтям механізму такого регулювання слугує теорія валютного курсу як частина економічної теорії, в якій вивчаються проблеми вартісної основи у співвідношенні валют, їх залежність від стану платіжного балансу та особливості динаміки з метою надання інструментарію для встановлення адекватних режимів валютних курсів та засобів їх регулювання [116].

Валютний курс - ціна грошової одиниці однієї країни, виражена в грошовій одиниці іншої країни. Можна виділити три підходи щодо визначення валютного курсу [7, с. 51-53].

Товарним підходом передбачено, що попит на національну валюту виникає переважно на ринку товарів. При збільшенні обсягів експорту підвищується попит на національну валюту, імпорту - попит на іноземну валюту. Але якщо підвищується значущість валютних операцій (передусім спекуляцій), цей підхід не має експериментального підтвердження. Фактично період застосування цієї теорії закінчився в 70-ті рр. минулого століття.

Активний підхід доповнював товарний положенням, що попит на валюту формувався не тільки на ринку товарів, а й на ринку активів. Таким чином, бралася до уваги і спекулятивна компонента попиту. Проте і в цьому підході не враховуються величезні обсяги торгів валютою і, відповідно, обсяги інформації щодо руху грошей.

Мікроструктурний підхід доповнюється іншими суттєвими елементами. Він, як і "активний", визначає, що попит на валюту відображає торгівлю активами. Однак прихильники цього підходу визначають, що, по-перше, не вся інформація щодо цін активів доступна громадськості (інформація асиметрична); по-друге, професіонали ринку мають різне спрямування при роботі на ринку (наприклад, різні цілі ставлять перед собою хеджери, спекулянти); різниця між торговельними механізмами впливає на процеси ціноутворення. Отже, валютний ринок з його мікросередовищем, "начинкою" також впливає на рівень валютних курсів.

Теоретичне обгрунтування валютного курсу в умовах паперового або девізного стандарту, тобто випуску паперових грошей, не прив'язаних до металевого вмісту, пов'язане з купівельною спроможністю валют. *Купівельна спроможність* валюти - вартість певного набору товарів і послуг, яку можна придбати у країні за відповідну грошову одиницю. Купівельна спроможність дає можливість оцінити дві та більше валют і встановлювати науково обгрунтований валютний курс. В теорії валютних відносин виділився окремий напрям - теорія паритету купівельної спроможності, яка пояснює, що валютний курс однієї країни відносно іншої змінюється настільки, наскільки це потрібно для того, щоб компенсувати різницю в цінах на стандартизований набір товарів і послуг.

Теорію *паритету купівельної спроможності* (ПКС) започаткував у 1556 р. Мартін де Ацпілкує-та Наварро. Окремі її положення було розвинуто у працях Д.Рікардо, Дж.Уітлі й Г.Касселя, а остаточно ця теорія сформувалася у працях лауреата Нобелевської премії І. Фішера.

Найбільш повно теорія ПКС висвітлена у працях Г.Касселя. Він вперше ввів поняття паритету купівельної сили (спроможності). Залежно від охоплення товарної групи та послуг Г.Кассель запропонував розрізняти частковий ПКС (для розрахунку береться обмежений перелік товарів і послуг) і загальний (за валовим національним продуктом).

Для розрахунку часткового ПКС використовується найпростіша формула зіставлення вартості порівнюваного набору товарів і послуг (споживчого кошика) у двох країнах:

$$ПКС = \frac{\Sigma P_i^A C_i}{\Sigma P_i^B C_i}, \; i = 1 \ldots n,$$

де P_i^A, P_i^B - ціна одиниці товару (послуги) *i*-го виду відповідно в країні А і В; C_i - товар (послуга) *i*-го виду; *n* - кількість видів товарів (послуг), що порівнюються в обох країнах.

Загальний ПКС можна розрахувати індексним методом за формулою

$$I_p = \frac{I_f^B \bullet I_p^B}{I_f^A \bullet I_p^A},$$

де I_f^A, I_f^B - індекс фізичного обсягу валового внутрішнього продукту за певний проміжок часу (рік) відповідно у країні А і В; I_p^A, I_p^B - індекс цін валового внутрішнього продукту за певний проміжок часу (рік) відповідно у країні А і В.

З метою уникнення впливу особливостей ціноутворення та оподаткування в окремих країнах можна застосовувати метод розрахунку ПКС на підставі витрат виробництва (собівартості продукції). На особливу увагу заслуговує метод розрахунку ПКС, який грунтується на визначенні співвідношення ефективних виробничих витрат - заробітної плати та продуктивності праці.

Отже, визначення паритету купівельної спроможності дає змогу зробити висновок, що валютний курс визначається відносною вартістю грошей у двох країнах, що порівнюються, яка, у свою чергу, залежить від рівня цін, а останній - від кількості грошей в обігу.

Г.Кассель був далекий від того, щоб абсолютизувати значення ПКС, і виділив кілька факторів, які визначали можливість коливання валютного курсу вище або нижче від ПКС. Зокрема, до них були віднесені: обмеження в зовнішній торгівлі; спекулятивні валютні операції (валютні ф'ючерси та опціони); очікування майбутнього руху валютного курсу [39; 44, с. 19].

На підставі теорії валютного курсу вносяться рекомендації щодо вибору ефективного режиму курсоутворення (рис. 4.2).

Режим валютного курсу має відповідати економічному стану держави та зовнішньоекономічному середовищу, вплив якого країна відчуває. Теорія валютних відносин визначає такі функції валютного курсу:

• валютний курс виступає засобом інтернаціоналізації грошових відносин, утворення світової грошової системи;

• через валютні курси порівнюються вартісні показники окремих країн, умови виробництва та споживання, темпи економічного зростання;

• за умов використання валютних курсів можливе порівняння цін національного та іноземного виробників, національної та інтернаціональної вартості;

• через механізм валютних курсів реалізується система перерозподілу національного продукту серед країн-учасниць міжнародних економічних зв'язків.

Фіксований валютний курс передбачає наявність офіційно зареєстрованого паритету, який підтримується державними органами валютного регулювання. Плаваючий валютний курс вільно формується на валютних ринках під дією попиту та пропозиції на валюту. При змішаному валютному курсі держава вибирає валютний режим з урахуванням конкретної економічної ситуації, уникаючи жорсткого обмеження або "чистого" плавання валюти.

Рис. 4.2. ***Режими валютних курсів***

У системі державного регулювання застосовують різні заходи та механізми курсоутворення. Слід виділити заходи загальноекономічного та валютно-фінансового характеру. *Загальноекономічні заходи* спрямовані на вирішення завдань щодо макроекономічного регулювання та економічного зростання, а саме: залучення іноземних інвестицій, сприяння збільшенню обсягів експорту, покращання сальдо платіжного балансу. *Валютно-фінансові заходи* включають валютні інтервенції, валютні обмеження, регулювання кредитних відносин у системі зовнішньоекономічних операцій, дисконтну політику, залучення коштів на міжнародних (іноземних) грошових ринках. Ці заходи передусім спрямовані на стимулювання надходження капіталу в краї-

ну, встановлення паритетних валютних відносин між державою та економічними суб'єктами, підтримку валютного курсу. Розглянемо ці заходи більш докладно.

Валютні інтервенції - це купівля-продаж органами валютного регулювання (центральним банком) валюти на відкритому ринку. Для підвищення курсу національної валюти здійснюється операція продажу, а для зниження - купівля іноземної валюти. Для проведення цих операцій залучаються офіційні золотовалютні резерви або використовується міжбанківський кредит за системою валютних бартерів ("своп"-операцій).

За механізмом проведення валютних інтервенцій розрізняють приховані інтервенції, коли населення країни не інформують про їх проведення, і відкриті інтервенції, коли відбувається широкомасштабна кампанія щодо визначення мети і масштабів проведення такої політики, яка переконує учасників валютного ринку рухатися у бажаному напрямі й скорочує витрати на проведення інтервенцій. Перші характерні для країн Північної Америки, останні - для європейських країн, населення яких більш толерантно ставиться до непопулярних заходів державної політики.

Державні інтервенції на валютних ринках ставлять перед собою довго-, середно- та короткострокові цілі. Довгострокові цілі полягають у подоланні негативних явищ, що супроводжують тривалий розвиток країни. При вирішенні довгострокових завдань вживаються заходи щодо:

• протидії зниженню курсу національної валюти й одночасно підвищення конкурентоспроможності вітчизняних товарів і послуг на світогосподарських ринках;

• послаблення негативного впливу явищ глобалізації, змін у системі міжнародних валютно-кредитних відносин;

• орієнтації учасників валютних ринків на загальний вектор спрямування валютно-курсової політики;

• запобігання випадкам гіперреагування (дуже стрімкого падіння чи підвищення) валютних курсів.

У середньостроковій перспективі валютні інтервенції діють як механізми створення сприятливих умов для проведення загальноекономічної політики уряду. Зокрема, центральним банком встановлюються валютні коридори, межі коливань валютних курсів і запроваджуються заходи щодо досягнення цієї мети тощо. Короткострокові цілі полягають у протидії хаотичним коливанням валютних курсів протягом кількох днів або

тижнів, що спричинені валютними спекуляціями, надмірним надходженням або відпливом валюти та ін.

Слід розрізняти також валютні інтервенції, дія яких не призводить до зміни грошової маси в обігу, і такі, внаслідок яких грошова маса зазнає суттєвих змін. У першому випадку валютні інтервенції справляють короткостроковий вплив на валютні курси, у другому вплив заходів валютних інтервенцій є тривалим.

Важливим засобом впливу на валютний курс є *дисконтна політика*, що провадиться центральним банком, тобто політика коригування центральним банком облікових ставок, внаслідок чого відбувається бажане коливання попиту на національну валюту. Високі процентні ставки сприяють підвищенню попиту на національну валюту, можуть приваблювати іноземний капітал. Зниження процентних ставок призводить до падіння курсу національної валюти. Слід зазначити, що поряд з величиною процентних ставок діє низка інших факторів, що зумовлюють сприятливий інвестиційний клімат у країні.

Валютні обмеження - заходи державних органів щодо регулювання валютних операцій резидентів і нерезидентів. Ці заходи передбачають контроль за розрахунково-платіжними операціями, передусім в іноземній валюті, врегулювання інвестиційних відносин, здіснення переказів або вивезення валюти за кордон, встановлення порядку репатріації прибутку та ін.

Валютно-курсова політика тісно пов'язана з емісійною. Емісійна політика відіграє роль наповнення фінансового ринку повноцінними інструментами - національною валютою, тоді як валютно-курсова має забезпечувати їх цінність щодо інших валют світу або вирішувати певні макроекономічні проблеми. Отже, під *емісійною політикою* розуміється система державних заходів і механізмів, що спрямована на регулювання процесів випуску та вилучення грошей з обігу.

Емісія у вузькому розумінні означає випуск центральним банком країни грошових знаків (банкнот і розмінних монет). У широкому розумінні емісія передбачає поповнення грошового обігу усіма видами грошей, цінних паперів.

На сучасному етапі розвитку грошових відносин точніше говорити про грошово-кредитну емісію, зважаючи на форму сучасних грошей як кредитних.

Емісія грошей виконує три основні функції:

• забезпечення економіки засобами обігу, платежу та нагромадження;

• покриття дефіциту державного бюджету;

• використання грошей як засобу регулювання економічної кон'юнктури, зниження чи пожвавлення інвестиційної активності тощо [1, с. 54].

У світовій практиці діють дві основні моделі емісійної діяльності [152]. Відповідно до *континентальної* моделі рішення про грошово-кредитну емісію приймає центральний банк, який діє у межах встановленого законодавства. За *англосаксонською* моделлю (США та Велика Британія) грошова емісія здійснюється не центральним банком, а спеціальним органом, який передає випущені банківські білети банківським установам. Наприклад, у США емісію банкнот здійснює 12 емісійних банків Федеральної резервної системи.

Отже, емісійна політика потребує узгоджених дій центрального банку країни й уряду, координації монетарної і фінансової політики, забезпечення цілісності і послідовності реалізації макроекономічної політики [153, с. 37].

Основні фактори, які впливають на здійснення емісійної політики, зумовлені необхідністю підтримки рівня національного виробництва, отже, дотримання відповідного рівня монетизації економіки. Іншим вагомим фактором є структурний розподіл грошової маси з урахуванням наявних потреб в оборотному капіталі, пріоритетності галузей та сфер діяльності. Ще один фактор пов'язаний з тим, що держава має сприяти залученню інвестицій в усі сфери економіки і, передусім, у пріоритетні її галузі.

Грошово-кредитна емісія може здійснюватися у вигляді банківських білетів (банкнот); казначейських білетів, випуск яких здійснює Скарбниця (Казначейство); розмінної монети (білонни). Формами покриття емітованої грошової маси можуть виступати золото, валюта, векселі казначейства, державні цінні папери, поручительства у міжнародних фінансових організаціях тощо.

У системі золотомонетного стандарту грошовий обіг регулюється шляхом прив'язки до вартості металу, що містився в монетах чи міг бути вільно обміняний на них, механізму витіснення "поганими грішми хороших", тобто виконання золотими монетами функції нагромадження багатства і виходу їх з обігу, а також жорсткого контрою з боку емісійного банку.

У різних країнах тривалий час існували власні системи банкнотної емісії. В Англії законодавчо було встановлено максимальний контингент емісії - за актом від 1844 р. він дорівнював 14 млн. ф. ст. Для решти банкнотної емісії обов'язковим

було 100-відсоткове металеве покриття [262, с. 11]. У Франції з 1870 р. за законом встановлювався загальний максимум емісії без металевого забезпечення. Німецька система банкнотної емісії за законом 1875 р. визначала максимальний контингент не забезпеченої золотом емісії; додаткова емісія дозволялась, але обкладалась 5-відсотковим податком; не менше від третини загальної суми банкнот мала бути забезпечена золотом. У США система банкнотної емісії була введена актом 1913 р., згідно з яким контингент емісії не обмежувався, а встановлювалась мінімальна норма покриття металом усієї банкнотної емісії, що дорівнювала 40%, решта покривалась комерційними векселями. У Росії за законом 1897 р. обмеженню підлягала сума випуску (не більше від 600 млн руб), золоте забезпечення якої мало становити близько 50%; у разі перевищення цієї суми вимагалося 100-процентне золоте забезпечення.

Для сучасного етапу розвитку грошових систем є характерним [262, с. 17]:

• витіснення золота із внутрішнього та зовнішнього обороту, скасування офіційного золотого вмісту, обміну банкнот на золото;

• поширення безготівкового та зменшення готівкового обігу;

• випуск грошей в обіг без матеріального-речового покриття, що провокує інфляційні процеси;

• наддержавне регулювання маси грошей у національному обігу, що відбувається в численних валютних союзах.

Якщо інші заходи стабілізації грошового обороту не діють, застосовують радикальні заходи, якими є *грошові реформи* - зміни у сфері грошового обігу, що проводяться державою і позначаються на вигляді, обороті та порядку використання національної валюти. Мета грошової реформи - підвищення функції грошей як засобу вимірювання вартості, а також купівельної спроможності та конвертованості валюти.

Грошові реформи відрізняються за цілями та завданнями, методикою проведення, інструментарієм тощо.

За метою, що ставиться урядом при зміні грошової системи, розрізняють [63, с. 242-243]:

• перехід до нової грошової системи, тобто впровадження не лише нової грошової одиниці, а й структурну та архітектурну перебудову системи грошово-кредитних і валютних відносин. Прикладом такого переходу може бути введення частиною країн Европи зони євро, запровадження єдиної валюти і, відповідно, проведення єдиної грошово-кредитної політики. Нові,

побудовані на ринкових засадах грошові системи також вводили країни колишнього Радянського Союзу;

• часткову зміну грошової системи - виду грошових знаків, назви і величини грошової одиниці, порядку емісії та характеру забезпечення. Прикладом таких часткових реформ може бути грошова реформа в СРСР у 1922-1924 рр., коли замінили в обігу казначейські білети (радзнаки) на банкноти (червонці);

• вжиття спеціальних стабілізаційних заходів з метою гальмування інфляції чи подолання її наслідків. Ці заходи, наприклад, були здійснені в 1996 р. в Україні.

Запроваджуючи заходи стабілізації грошової одиниці, уряд країни вдається до методів дефляції, деномінації, нуліфікації, девальвації та ревальвації.

Дефляція - це процес призупинння або стримування темпів зростання грошової маси в обігу, який є складовою антиінфляційної політики. Дефляційна політика проводиться з використанням широкого спектра фіскальних і монетарних методів: збільшення податків, скорочення бюджетних витрат, обмеження виплат заробітної плати, підвищення рівня дисконтного процента і норми обов'язкових резервів та ін. Метод дефляції викорстовувався в Україні у 1994-1996 рр. для подолання галопуючої інфляції.

Деномінація - зміна, зазвичай, укрупнення номінальної вартості грошових знаків на кілька порядків (у 100 разів) з метою впорядкування грошового обігу і спрощення розрахунків. Результатом деномінації є зменшення трансакційних витрат, спрощення розрахунків, "стиснення" грошової маси в обігу. Прикладом такої деномінації є грошова реформа 1924 р. у Німеччині, коли нова рейхсмарка обмінювалась на 1 трлн старих, а також грошова реформа у Франції, що була проведена у 1960 р. У республіках СРСР деномінація відбувалась двічі: у 1922-1923 рр. і у 1961 р. Метод деномінації використовувався в Україні як допоміжний у 1996 р., коли співвідношення обміну становило 100 тис. крб за 1 грн.

Нуліфікація - оголошення державою знецінених грошових знаків недійсними. Цей процес супроводжує інші заходи грошової реформи, наприклад деномінацію. Зрідка нуліфікація означає вилучення з обігу без викупу старих купюр у разі зміни влади або в разі інших кардинальних змін в економіці чи в політиці. Причиною нуліфікації може слугувати також надзвичайне зниження купівельної спроможності грошей. Таким чином була, наприклад, запроваджена грошова реформа наприкінці ХУІІІ ст. у Франції за часів Французької революції.

Девальвація - знецінення національної грошової одиниці щодо рівня іншої іноземної валюти, яка слугує грошовим орієнтиром або міжнародною розрахунковою одиницею. У сучасних умовах девальвація проводиться як частина валютної політики з метою стимулювання експорту, врегулювання платіжного балансу. Девальвація може відбуватися і як стихійний процес, пов'язаний з інфляційними очікуваннями, банківською панікою та іншими факторами.

Ревальвація - підвищення курсової вартості національної грошової одиниці відносно іншою іноземної або світової валюти. Ревальвацію може спричинити надлишкова пропозиція іноземної валюти, наприклад у результаті надходження великої суми міжнародних кредитів або як наслідок масштабних фінансових спекуляцій. Крім того, через деякі політичні або економічні причини може знизитися попит на відповідну іноземну валюту.

Ревальвація призводить до подорожчання імпорту, однак це несприятливо позначається на експортерах. Ревальваційну політику уряди здійснюють з метою підвищення довіри до національної валюти.

Проводячи грошові реформи, уряди країни вибирають різні їх моделі.

Грошові реформи *формального типу* суттєво не позначаються на грошовому обігу країни. Обмін старих купюр на нові здійснюється в пропорції 1:1. Приводом для проведення таких реформ може бути:

• потреба в поліпшення фізичних властивостей та зовнішнього вигляду банкнот, зміні їх розміру, ступеней захисту тощо. Сучасного вигляду долар США набув наприкінці 20-х рр. минулого століття, а до того часу розмір старої банкноти був майже в півтора раза більше;

• посилення захисту банкнот від підробок. Прикладом може слугувати ситуація з доларами США, які наводнили всі країни світу і почали активно підроблятися фальшивомонетниками. З 1994 р. почалася реформа з оновлення банкнот, яка має тривати кілька десятиліть з поступовим вилученням купюр старого зразка.

• необхідність зміни банкнот, їх змісту та графічних зображень у зв'язку із зміною державної символіки, влади тощо.

Грошові реформи *конфіскаційного типу* передбачають різку зміну в грошовому обігу національних грошових одиниць з метою отримання державою додаткового доходу, вилучення надмірних доходів тощо.

Уряди країн, вживаючи таких заходів, вдаються до застосування певного інструментарію, зокрема:

• встановлюється ліміт обміну банкнот, а також заощаджень на депозитах банку;

• частина депозитів заморожується на певний період;

• валютно-обмінні операції тимчасово припиняються;

• вибирається регресивна шкала обміну понад встановлений ліміт.

У 1948 р. за ініціативи та під керівництвом Людвіга Ерхарда, якого пізніше назвуть "батьком економічного дива Німеччини", було здійснено грошову реформу і введено в обіг нову грошову одиницю - німецьку марку. Всі громадяни країни могли обміняти стару валюту - рейхсмарки у кількості 40 одиниць на нові гроші за курсом 1:1. Згодом було обмінено ще 20. Решту готівки та половину приватних заощаджень обмінювали за курсом 1:10, друга була "заморожена" і пізніше обмінювалась за курсом 1:20. Безготівкові кошти перераховувалися за курсом 1:10. Наслідком цієї грошової реформи було підвищення зацікавленості у праці через оплату її грішми, довіри до нової валюти, припинення бартерних угод, розвиток товарообороту, значне скорочення внутрішнього боргу [262, с. 40].

Прикладом застосування методу конфіскації є також французька грошова реформа 1928 р. Країна повернулась до золотого стандарту шляхом прихованої девальвації. Золотий вміст франка було знижено у 5 разів, що означало конфіскацію 4/5 усіх грошових збережень [262, с. 43].

Зазначимо, що метод конфіскації населенням сприймається досить болісно і призводить до таких соціально-політичних наслідків, як підрив довіри до уряду, можливі махінації з обміном, зниження купівельної спроможності наявної грошової маси тощо. Але ефект реформи, зокрема стабілізаційний, може бути досить високим, як це спостерігалось у Німеччині.

Реформи *паралельного (консервативного) типу* передбачають тривале існування нової й старої валют, які займають власні ніші. Нова валюта витісняє стару поступово, тривалий час, що спонукає населення спокійно позбутися старих купюр і звикнути до нових. При випуску нової й старої валют принципи та механізми емісії застосовуються однакові. Так було, наприклад, при грошовій реформі 1994 р. у Польщі.

Інколи застосовують механізм *реставрації* - повернення до старої грошової системи з метою підвищення стабільності грошового обігу, купівельної спроможності грошової національної одиниці, вирішення макроекономічних проблем. У 1925 р. за таким методом проводилася грошова реформа у Великій Бри-

танії, коли відбувався розмін банкнот на золото за довоєнним паритетом. Уряд ставив перед собою дві основні цілі: поновити довіру до фунта стерлінгу, яка була підірвана інфляцією, та збільшити реальну вартість надходжень від іноземних інвестицій та внутрішнього інвестування [262, с. 26].

Грошові реформи формального та паралельного типу належить до так званих реформ *"м'якого типу"*, тобто вони не передбачають якісної перебудови системи грошового обігу. Реформи конфіскаційного типу часто називають "*радикальними*", що означає запровадження принципово нової за змістом і структурою грошової системи.

В Україні 2-16 вересня 1996 р. була проведена грошова реформа "м"якого" типу неконфіскаційного характеру на принципах повної прозорості, головними завданнями якої було:

• зміна тимчасової грошової одиниці - купоно-карбованця - на повноцінну конституційну національну валюту - гривню (назва якої походить з часів Київською Русі);

• деномінація грошових знаків у пропорції 1:10000, заміна діючого масштабу цін;

• створення стабільної грошової системи, підтримка купівельної спроможності валюти, збалансування державного бюджету, проведення реформи банківсько-кредитної системи.

Законодавчою основою грошової реформи в Україні був Указ Президента України № 762/96 від 25 серпня 1996 р. "Про грошову реформу в Україні"; численні нормативні акти Кабінету Міністрів в Україні, Державної Комісії з проведення в Україні грошової реформи. Початком реформи стало введення в обіг гривні, яка обмінювалась на купони у зазначених пропорціях. Одночасно у безготівковому обігу всі операції здійснювались у новій грошовій одиниці. Було змінено усі ціни та тарифи, розміри заробітної плати, стипендій, платіжних зобов'язань тощо. Співвідношення між товарною та грошовими масами не змінилося. З 2 по 16 вересня 1996 р. та протягом двох наступних днів банківською системою було вилучено карбованців у резервні фонди НБУ на погашення емісії на загальну суму 327,9 трлн крб (97% емітованої до реформи готівки), у тому числі з обігу - 309,5 трлн крб (97%) та з кас банків 18,4 трлн крб (96,3%). Починаючи з 17 вересня 1996 р. єдиним засобом платежу на території України стала гривня [63, с. 255-256]. НБУ за час проведення реформи випустив у готівковий обіг 3,1 млрд грн, вилучив фальшивих грошей на суму 6,5 млрд крб.

Результатами грошової реформи були:

• зниження темпів інфляції;

• стабілізація курсу валюти щодо іноземних валют (долара США);

• поліпшення роботи банківської системи, підвищення рівня ліквідності;

• удосконалення структури грошової маси, підвищення довіри населення до банків; створення умов для позитивних соціально-економічних перетворень, економічного зростання.

4.4. Шляхи вдосконалення механізму грошово-кредитного, валютного та емісійного регулювання в Україні

Центральний банк країни з економікою, яка розвивається, не може виконувати ті самі завдання, що й центральний банк країни з розвинутою економікою. Мета і завдання НБУ як органу монетарної влади в Україні закономірно змінюється залежно від специфіки стану соціально-економічного розвитку країни. Але при цьому варто зазначити, що жоден механізм державного впливу на фінансові ринки й елементи та складові інфраструктури не можна розглядати окремо від інших механізмів та інструментів. Отже, йдеться про системний вплив заходів фінансової політики, що має інтегровану сутність та прояви. Інтеграція системи заходів виражається у взаємозумовленості монетарної, валютної та емісійної політики. У процесі проведення цих політик в Україні можна виділити кілька етапів [152].

На *першому етапі* (1991-1994 рр.) розпочалося становлення фінансово-банківської системи в державі й було запроваджено грошово-кредитну політику. В 1993 р. Україна вийшла з рублевої зони і ввела власну валюту - карбонець. Основними інструментами ГКП були прямі, адміністративні. У сфері кредитування діяв механізм пільгового кредитування та централізованого розподілу фінансових коштів. За характером грошово-кредитна політика мала ознаки експансійної й була спрямована на збільшення грошової маси в обігу (грошовий агрегат М3 наприкінці 1994 р. порівняно з 1991 р. зріс у 1351 раз); підвищення облікової ставки НБУ (з 80 у 1992 р. до 228% у 1994 р., або у 2,85 раза); збільшення обсягів грошової емісії,

про що свідчать дані щодо кредитів НБУ та комерційних банків на покриття дефіциту Зведеного бюджету (табл. 4.2).

Як результат нечуваними темпами (майже в 10 тис. разів) зріс рівень інфляції, реальна облікова ставка за 1992-1994 рр. знизилася з 26 до 14%, фактична норма резервування - з 56 у 1992 р. до 49% у 1994 р.

Таблиця 4.2

Інструменти монетарної політики України в 1992-1999 рр.*

Показник	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Облікова ставка НБУ, %	80,0	186,7	228,0	120,0	60,0	24,4	60,0	53,4
Реальна облікова ставка НБУ, %	-26,0	-78,0	-14,0	2,0	2,0			
Норма обов'язкового резервування, %	13	25	15	15	15	13	15	16,5
Кошти, залучені на аукціонах з продажу ОВДП, млн грн	56	52	49	17	13	15	18	17
Кредити НБУ та комерційних банків на покриття дефіциту Зведеного бюджету:								
млн грн	3,3	17,5	1321,1	2942,8	1345,6	—	—	—
відсоток до ВВП	6,6	8,0	11,0	5,4	1,7	—	—	—
відсоток до М3	29,9	66,8	98,3	57,8	17,9	—	—	—

* Складено за даними Вісника НБУ.

Другим етапом слід вважати період з 1995 по 1996 р. Зважаючи на гіперінфляцію, що передувала йому, були взяті на озброєння механізми рестрикційної антиінфляційної грошово-кредитної політики, спрямованої на скорочення темпів приросту грошової маси в обігу. Ще наприкінці 1994 р. почали застосовуватися ринкові інструменти регулювання грошової маси, зокрема механізм кредитних аукціонів. Другий етап ГКП характеризується переважно застосуванням ринкових інструментів, таких як: регулювання норми обов'язкових резервів, операцій з облігаціями внутрішньої державної позики (ОВДП). Уряд за допомогою останнього інструменту за посередництвом НБУ залучив у 1995 р. понад 30 млн грн, а у 1996 р. - 2,6 млрд грн. Поступово зменшувалося відношення кредитів НБУ та комерційних банків на покриття дефіциту Зведеного бюджету до середньомісячного М3, що свідчило про зменшення грошових емісій та більш обгрунтоване їх планування. У цей період розпочалося ломбардне кредитування.

Завдяки застосованим механізмам було успішно проведено грошову реформу та введено національну грошову одиницю - гривню. Непрямі методи ГКП довели свою ефективність, була подолана галопуюча інфляція.

Третій етап пов'язаний з усуненням негативних наслідків, пов'язаних зі світовою азіатською кризою (1997-1998 рр.). Фактично здійснювалась рестрикційна грошово-кредитна політика. НБУ поєднував прямі та непрямі інструменти ГКП. Тривало залучення грошових коштів на ринок ОВДП, проте допуск нерезидентів на цей ринок і скидання ними паперів у кризовий 1998 р. призвели до катастрофічного зменшення обсягів торгів і надмірних витрат валютних резервів країни. Фактично НБУ викупив ОВДП в уряду і, таким чином, прокредитував дефіцит державного бюджету. НБУ вдався до широкого застосування механізмів прямого регулювання грошової маси в обігу.

На *четвертому етапі* (1999 р. - по цей час) НБУ почав поступовий перехід до експансійної грошово-кредитної політики. Для цього етапу також є характерним широке використання непрямих інструментів ГКП, розширення їх переліку, ускладнення процедур їх застосування з метою досягнення якомога більшого впливу на достатність грошової маси в обігу та запобігання інфляції. Зокрема, норми обов'язкового резервування стали встановлюватись залежно від видів депозитів, суб'єктів і строковості депозитування (табл.4.3).

Таблиця 4.3

Зміна норми формування банками України обов'язкових резервів у 2000 - перше півріччя 2003 рр.*

Норматив формування банками обов'язкових резервів для залучених коштів	2000		2001			2002		
	з 01.02	з 11.04	з 16.01	з 15.04	з 10.12.	з 01.03	з 10.04	з 08.07
Усіх залучених коштів	16	15	—	—	—	—	—	—
Короткострокових коштів і депозитів								
Юридичних осіб у національній та іноземній валюті	—	—	14	14	12	12	6 12	6 10
Фізичних осіб у валюті:								
національній	—	—	12	12	10	6	2	2
іноземній	—	—	13	13	12	12	12	10
Довгострокових коштів і депозитів								
Юридичних осіб у валюті:								
національній		—	13	11	8	4	0	0
іноземній	—	—	13	13	10	10	10	8
Фізичних осіб у валюті:								
національній	—	—	11	9	6	2	0	0
іноземній	—		13	13	10	10	10	8
Інших залучених коштів у валюті:								
національній	—	—	15	15	14	14	14	10
іноземній	—	—	—	—	—	—	—	12

* Таблиця побудована за даними НБУ.

Розглянемо процеси, що визначають розвиток фінансово-інституціонального середовища запровадження грошово-кредитної політики в Україні.

Одним з факторів, які впливають на ефективність проведення монетарної політики в Україні, є *доларизація* економіки. Зважаючи на великий тіньовий сектор, який працює з використанням вільно конвертованої валюти як валюти обігу та еквівалента вартості, за оцінками, від 45 до 60% обсягу ВВП у вартісному виразі вилучено зі сфери впливу монетарних засобів. Долар, меншою мірою євро і дуже незначною - інша валюта залишаються засобами збереження багатства, відбувається елементарне витіснення "якісної" валюти гривнею з обігу. Фактично швидкість обороту гривні весь час залишається високою. Збільшення кількості грошей призводить до зниження довіри до грошової одиниці та збільшення швидкості її обертання, що стимулює інфляцію. Це, у свою чергу, зумовлює проведення більш жорсткої монетарної політики.

Іншим фактором є *бартеризація* розрахунково-платіжних відносин. Якщо в економіці широко застосовуються негрошові форми розрахунків, це не потребує додаткової кількості грошей для виконання трансакцій. Чим менш монетарними є засоби, які використовуються для фінансування операцій в економіці, тим менше грошей буде потрібно. Таким чином, у бартерних відносинах більшість грошово-кредитних інструментів "не отримує" об'єктів впливу.

Одним з аспектів виявлення специфіки запровадження монетарної політики є наявність великої заборгованості як у процесі взаєморозрахунків між суб'єктами господарювання, так за виплатою зарплат та пенсій. Як доводять багато хто з вітчизняних вчених-економістів, стримування інфляції та виплати соціальної заборгованості є несумісними. Водночас часткові виплати соціальної заборгованості, які застосовуються в Україні, зумовлюють високі інфляційні сподівання, швидке витрачання гривні і звідси - підвищення темпів інфляції. Цей процес відбувається практично незалежно від дії інструментів монетарної політики.

У країнах з перехідною економікою спостерігається явище, яке значною мірою впливає на мультиплікативне зростання депозитів - підвищення ризику контрагента, масові процеси пролонгації позик, виникнення простроченої заборгованості та неповернення позик взагалі. У разі затримки і неповернення позики увесь ланцюг операцій з мультиплікативного зростання депозитів порушується, що унеможливлює досягнення високого ефекту від початкового збільшення готівки.

Однією з умов досягнення ефекту мультиплікації є розвиток стабільного міжбанківського ринку. На міжбанківському ринку може здійснюватися увесь ланцюг депозитування / позичання, що згідно з теорією та практикою банківської справи і сприяє досягненню бажаних результатів. У разі поганого маркетингу, що здійснюється одним банком, і отже, неспроможності розмістити кошти він може передавати зайві надлишкові резерви іншому банку, який більш вдало їх розміщує. Це призводить в економіках перехідного типу до двох ефектів. З одного боку, виникає великий ринок міжбанківських позик. Зокрема, в Україні частка міжбанківських позик у загальній структурі кредитів в деякі роки досягала до 30%. З другого боку, розширення міжбанківського кредитування вилучає значну частину кредитних ресурсів із сфери дії грошово-кредитної політики держави, оскільки вони використовуються, як правило, з метою тимчасового виконання нормативів (зокрема ліквідності), що встановлює центральний банк. Отже, для досягнення макроекономічних цілей монетарної політики потрібен сильний міжбанківський ринок, діяльність якого спрямована на обслуговування реального сектора.

Таким чином, значна частина фінансового середовища України, в якому відбуваються процеси монетарного регулювання, перебуває поза межами його впливу. Це може призводити лише до того, що грошово-кредитна політика тривалий час залишається жорсткою рестриктивною монетарною політикою, спрямованою на обмеження грошової маси в обігу, що погіршує стан економіки загалом і реального сектора зокрема. Як слушно зазначають провідні вчені України, в державі на практиці жорстка монетарна політика проводилася тривалий час, чого собі не можуть дозволити офіційні монетарні органи жодної країни з конкурентно розвиненою ринковою економікою.

Відхід від проведення політики “дорогих грошей” спостерігається лише в останні роки. Збільшився обсяг грошей в економіці, що привело вперше за десятиріччя до зростання виробництва. Проте ефект мультиплікації залишається незначним. Так, у 2000 р. за показником рівня інфляції 25,8% приріст монетарної бази становив 40%, монетарної маси - 45%. Дещо поліпшилася структура грошової маси: питома вага готівки в обігу зменшилася, що можна вважати позитивним фактором. Закріплення тенденції до обслуговування суб’єктів господарювання,

проведення виваженої експансійної політики, розвиток мережі сильних конкурентоспроможних банків дасть змогу в подальшому досягти ефекту збільшення грошей в економіці ринковими методами без негативних наслідків інфляційних процесів.

Для фінансових ринків нових держав з трансформаційною або індустріальною економіками характерними є велика кількість банкрутств комерційних банків; обмеженість ресурсів центральних банків; нерозробленість чіткого механізму відшкодування коштів фізичним та юридичним особам внаслідок банкрутств фінансово-банківських інститутів; затягування процедур ліквідації установ і організації з боку ліквідаційних комісій, керуючих банками та ін. Одним з важливих моментів, який виникає в молодих економіках з нерозвиненими фінансовими ринками, є протиріччя між необхідністю дотримання банківської таємниці, в тому числі й центральним банком країни, та інформацією щодо складностей, які має певний комерційний банк стосовно можливості належного виконання своїх обов'язків. Зазначається, що може бути багато бажаючих покласти в банк гроші, коли його стан є дуже ненадійним. У цих умовах належно виконувати функцію кредитора останньої інстанції для центрального банку складно. Крім того, питання надання кредиту, особливо щодо відкритості інформації стосовно планів допомоги з боку центрального банку, законодавчо або не врегульовуються, або врегульовується недостатньо.

В Україні з 1991 по 2001 рр. збанкрутувало або втратило юридичну самостійність 84 комерційні банки. Щодо частини з них була порушена справа про банкрутство і анульовано запис в Реєстрі банків, їх філій та представництв, валютних бірж, частина їх була перетворена на філії інших банків. Наприклад, лише за перше півріччя 2001 р. АКБ "Києво-Печерький" і КБ "Слобожанщина" приєднано до АКБ "Надра", АКБ "Таврія" - до ВАТ "Міжнародний комерційний банк", КБ "Ліга" ліквідовано. Отже, зважаючи на масштаби банкрутств, НБУ навряд чи спромігся б надавати дієву допомогу у вигляді ліквідних коштів усім фінансовим інститутам або значній їх частині [102].

У такому разі постає питання щодо цільової вибіркової допомоги окремим, на певних етапах ще платоспроможним інститутам. Найбільш важливим за останні 5 років є прийняття рішення Правління НБУ щодо відкликання з 16 липня 2001 р. ліцензії на здійснення всіх банківських операцій та запровад-

ження процедури ліквідації АК АПБ "Україна", який належав до групи восьми найбільших банків України. Фактично до останніх місяців, коли банк "Україна" було оголошено банкрутом, не припинялася його робота із коштами фізичних та юридичних осіб. Отже, НБУ "закрив" інформацію про справжній стан роботи банку, так само як щодо своєї політики стосовно нього. Постає запитання, чи виконує належним чином НБУ функцію кредитора останньої інстанції? Відповідь може бути лише негативна, оскільки передусім відсутня прозорість у поданні інформації про напрями роботи з проблемними банками ще на стадії їх платоспроможного стану.

Таким чином, важливо збагатити концепцію розвитку банківської системи України, запровадження системи банківського пруденціального нагляду з боку центрального банку положеннями щодо принципів, методів і форм надання кредиторської допомоги "останньої інстанції".

4.5. Державний вплив на формування адекватного корпоративного управління

В умовах повноцінного ринкового середовища державне регулювання в системі корпоративного управління виступає одним з найважливіших елементів системи забезпечення ефективної діяльності корпорацій, достовірної оцінки їх активів, реалізації прав акціонерів на отримання доходів і вдосконалення менеджменту [98].

Слід розрізняти поняття корпоративного управління, пов'язане з внутрішньою діяльністю акціонерного товариства та мікросередовищем його функціонування, і більш широке, узагальнююче поняття, яке відображає систему відносин власності, розподілу та менеджменту в суспільстві й виступає однією з детермінант урядової політики.

У вузькому розумінні корпоративне управління включає комплекс взаємовідносин між менеджерським складом, адміністрацією, інсайдерами та аутсайдерами. У сучасній економічній літературі корпоративне управління визначається як "система виборних та призначених органів, які здійснюють управління діяльністю відкритих акіонерних товариств, що відображає баланс інтересів власників і спрямована на забезпечення максимально можливого прибутку від усіх видів діяльності відкрито-

го акціонерного товариства у рамках норм чинного законодавства" [244, с. 11].

За визначенням Світового банку, корпоративне управління об'єднує в собі норми законодавства, нормативних положень і практику господарювання в приватному секторі, що дає змогу акціонерному товариству залучати фінансові та кадрові ресурси, ефективно здійснювати господарську діяльність і, таким чином, надалі функціонувати, накопичуючи довгострокову економічну вартість шляхом підвищення вартості акцій і дотримуючись інтересів акціонерів та суспільства загалом [244, с. 11].

Отже, корпоративне управління передбачає більш складні процедури менеджменту, ніж звичайне управління новоствореним об'єктом після певного приватизаційного процесу. Інсайдери мають можливість реалізувати право отримати дивіденди, оцінити ступінь впливовості своїх рішень на загальну стратегію корпорації, а також отримати доходи, якщо вони бажатимуть продати свої акції (облігації) на вторинному ринку цінних паперів. До відомих управлінських процесів і процедур додається важлива складова, що зумовлена знанням і активізацією навичок роботи на фінансових ринках управлінського складу акціонерного товариства, а також інсайдерів та аутсайдерів, практикою дотримання законодавчих норм і правил реалізації прав власності й менеджменту.

У широкому розумінні копоративне управління передбачає розробку розгорнутої програми заходів щодо непорушення прав власності акціонерів, стимулювання їх інвестиційної активності, підвищення загального рівня управління акціонерними товариствами, недопущення монополізації ринкових секторів, збільшення капіталів і підвищення загального добробуту членів суспільства. Реалізація усіх цих функцій і є прерогативою держави. Уряд країни має їх запроваджувати через створення фінансової інфраструктури і сприяння подальшому розвитку ринку капіталів.

Взаємозв'язок корпоративного управління і фінансових ринків має здійснюватися на багатосторонній основі. З одного боку, належне корпоративне управління стає одним з найважливіших факторів ефективного функціонування фінансового ринку за рахунок формування джерельної бази інструментів фондового ринку (постачання акцій і облігацій), цільових процесів купівлі-продажу цінних паперів, регламентації надання

інформації щодо діяльності емітентів й обігу цінних паперів. З другого боку, високий рівень корпоративного управління підвищує ціну акції, а отже, сприяє більш ефективному функціонуванню фінансових ринків, збільшує доходи інституціональних гравців на фінансовому ринку.

Важливою складовою цієї взаємодії є поступове підвищення рейтингу підприємств-емітентів, що зумовлено передусім добросовісною роботою менеджерів корпорацій. Високі рейтинги відкривають шлях акціонерним товариствам до міжнародних ринків капіталу і слугують основою для підвищення оцінки фондового ринку країни загалом.

Зважаючи на надзвичайно важливу роль менеджерів акціонерних товариств, взаємодія фінансового та корпоративного секторів проявляється у взаємному сприянні оптимальній роботі правління корпорацій. Налагоджується співпраця представників деяких фінансових інститутів з керівним складом акціонерних товариств. Зокрема, йдеться про спільний корпоративно-банківський менеджмент, тобто взаємозв'язок банків із корпоративними структурами через систему регламентованої участі представників банківських установ у прийнятті управлінських рішень. У країнах переважно з моделлю універсальних банків (Японія, Німеччина, деякі інші європейські країни) комерційні банки контролюють діяльність великих корпорацій, володіють пакетом їх акцій і часто правом "золотої акції". Це дає можливість розвиватися товариству за деяким "оптимальним" сценарієм, залучаючи фінансові ресурси і спрямовуючи їх з високим рівнем віддачі на реальні та фінансові ринки.

Фінансовий ринок створює спеціальні продукти для поліпшення роботи менеджерів корпорацій. У деяких країнах практикується поєднання корпоративного управління з таким продуктом фінансового ринку, як процедури страхування від відповідальності за завдання шкоди третім особам. Створено спеціальний ринок, який дістав назву D&O страхування (страхування від відповідальності за шкоду третім особам, завдану директорами та вищим менеджерським складом акціонерних товариств - Directors' and Officers' Liability Insurance). Він спрямований на запобігання моральному ризику і є формою страхування від професійних помилок у роботі корпоративного правління директорів, яке може призвести до покарання особи аж до ув'язнення. Страхування забезпечує матеріальне покриття суми шкоди від певних актів,

помилок, невиконання деяких умов менеджерським персоналом певної компанії, якщо ці дії здійснено протягом надання їм повноважень під час їх роботи на компанію. Подібне страхування не забезпечує покриття збитків для компанії, воно виступає формою захисту працівника вищої ланки управління. На деяких ринках розвинутих країн існують схеми компенсації шкоди, що заподіяна такими менеджерами, які занесені у статутні документи. Метою цих положень статутних документів є залучення кваліфікованих працівників для управління корпорацією без побоювання, що дії, які вони здійснили у сподіванні на кращі результати, можуть спричинити порушення проти них судової справи з наступним відшкодуванням збитків компанії або настанням випадку кримінальної відповідальності.

Найбільшим ринком для D&O страхування залишається Північна Америка, в якій в середньому за рік нараховується близько 83% доходу за страховою премією від загальної премії страхового ринку, що набагато більше, ніж у Європі (13%). Дослідження показують, що тенденція до купівлі D&O страховки посилюється зі збільшенням розмірів фірми, в такій самій пропорції зростають й кількість та розмір рекламацій за страховками. У США 90% головних промислових корпорацій здійснюють цю форму страхування. Аналогічною є поведінка великих фірм розвинутих європейських країн. Зокрема, у Великій Британії 55% корпорацій із річним оборотом понад 100 млн фунтів стерлінгів купують D&O страховки, і тільки 1 з 10 компаній з річним оборотом менше від 5 млн ф.ст. користується послугами цього ринку. Активно освоюють ринок D&O страхування країни "виникаючих ринків" [283, с. 138-139].

Іншим аспектом взаємного розвитку корпорацій та фінансової системи є те, що саме на фінансовому ринку досягається ефект "збільшення" компанії, тобто вона може залучити більші інвестиційні (або обігові) кошти для свого розвитку. З цією метою фінансовим ринком пропонуються послуги професіоналів, інституцій, створюється широкий арсенал засобів примноження капіталу, в тому числі спекулятивного. Існують і такі поширені способи збільшення компаній, як їх злиття та поглинання. На наданні спеціалізованих послуг злиття і поглинання, зокрема розрахунку оптимальної пропорції обміну акцій поглинаючої та цільової компанії (компанії, яку хочуть поглинути шляхом купівлі контрольного пакету акцій), плануванні поглинання, а

також на консультуванні менеджерів цільової компанії в напрямі реалізації заходів щодо протидії цим процесам, спеціалізуються інвестиційні банки та інші посередники.

Зворотним боком процесів викупу пакетів акцій виступає надмірна концентрація корпоративного капіталу, неконтрольоване створення холдингів, і отже, поділ ринків. Перед кожною з розвинутих країн виникала проблема монополій, що формувались саме на ринках капіталів. Зокрема, в Америці фінансові маніпуляції і спекуляції на ринку акцій привели до концентрації національної системи розподілу електроенергії у кількох холдингових компаній*. Як правило, уряди країн вводять у дію спеціальні акти про холдинги або антимонопольне законодавство, які обмежують ініціативи надмірно активних корпорацій з діяльності щодо поглинання. Запроваджується і спеціальна звітність щодо придбання 10% і більше акцій однією компанією іншої.

Фінансовий ринок виступає одночасно фактором і рушійною силою, що створює оптимальне середовище для роботи корпорацій, підтримує ліквідність акцій та інших цінних паперів, що емітують корпорації, оптимізує оцінку їх вартості. З огляду на це підвищується доходність фінансових ринків, що сприяє залученню все більшого обсягу ресурсів та більшої кількості учасників ринку. В свою чергу, корпорації диктують свої умови, правила та норми функціонування фінансових ринків. Зокрема, інститути й професіонали фінансового ринку активно засвоюють і користуються в практичній діяльності принципами корпоративного управління, що були розроблені у 1999 р. 29 країнами-членами Організації економічного співробітництва і розвитку (ОЕСР). Ці принципи включені у Зведення 12 всесвітніх стандартів фінансової стабільності.

Фінансовий ринок стикається з інструментами, які, передусім, відповідають вимогам акціонерних товариств. Світовою практикою, особливо в розвинутих країнах, передбачено випуск корпораціями різних видів акцій і форм виплат дивідендів за ними.

У США, крім простих, випускають привілейовані акції різних видів (кумулятивні конвертовані, з коригованою ставкою (adjustible-rate), обмінні (exchangeable), з плаваючою ставкою (floating-rate). Крім того, великої популярності набули такі інструменти, як американські депозитарні розписки, варранти,

---

* Матеріали відеоконференції "Корпоративне управління та стратегія в країнах Європи та Центральної Азії". Центр дистанційного навчання, УАДУ, Київ, квітень 2002 р.

трастові сертифікати взаємних інтересів (trust certificates of beneficial interest). Останні - це цінні папери, які представляють інтерес власності їх тримачів в активах трасту, що випускає та утримує боргові цінні папери, або інші інтереси. Сертифікати свідчать про можливість отримання дивідендів, що відповідають розміру власності, частка якої підтримується. Проте право голосу, яке надається власникові сертифікату, може бути обмеженим, залежно від вибору членів трасту [302, с. 60].

В Японії випускають прості привілейовані акції, а також акції, що мають обмежений термін обігу (shares to be retired with profits), який зазначається в умовах випуску і обумовлюється терміном закриттям компанії, що виконала свою місію, або проекту, для якого ця компанія створювалась.

У Великій Британії існують свої особливості випуску та обігу акцій. Зокрема, емітуються прості акції, які забезпечують право голосу (фактично єдиний вид акцій серед усіх різновидів, який це гарантує), згідно із законодавством здійснюється підтримка частки власності, що зосереджена в руках акціонера. Ці акції випускаються із зазначенням мінімальної суми, що має бути виплачена емітентом тримачам акцій. Привілейовані акції, які в сумарному вигляді становлять близько 1% від вартості звичайних акцій, зазвичай акумулюються інституціями.

Крім того, в обігу перебувають позикові акції (loan stock) - боргові цінні папери з фіксованою або плаваючою ставкою, що випускаються компанією і трактуються як облігації, але насправді не є такими. На фінансових ринках поширені забезпечені позикові акції (debentures) та незабезпечені. Зазначені інструменти можуть бути конвертовані в прості акції за спеціальними цінами конверсій та датами [302, с.61].

У Німеччині здійснюється випуск простих (stamm) і привілейованих (Vorzug) акцій. Привілейовані можуть випускатися як з правом, так і без права голосу, причому на відкритому ринку Німеччини циркулює 10-20% привілейованих акцій. Згідно із законодавством країни не існує суттєвих обмежень щодо кількості привілейованих акцій та їх пропорцій стосовно простих. Усі акції мають номінальну вартість [302, с. 62].

На відміну від розвинутих країн, у країнах, що розвиваються, а також у країнах “виникаючих ринків” відчувається слабкий взаємовплив корпоративного і фінансового ринків, а в деяких випадках спостерігаються саме негативні явища, пов’язані з недосконалістю фінансових ринків.

Загальними проблемами нових країн Євразії є розпорошення корпоративної власності між багатьма дрібними акціонерами. Це явище, передусім, пов'язане із законодавством згаданих країн, яке дає можливість купувати пакети акцій найсамперед членам колективу об'єкта, що приватизується. Зважаючи на невеликі доходи більшості працівників, за винятком керівників менеджерського складу, в руках дрібних акціонерів зосереджується багато пакетів акцій, що містить дуже незначну їх кількість, і отже, частку власності.

Разом з тим формуються численні товариства, корпорації, в яких домінуючу частину акцій тримають кілька осіб, що пов'язані між собою родинними зв'язками або інтересами. Ці структури створюються переважно в галузях, які досить привабливі з погляду генерування капіталів. Як правило, результатом такої практики є поява численних фінансових утворень, що фактично контролює фінансовий ринок. Збільшення концентрації власності негативно впливає на функціонування ринку цінних паперів, особливо тих, якими торгують з дисконтом. Інтереси аутсайдерів повністю або частково не враховуються. Така "неоптимальність" фінансових ринків насамперед негативно позначається на управлінні корпорацією та розподілі ресурсів між її членами. Деякою мірою ці обмеження можна усунути з допомогою чіткої та зрозумілої фінансової звітності, законодавства, яке змушує верхівку менеджерського складу працювати для кращого задоволення потреб всіх акціонерів. Але концентрація пакетів акцій побіжно зачіпає нагальні інтереси і найбільших інсайдерів: вони ніколи не зможуть задовольнити свої апетити у прибутковості цінних паперів, якщо не залучатимуть зовнішніх акціонерів [286, с. 53].

Дослідження 3 тис. фірм Східної Азії, які мали лістинг у 9 країнах північноамериканського та азіатського регіонів, показало, що максимальна концентрація структури власності, контроль з боку родин, а також великих кланів та угруповань призводять до появи фінансових пірамід, а відтак до фінансових криз [286].

Іншим негативним явищем є поява на новостворених ринках фантомних акцій, тобто титулів власності, які зменшують (або збільшують) частку акціонера в акціонерному товаристві. Передусім це призводить до того, що випуск нових акцій "розмиває" контроль з боку існуючих акціонерів. Якщо компанія хоче зберегти діючу структуру власності, вона випускає при-

вілейовані акції, які розподіляє на фінансовому ринку так само, як прості.

Практика, поширена у країнах "виникаючих ринків", і зокрема в Україні, призводить до того, що привілейовані акції завдяки гарантуванню доходів незалежно від результатів діяльності акціонерних товариств розподіляються серед власників (великих акціонерів), тобто вони не виконують своєї функції підтримки частки власності в існуючих акціонерів. Із розвитком законодавства, що врегульовує питання циркуляції інструментів на фінансовому ринку, а також прав і обов'язків акціонерів фантомні акції законодавчо підлягають забороні.

У багатьох країнах не створена ефективна система захисту прав акціонерів, а інститути, які мають забезпечувати надійні методи реєстрації прав власності і фіксації руху відчужених акцій, а саме: депозитарії, реєстратори, зберігачі (кастодіани), працюють недосконало. Це пов'язано переважно з недостатністю або недієвістю законодавчих норм і правил, що регламентують діяльність цих закладів.

Ефективність роботи ринкових утворень неможлива без отримання всієї повноти інформації про корпорацію з боку як її акціонерів, так і потенційних інвесторів. У забезпеченні цих вимог велику роль відіграє саме фінансовий ринок, який вимагає надання прозорої інформації від учасників фінансових угод.

У країнах виникаючих ринків бракує акціонерних товариств, які знають "правила гри", бажають і вміють працювати на фінансових ринках. Особливо це стосується їх діяльності на організованих ринках, де вимагається надання повної і достовірної інформації. На сьогодні в Україні діє лише 120 емітентів, акції яких пройшли лістинг на фондовій біржі (із зареєстрованих 35 тис., з яких 12 тис. - відкриті акціонерні товариства). Порівняно з іншими країнами ця частка є незначною. Наприклад, у Росії таких емітентів 220, в Болгарії та Словаччині - понад 800 у кожній країні, на Лондонських біржах лістинг включає 2 тис., а Нью-Йоркських біржах - понад 3 тис. компаній-емітентів. Причому 5-6 із 120 підприємств, які занесені у лістинг в Україні, забезпечують 95% всього ринкового обороту, тобто характерною є дуже велика концентрація ринку [242, с. 42-43].

Вихід акціонерних товариств на національні ринки не обмежує їх діяльність. В останні роки спостерігається глобалізація процесів взаємодії фінансових ринків і корпорацій, яка має негативні і позитивні наслідки.

До негативних явищ на міжнародних ринках, пов'язаних із глобалізацією акціонерного капіталу, належить те, що акціонери та власники облігацій залишаються одними з найменш захищених на міжнародних ринках капіталів. Часто інвестори здійснюють інвестування у віртуальну економіку, особливо якщо йдеться про країни, що розвиваються, або країни з перехідною економікою, де відчувається брак своєчасної інформації і частою є зміна законодавства.

Разом з тим своєчасне надходження інформації щодо несприятливого стану економіки може спричинити масовий продаж акцій на ринках зазначених країн, що негативно позначається на стані фінансової системи, корпорацій, призводить до посилення нестабільності фінансових трансакцій і в крайніх проявах - до фінансової кризи.

Вихід емітентів на зовнішні ринки активно здійснюється через систему американських або глобальних депозитарних розписок. На кінець 2000 р., за даними Банку Нью-Йорку (Bank of New York), деякі українські "блакитні фішки" вийшли через зазначений банк на американський фондовий ринок. Зокрема, випущені американські депозитарні розписки на акції, емітентами яких були АТ "Центренерго", АТ "Металургійний комбінат ім. Ілліча", АТ "Запоріжтрансформатор", АТ "Азовсталь", АТ "Стирол", АТ "Укрнафта", АТ "Хмельницькобленерго" тощо [242, с. 370-371]. Проте ці корпорації виходять на вторинний позабіржовий ринок цінних паперів США, що означає, по суті, підвищення ліквідності українських акцій, а не залучення капіталу на американському ринку. Деякі активи українських емітентів мають надзвичайно низький номінал, що впливає на пропорції обміну. Наприклад, акції Жидачівського картонно-паперового комбінату обмінювались на американські депозитарні розписки у пропорції 1:400.

Проблеми негативного взаємовпливу обмежень, пов'язаних з розвитком корпорацій і недосконалістю роботи фінансового ринку, проілюструємо на прикладі АТ Укррічфлот.

Акціонерна судоплавна компанія Укррічфлот виникла в листопаді 1992 р. на базі об'єднання майна транзитного магістрального флоту і структурних одиниць міжгалузевого державного об'єднання річкового флоту. В активах Укррічфлоту нараховується 300 судів. За оцінками аудиторської компанії

“Moor Stephens”, загальна вартість майна становить майже 138 млн дол. США.

У 2000 р. відбулося приєднання до Укррічфлоту трьох портів - Миколаївського, Херсонського та Запорізького, що спричинило появу надлишкових акцій і, відповідно, зменшення частки первинних акціонерів. Пізніше до Укррічфлоту були приєднані Херсонський судноремонтний завод і Вілковський РЕБ флоту. У грудні 2000 р. було створено ЗАТ “Трудовий колектив АСК “Укррічфлот”. На сьогодні акції Укррічфлоту є одними з найбільш привабливих на українському фондовому ринку: ціна купівлі коливається в межах 8-10 грн, а продажу - 12-14 грн.

Керівництво Укррічфлоту для виходу на світові ринки заручилося підтримкою авторитетних маркет-мейкерів- Euro Invest Bank AG (Vienna) Baader Wertpapierhandelsbank AG (Berlin and Munich). Акції котирувались на фондових біржах Відня, Мюнхена, Берліна, Франкфурта-на-Майні, Лондона, але лише на рівні ганчір’яних*.

Отже, розвиток фінансового ринку і корпоративного управління відбувається паралельно з розробкою законодавчих норм і правил, формуванням інструментів, інституцій та інфраструктурного середовища, що акумулює синергетичний ефект їх взаємодії. Усі обмеження та недоліки як при функціонуванні корпорацій, так і при зниженні ефективності фінансових ринків позначаються на кожному з членів цього “симбіозу”.

* За матеріалами преси.

Розділ 5
Вплив глобалізованого середовища на розвиток інфраструктури фінансових ринків України

5.1. Аспекти розвитку глобалізованого фінансового середовища та складових його інфраструктури

Об'єднання та глобалізація ринків має кілька аспектів, що безпосередньо впливають на розвиток інфраструктури фінансового ринку.

По-перше, процеси глобалізації та інтернаціоналізації, одним з факторів яких є робота економічних агентів із різними валютами, призводять до виникнення та збільшення валютного ризику. Також значно посилюються інші види ризиків - політичні, юридичні, цінові, технологічні тощо. У міжнародній практиці вироблено один із способів зменшення цих видів ризиків шляхом запровадження єдиної валюти розрахунків, ціни, клірингу (СДР, андський песо, африканський динар) або єдиної валюти об'єднання країн (євро). Однак це не обмежує намагання держави враховувати весь спектр фінансових ризиків. Зокрема, до завдань державного регулювання розвитку фінансової інфраструктури додається визначення специфічних ризиків, пов'язаних з роботою мікро- та макроекономічних агентів на міжнародній арені.

По-друге, необхідність здійснення трансакцій у масштабах усієї планети зумовлює необхідність уніфікації законодавства різних країн і врахування цих вимог при створенні або зміні національної законодавчої інфраструктури. Зміни в міжнародних законодавчих нормах потребують внесення відповідних коректив й у вітчизняну законодавчу базу, що ускладнює розвиток національного законодавства, особливо на етапі його формування.

По-третє, в міжнародному середовищі помітна тенденція до всілякого зменшення операційних витрат, пов'язаних з операціями на фінансовому ринку. Ця загальна тенденція міжнародних фінансових трансакцій означає передусім високий технологічний рівень їх здійснення, причому як на рівні "hardware"

(технічного обладнання), тобто впровадження високотехнологічних комп'ютерних мереж, так і на рівні"software" (програмного забезпечення) і менеджментських практик. Відсталість фінансових ринків нових держав проявляється у зазначеному ракурсі особливо контрастно на фоні потужної комунікативної інфраструктури розвинутих країн. Отже, входження на світогосподарські ринки вимагає вирішення низки проблем, пов'язаних з відставанням національної інфраструктури від вимог розвинутих економік.

Дуже важливим є вибір моделі інфраструктури, на яку слід орієнтуватися державам з транзитивною економікою. Вибрана модель інфраструктури "визначає якість управління економікою загалом" [60, с. 649].

У процесі розвитку кожна країна, як правило, орієнтується на певну, вже існуючу модель фінансової системи, а потім здійснює її узгодження з внутрішнім середовищем. Наприклад, Японія після Другої світової війни структурувала свою фінансову систему на зразок американської моделі. У країні було створено кілька банків різних типів (комерційних, трастових тощо), але вони були відсторонені від виконання інвестиційної функції та роботи з цінними паперами так само, як і в США. Однак банкам було дозволено мати капітал в інших корпораціях. Тому дістали поширення холдинги, що об'єднують банки, страхові компанії, фонди, які працюють з цінними паперами, і нефінансові корпорації (кайрацу). Ці холдингові компанії обходять заборони, що існують в законодавстві Японії, і розширюють межі процесів інтеграції фінансових ринків так, як це робиться в США.

Вибрана модель не повинна бути еклектичною відносно національної фінансової інфраструктури. Ця вимога дуже важлива з огляду на необхідність вжиття низки заходів, спрямованих на вирішення широкого спектра проблем, пов'язаних з лібералізацією фінансових ринків.

У теорії й практиці фінансових ринків широко обговорюється питання про доцільність відкриття ринків. Сьогодні на фінансових ринках спостерігаються тенденції до відкриття та лібералізації ринків. Давня традиція відкритості фондових ринків підтримується в США. Іноземцям належить 45% від всіх державних облігацій, 35% корпоративних облігацій і 12% акцій компаній США*. Однак така відкритість в певні моменти часу може привести до колапсу економіки, що пов'язана з масовим

* Венчурн. мир. - 2003. - 16-22 июня. - С. 6.

відпливом капіталів інвесторів-нерезидентів. Це спостерігалось, зокрема, весною 2003 р., коли зарубіжні інвестори почали покидати фондовий ринок США у зв'язку зі зменшенням його привабливості.

У 1986 р. Велика Британія розпочала програму відкриття вітчизняних фондових ринків для іноземних компаній та банків, яка отримала назву "Біг Бенг"(Big Beng) [111]. Була введена комп'ютерна торговельна система, скасовані фіксовані брокерські комісійні та інші обмеження на торгівлю цінними паперами, ліквідовано жорсткі розмежування між посередниками на фінансових ринках - джобберами, брокерами, маркетмейкерами. Було дозволено також відкривати брокерські фірми для небіржових капіталів, у тому числі й іноземних, створені системи сучасних комунікацій, які увійшли в міжнародну інфраструктуру. Після цього Паризький Bourse був вимушений відкрити біржу для іноземних компаній та запровадити більш досконалу систему торгів.

Протилежним прикладом (прикладом традиційної закритості ринку) була Японія. Токійська фондова біржа й досі залишається закритою і доволі монополізованою. Для неї характерні високі рівні фіксованих комісійних і те, що з цінними паперами працюють переважно чотири гігантські фінансові компанії. Проте з 1984 р. ведуться так звані "Єна-Долар переговори" про відкриття японської фінансової системи для іноземців. Японія за домовленістю з США всередині 80-х рр. поступово почала відкривати ринки: спочатку оффшорні, а потім ринки фінансових ф'ючерсів та опціонів. Отже, як видно з прикладу Японії, орієнтація на американські ринки зовсім не означала сліпе копіювання досвіду США та повномасштабну акцію відкриття ринків.

Питання збільшення ризику виконання фінансових операцій, що спричинені глобалізацією, турбують багатьох учасників ринку. Воно вирішується ними як у теоретичному плані, так і практично, шляхом застосування численних стратегій і тактик запобігання ризику. Більшість інвесторів розподіляють інвестиції або фінансові інструменти таким чином, щоб знайти певний оптимум між низькоризиковими, але і низькоприбутковими активами, і середньо- та високоризиковими активами, які приносять високий доход. Їх стратегія може бути описана у вигляді фінансової піраміди, на якій показано, що більшість інвестицій розміщена серед активів, які гарантують ліквідність та безпеку, а меншу частину - вершину піраміди - утворюють високоризикові інструменти (рис. 5.1).

Рис. 5.1. ***Розподіл фінансових інструментів за ризиком***

Значні зміни відбуваються і в застосуванні різних видів інструментів з огляду на терміни їх отримання. Для масштабного фінансування довгострокових програм у світовій практиці вдаються до надання консорціумних кредитів. Таким чином, можна акумулювати значні суми кредитних ресурсів у національній або іноземній валюті, зменшити кредитний ризик, підтримати ліквідність банків, а також підвищити їх прибутковість. Згідно із законодавством України консорціумні угоди можуть залучати кілька банків та інших кредитодавців, один з яких має виконувати функції головного банку консорціуму або лід-менеджера. Цей банк є посередником між банками-учасниками угоди і позичальником. Він організує за певну плату надання кредиту, а також здійснює розрахунки між позичальником та банками, які включають кошти на оплату боргу, відсотки і додаткові кошти за організацію консорціумного кредиту, що розподіляються між учасниками угоди.

Залучення похідних інструментів (форвардів, ф'ючерсів, свопів, опціонів) дає змогу зменшити ризик коливання валютних курсів, сприяє проведенню торговельних операцій.

На міжнародних ринках формуються нові інституції, характер дії яких зумовлений саме процесами глобалізації та інтеграції. Поширеним механізмом залучення довгострокових інструментів, особливо в конвертованій валюті, є практика злиття банків, пайової участі в статутному фонді, а також їх перманентних об'єднань без втрати оперативної самостійності. Нові утворення організуються для отримання розширених можливостей щодо кредитування суб'єктів підприємницької діяльності, зменшення ризиків, виходу на нові ринки, кооперації зусиль фінансових інститутів, зменшення операційних витрат на дослідження нових ринків та ін. Розвиток небанківських інсти-

тутів приводить до диверсифікації можливих джерел фінансування малих та середніх за розміром і діловою активністю фірм. Компанії венчурного капіталу та лізингу дають можливість підтримувати інновації у виробництві чи отримати капітал із зовнішніх джерел в матеріалізованому вигляді, не маючи достатнього розміру застави, причому цей капітал найчастіше отримується в результаті новітніх розробок, не поширених на місцевих ринках. Фондовий ринок організовується таким чином, щоб існувала не тільки пропозиція цінних паперів резидентів та нерезидентів, а й попит на них [104].

Фінансові ринки є дуже динамічною та гнучкою складною системою, яка швидко реагує на будь-які макроекономічні зміни. Тому досягнення оптимальної структури та моделі побудови фінансових ринків майже неможливе. На сьогодні більш спекулятивний, а інколи і більш надійний валютний ринок відтягує грошовий капітал від ринку кредиту та фондового ринку. На ринках нових держав переважають короткострокові кредити, адже довгострокові є надто ризикованими. Проте відбувається постійне балансування різних видів інструментів і пристосування роботи фінансових установ до швидкоплинного розвитку ринків. Позичання типу "позики під програми" (policy lending) відокремлюються від надання комерційних кредитів.

Для підвищення ефективності фінансових ринків залучається багато інститутів. Один з них, інститут кредитного брокерства, здійснює пошук тих, хто має гроші, і тих суб'єктів ринку, які їх потребують. Особливостями роботи кредитних брокерів на міжнародній арені є те, що вони активно діють як арбітражери*, використовуючи переваги різних ринків стосовно відносно недооцінених та відносно поцінених або переоцінених інструментів. Недооцінені інструменти вони купують на одних ринках з тим, щоб продати за реальною вартістю на інших. Оскільки брокери є професіоналами фінансового ринку, вони використовують багатий арсенал технік і технологій, що врівноважують співвідношення між попитом та пропозицією на капітал меншими витратами, ніж непрофесіонали.

Міжнародний ринок є переважно вторинним (за винятком суто міжнародних інструментів, зокрема різноманітних видів єврооблігаційних позик), який підвищує ефективність руху потоку заощаджень. Саме на вторинному ринку досягається

* У науковій літературі використовується також термін "арбітражисти".

ліквідність фінансових інструментів, якими володіє фізична або юридична особа. Трансакції з цінними паперами на вторинному ринку не збільшують їх загальної кількості, але життєздатність цього ринку підвищує ліквідність фінансових активів і сприяє розширенню первинного ринку цінних паперів. Потоки інвестиційних коштів оптимізуються інвестиційними банками, які виступають гарантом реалізації емітованих цінних паперів та їх розміщення. Якщо керівництво фірми бажає залучити кошти шляхом розміщення цінних паперів, то інвестиційний банк скуповує їх випуск, а потім перепродає його інвесторам.

Отже, створюється ефективно діючий механізм, який всіляко сприяє швидкому руху потоків грошей, примножуючи світове багатство, багатство країни і багатство кожного індивіда.

5.2. Урахування тенденцій розвитку міжнародної фінансової інфраструктури при запровадженні фінансової політики України

Глобалізація фінансової сфери, що є одним з найбільш вагомих фактів господарського життя на межі XX-XXI ст., проявляється передусім у послабленні ролі національних держав і урядів, передачі функцій контролю фінансів наднаціональним органам. Це явище разом з іншими зумовлює зміни у національній фінансовій політиці, що важливо врахувати на етапах розробки її стратегії.

Провідні зарубіжні вчені виділяють кілька напрямів, що визначають зміну глобальних фінансових систем за останні 10 років:

- зміни в технології;
- зміни в розмірах ринків;
- зниження статусу банків та банківської системи;
- вихід на фінансові ринки великих гравців з Азії паралельно з підвищенням волатильності ринків і масовими банкрутствами фінансових інститутів;
- зниження ролі координаційного нагляду з боку центрального банку і посилення процесів саморегулювання.

До менш визначальних тенденцій розвитку світових ринків належать активізація процесів злиття та поглинання в банківській сфері, а також посилення ролі моделювання (доход : ризик) в банківському регулюванні та нагляді [299].

Міжнародні ринки справляють все більший вплив на функціонування української фінансової системи, діючи вже на рівні окремих підприємств та організацій. Разом з тим органи державної влади України вже набули певного досвіду співпраці з міжнародними організаціями, відчули їх тиск у багатьох аспектах формування внутрішнього укладу держави. На сьогодні постає необхідність не тільки налагодження співпраці з міжнародними інституціями та урядами, а й розробки стратегії і тактики, які полягатимуть у використанні переваг цієї співпраці [118].

Питання впливу глобалізаційних процесів на фінансові ринки були предметом наукових пошуків багатьох вчених, зокрема в Росії - Л.Абалкіна, В.Белолипецького, І. Герчикової, С.Булганіної, М.Гузева, А.Кірєєва, В.Коллонтай, Ю.Осіпова, В. Широкова та багатьох інших, в Україні - О.Білоруса, З.Варналія, А.Гальчинського, Б.Кваснюка, Л.Кістерського, Г.Климка, О.Плотнікова, І.Пузанова, А.Рум'янцева, А.Філіпенка.

Зазначимо, що більшості російських вчених притаманна вкрай негативна оцінка впливу явищ глобалізації на національні ринки, песимізм у прогнозуванні наслідків диктату великих міжнародних фінансових центрів (зокрема, слід вказати на позицію, яку неодноразово відстоювали В.Белолипецький, В.Коллонтай, Ю.Осіпов, Н.Сімонія). Вони зазначають, що ці центри акумулюють національне багатство, стягують фінансову ренту, визначають напрями розвитку економіки країни, в тому числі структуру виробництва, сприяють ще більшому розмежуванню різних верств населення, перетворюючи одних на надзвичайно заможних, інших - на жебраків. Ці вчені також вимагають структурної адаптації національних економік до умов, які найбільш вигідні для функціонування транснаціональних компаній та банків.

Українські науковці більш обережно оцінюють вплив глобалізаційних процесів на фінанси України. Поклавши в основу своїх праць загальнодержавну орієнтацію на європейський вибір, фахівці в галузі фінансів працюють над питанням щодо входження в європейський фінансовий простір з найбільшою вигодою для держави загалом та її економічних агентів зокрема. Водночас недостатньо висвітлена проблема розробки концепцій нової фінансової багатовекторної політики, в якій би на перший план висувалися ідеї суверенізації фінансових ринків.

На міжнародних ринках спостерігаються тенденції, що істотно впливають на національні ринки і, відповідно, на сис-

тему національного регулювання фінансової сфери. До тенденцій, які вносять найсуттєвіші корективи в процеси державного управління у фінансовій сфері, слід віднести:

• залежність національного валютного ринку від провідних валют (долара, євро, єни) та їх протиборства між собою, що вимагає відповідної орієнтації державної валютної та грошово-кредитної політики;

• невиправдані інвестиції, в тому числі портфельні, у високі технології, що часто зумовлює значно завищені ціни на акції саме цих компаній, на відміну від традиційних галузей "блакитних фішок". Отже, це означає перерозподіл у пріоритетах інвестування й заздалегідь більш вигідні, передові позиції країн, які ці високі технології мають та створюють стимули для їх зростання;

• взаємозалежність фінансових, і особливо фондових ринків різних країн, що в останні три роки дещо слабшає, проте залишається досить високою. Це вимагає постійного виявлення тенденцій щодо прогнозування роботи не тільки національного ринку, а й пов'язаних з ним інших ринків (європейського, північноамериканського);

• низькі рівні інфляції, в деяких країнах - процеси дефляції і, відповідно, катастрофічно для фінансового ринку занижені процентні ставки, що робить інвестування більш вибірковим;

• збільшення чисельності людей пенсійного віку, яким властиве обережне і консервативне інвестування, що, по-перше, диктує певні умови формування інвестиційних портфелів, по-друге, гальмує процеси інвестування в країни виникаючих ринків;

• збільшення частки багатих та супербагатих осіб, які висувають все вищі вимоги до управління їх активами.

Значні зміни відбуваються на фондовому ринку. Низка "ведмежих" та бичачих" трендів дестабілізує становище не тільки в глобалізованому середовищі, а й на національних ринках. У 2003 р. більшість з рейтингів міжнародних фінансових ринків знизилася майже вдвічі, а "бичачий" тренд перетворився на "ведмежий". У 2004 р. спостерігається активізація фондового ринку і знову стає помітною тенденція до підвищення вартості його інструментів. Такі швидкі зміни потребують значних зусиль аналітиків щодо прогнозування розвитку ринку.

На фондових ринках з'явилася тенденція до циклічності входження компаній певних галузей у провідні рейтинги чи

виходу з них. Найпопулярніші рейтинги досить часто мають іншу базу для розрахунку, тобто старі компанії вибувають зі списку, а нові посідають вільне місце. Спочатку була помітна присутність у міжнародних рейтингах високотехнологічних компаній типу телекомунікацій та компаній, що зайняті у сфері створення програмного забезпечення*, on-line магазинів. В останні роки спостерігається повернення на ринок компаній так званої "старої економіки" (нафто-, газодобувні, енергетичні, харчові та ін.). Галузі високих технологій, на відміну від традиційних, найчастіше є транснаціональними. Отже, поступово поновлюється попит у тих сферах, які формують національну економіку. Це положення підтверджують факти репатріації коштів (з боку інвесторів Пакистану, Саудівської Аравії), розширення національних ринків деяких країн, які відомі своїм консерватизмом у виконанні міжнародних операцій, зокрема в 2003 р. фондовий ринок Іспанії збільшився на 7%, тоді як решта ринків регіону скоротилися майже на такий самий обсяг. Згідно з оцінками Merrill Lynch, за останні 4 роки коефіцієнт кореляції між галузевими цінними паперами ринків Франції і Бельгії знизився на 25%**.

Після 11 вересня 2001 р. підвищилися вимоги до прозорості роботи фінансових агентів, контролю за потоками капіталів як усередині країни, так і за її межами. Ключовим інститутом міжнародної фінансової спільноти став інститут "боротьби з відмиванням нелегальних доходів", який надовго визначатиме порядок діяльності гравців на фінансовому ринку, урядових структур та міжнаціональних організацій. Ключовим "гравцем" можна назвати FATF-організацію, створену в 1989 р. під час зустрічі лідерів "великої сімки" у Парижі. У 2000 р. організація прийняла документ, що містить 25 ознак, за якими визначається, бореться країна з відмиванням "брудних" грошей чи ні. У 2003 р. на берлінській сесії було прийнято додаткові 40 рекомендацій, що розширили список дій, яким можна інкримінувати злочинний характер.

Вимогами FATF є внесення змін у національне законодавство щодо виконання підозрілих операцій через фінансово-банківську мережу. Піонерами таких законодавчих змін стали

---

* В літературі використовується особлива назва цього сектора - TMT-сектор, тобто технологічні, медіа- та телекомунікаційні компанії.

** За матеріалами газет "Деловая неделя", "Бизнес", "Financial Times".

США, що запровадили так званий Закон про патріотизм, згідно з яким фінансові інститути зобов'язані вводити спеціальні внутрішні правила, норми, положення, а також посади уповноважених з догляду за сумнівними операціями. Крім того, виконання цих правил є об'єктом контролю з боку незалежних аудиторів.

У Великій Британії функціонує Інспекція з контролю за фінансовими послугами, що контролює та вводить каральні санкції щодо юридичних осіб, які запідозрені в недотриманні правил боротьби з відмиванням "брудних" грошей.

Швейцарія з початку 2005 р. згідно з Європейською директивою про збереження буде на добровільній основі стягувати податок та перераховувати його в країни походження доходів.

Україна, що перебуває на верхньому щаблі списку країн, в яких процвітають непрозорі операції, має врахувати вимоги FATF та змінити відповідне законодавство. Міжнародна спільнота не тільки визначає рейтинг країни, що характеризуються високим рівнем відмивання нелегальних доходів, а й застосовує або закликає застосовувати санкції проти країн-порушниць міжнародних вимог. У зв'язку з цим доречно нагадати рекомендації FATF з грудня 2002 р. по лютий 2003 р. щодо застосування санкцій проти України. Першою країною, що "відгукнулась" на цей заклик, були США, які ввели обов'язковість звітності за певними трансакціями з українськими юридичними та фізичними особами; отримання інформації за бенефіціарним володінням будь-якого з рахунків, відкритих у США іноземцем або його представником, а також про клієнта та ін. Подальше ігнорування вимог FATF означало, що країни-члени організації мали б блокувати відкриті рахунки українських клієнтів і заборонили відкривати нові, ввели б особливий контроль за фінансовими потоками з України та в країну. Міжнародні організації значно обмежили б чи взагалі припинили кредитування країни.

В Українській державі було вжито певних запобіжних заходів стосовно подальших негативних дій міжнародної спільноти, зокрема: прийнято Закон України "Про припинення легалізації (відмивання) коштів, що отримані злочинним шляхом"; постанови та рішення Держфінпослуг та ДКЦПФР щодо контролю за фінансовими закладами; посилено функції Державного департаменту фінансового моніторингу, а також взаємодію цього органу з іншими державними структурами (Держпроку-

ратурою, МВС, ДПАУ, Державною митною службою України). Ці та інші заходи сприяли виключенню України з "чорного" списку, проте згадане питання залишається ще актуальним.

Наведений приклад свідчить про те, що в українській фінансовій політиці доцільно і надалі вживати превентивних заходів щодо врахування вимог міжнародної спільноти. З огляду на це слід постійно контролювати зміну міжнародних пріоритетів, вимог, гасел і уникати звинувачень щодо несумлінності фінансових операцій.

Зазначимо, що у країнах виникаючих ринків (emerging markets) існують свої траєкторії запровадження фінансової політики, серед яких можна виділити спільні риси та характеристики.

З'явилася тенденція до активного "запозичення" досвіду розвинутих країн щодо побудови національної фінансової системи. Неабияку роль відіграє те, що міжнародні фінансові організації через своїх консультантів, а також через прямі чи непрямі методи впливу на національну політику уніфікують формат рекомендацій країн, що перебувають у кризовому становищі, пропонують стандартну модель формування фінансових ринків, вносять стандартний набір пропозицій безвідносно до того, чи відповідають макроекономічній системі (архітектурі) запропоновані дії, чи вони суперечать їй.

Зокрема, в роботі "Глобальна економіка: хто у керма?" Дж. Тобін зазначає, що країни з перехідною економікою під тиском економічно розвинених країн та міжнародних організацій типу Світового банку та МВФ повинні "збалансувати бюджетні доходи та видатки, урізати державні витрати, приватизувати державні підприємства, відкривати фінансові та товарні ринки для іноземних учасників, створювати ринки цінних паперів, забезпечувати конвертованість валют, робити дедалі суворішою грошово-кредитну політику" [240].

Сліпе копіювання досвіду інших країн передусім позначається на фінансовій інфраструктурі та зумовлює її еклектичність. Як правило, країни, що розвивають свої фінансові ринки, копіюють структуру, законодавство, стандартні процедури виконання операцій та інструменти промислово розвинутих країн. Проте недоступними для переймання досвіду країнами, що розвиваються, часто стають потужні аналітичні розробки, сценарне прогнозування, внаслідок чого суперечлива "оболонка", що впливає на особливе середовище функціону-

вання фінансових ринків, призводить до порушення на них рівноваги. Як зазначають дослідники, "азіатська" криза 1997-1998 рр. була частково зумовлена і надмірним захопленням запозиченням японського досвіду азіатськими тиграми [298].

Водночас найбільш розвинуті країни часто відчувають волатильність власних фінансових ринків, що позначається на їх економіці та на економіках решти країни. "У сучасних умовах постіндустріальні держави є не тільки зосередженням нечуваної економічної і фінансової потужності, але, водночас, про що ніколи не згадують соціологи, й потенційним джерелом безпрецедентної дестабілізації [124, с. 617]. Величезна концентрація грошового капіталу посилювала суб'єктивізм у розподілі капітальних ресурсів, у тому числі за територіальною ознакою. Мінливість фінансових ринків розвинутих країн позначалась на стані країн виникаючих ринків через мобільність фінансових ресурсів, що у період піднесення спочатку спрямовувались на ці прибуткові, але спекулятивні ринки, а в період регресії раптово, нахабно покидали їх. Україна накопичила власний негативний досвід короткотерміновості використання коштів нерезидентів у 1998 р. Рух процентних ставок також позначався на перевагах і поведінці інвесторів: якщо вони в розвинутих країнах підвищувались, спостерігався відплив капіталів. Прикладом цього є ситуація у 1994 р.: при підвищенні ставки в США з 3 до 4,75% спостерігався раптовий відплив капіталу з ринків країн, що розвивались.

Багато в чому процеси глобалізації посилювалися внаслідок розширення технічних можливостей фінансового світу, що неодмінно відображалось у технологізації операцій, створенні нових комунікативних мереж у країнах з перехідною економікою. Ці процеси стирали кордони між державами та ринками, значно підвищували вимоги до оперативності реагування на інформаційні сигнали. Принципом побудови електронних ринків було формування систем, які орієнтувалися на підприємницькі фірми, що швидко розвиваються. До таких міжнародних електронних систем належали NASDAQ в Америці й EASDAQ у Європі. Незважаючи на суттєві відмінності між американським і європейським фінансовими ринками, які проявляються в тому, що останній є менш розвиненим, набагато менше домогосподарств виходять на нього, і підприємницькі структури в Європі можуть акумулювати значно менше грошей ніж

в Америці, європейська EASDAQ фактично копіює багато з чого з практик, правил, регулятивних норм свого американського колеги [303, с. 531]. Отже, за принципами побудови електронні мережі країн виникаючих ринків орієнтуються на модель NASDAQ.

Іншим фактором глобалізації в країнах виникаючих ринків була дедалі більша диверсифікація операцій. Фінансова система в епоху фінансового глобалізму залучає величезні додаткові щодо традиційних джерел кошти - пенсійних, інвестиційних, страхових фондів, доходи легального та напівлегального бізнесу (через різноманітні оффшорні та подібні до них зони), надходження від перерозподілу інвестицій в інші країни світу. Урізноманітнення фінансових операцій в середовищі з недосконалою правовою інфраструктурою призводить до значного, на порядок вищого рівня тінізації доходів.

Особливе місце на новостворених ринках належить операціям з деривативами. Зважаючи на первісно невеликі обсяги цих операцій, вони роблять невеликий внесок у "розгойдування" національного фінансового ринку. Набуваючи обертів, ці інструменти призводять до спекулізації економіки, формування прошарку професіоналів, що отримують виграш від коливання цін на фінансовому ринку, отже, багатіють на його дестабілізації. Створюється величезна віртуальна спекулятивна машина, яка спотворює істинні процеси, що відбуваються на фінансових ринках. Як наслідок виникає проблема інформаційної (по суті інфраструктурної) асиметрії, що створює більш вигідні умови для функціонування одних гравців фінансового ринку і менш вигідні - для інших.

В умовах глобалізації складаються особливі відносини фінансових структур і держави. Крім завдань щодо поповнення бюджету, фінансування військових операцій, регулювання обсягів грошової маси в обігу, забезпечення паритетних співвідношень між національною та іншими валютами, встановлення форм регламентації фінансової діяльності на мікроекономічному рівні, перед національними урядами постає проблема державного боргування на зовнішніх ринках у різноманітних формах і видах та "вплетення у канву" спекулятивних операцій, що пронизує увесь міжнародний фінансовий простір.

Явище глобалізації породжує все більше інституцій, що переміщують свою діяльність за кордон. При цьому фінансові

конгломерати все більше уникають державного впливу, чинять тиск на уряд та успішно лобіюють власні інтереси, наполягаючи на послабленні регламентації своєї діяльності. Ці структури максимально диверсифікують свою діяльність, намагаючись уникнути оподаткування. Об'єднання зусиль між такими фінансовими конгломератами призводить до створення міжнародних фінансових центрів, які концентрують величезний фінансовий, інформаційний та аналітичний потенціал, мають величезну господарську потужність і тим самим контролюють регіони, галузі, умови їх розвитку [222; 251].

Процеси державного управління та регулювання мають протистояти процесам глобалізації. Проте наявність електронних грошей, пластикових карток, операції з "невидимого просування кордонів" зменшують можливості держави контролювати обсяг грошової маси, масштаби кредитування (особливо дрібного), обсягу готівки як складової оборотних фондів, норми прибутку на капітал тощо. Валютні спекуляції призводять до спотворення валютної політики. Виникає можливість постійного розриву ланцюга Гроші-Товар-Гроші', функціонування фінансової економіки заради збільшення останньої компоненти. Реальна економіка починає функціонувати в режимі продукування боргів.

Змінюються передумови та вимоги щодо конкурентоспроможності країни. Раніше в основу конкурентоспроможності держави було покладено показник прибутковості праці, тепер - це питання створення сприятливих умов для бізнесу: інфраструктури, дерегулювання ринків, наявність кваліфікованої робочої сили, фінансової стабільності - з тим, щоб залучити та утримати мобільний капітал [цит. за 138, с. 25].

Отже, процеси глобалізації мають величезне значення для становлення та розвитку фінансових ринків у країнах нових ринків. Вплив глобалізації може бути негативним і позитивним, але його необхідно враховувати, розробляючи фінансову політику уряду.

Україна не може претендувати на місце серед країн, що входять у групи контролю за глобальним фінансовим ринком, і це триватиме досить довго. Проте за цей період держава може сформувати потужні механізми регулювання сфери фінансів, які сприятимуть фінансовій стабільності, отже, і зміцненню становища країни на міжнародному економічному просторі. Пере-

дусім йдеться про сучасну фінансову інфраструктуру, яка повинна мати випереджальні темпи розвитку щодо фінансового ринку.

Потребує вирішення проблема подібності національних інститутів (норм, правил, актів) та організацій (суб'єктів, що використовують ці норми та правила) до міжнародних або тих, що існують на регіональному ринку, який входить у сферу безпосередніх інтересів держави. В науковій літературі використовується спеціальний термін - інституціональний ізоморфізм, який означає, що міжнародні інститути в умовах глобалізації, вивільнення потоків капіталів стають все більш подібними один до одного, незважаючи на національні відмінності. Питання інституціонального ізоморфізму висвітлювались у роботах провідних вчених сучасності. Зокрема, Унгер і Ван Ваарден, Кохен і Мілнер явище інституціонального ізоморфізму пов'язували з глобалізацією та ефективністю. Вони пояснювали свої погляди тим, що явище глобалізації "проштовхує" через національні кордони такий практичний досвід, який довів свою ефективність і конкурентоспроможність. Отже, мобільність капіталів, ідей і технологій є підґрунтям для поширення й подібних один до одного інститутів. Цей погляд базується також на постулаті раціоналізації економік світу.

С.Вебер і Е.Познер висувають нову гіпотезу, яка полягає в тому, що явище інституціонального ізоморфізму зумовлено кооперацією в стандартних установках та ідеологічній "гегемонії". Ця гіпотеза базується на виділенні певних ринкових сил, могутніх міжнародних (національних) акторів і глобальних механізмів, що призводять до ефекту змін на фінансових ринках. Зокрема, на європейських ринках критичними акторами виступають європейські комунітарні інституції. Їх мотивація випливає з європейських проблем і основних напрямів проведення спільної політики. Забезпечуючи процес інституціональних змін, ключові актори дають змогу глибше залучатися до політики європейської інтеграції, сприяти розвитку національних економік. Причому для інституціонального розвитку важливим є вирішення кількох ключових проблем, ліквідація вузьких місць економічного, соціального та політичного існування. Для Європи цими вузькими місцями були безробіття та підвищення конкурентоспроможності (через комерціалізацію технологій) [303, с. 531-532].

Отже, насамперед слід виділити ключові моменти, що визначатимуть фінансову політику держави на тривалий період. На наш погляд, для країн виникаючих ринків, і зокрема, України, досягнення фінансової стабільності та можливості протидіяти негативним зовнішнім і внутрішнім шокам є найважливішою умовою формування конкурентоспроможної позиції на світогосподарських фінансових ринках.

Наступним заходом при розробці державної політики є визначення ключових національних інститутів і надання першочергового значення особливостям їх застосування в умовах глобалізації та інтеграції економіки. Сильна ідеологія і сильні інститути можуть домінувати на ринку не тільки щодо нав'язування політики держави в певній сфері. Вони можуть впливати (і впливають) на інфраструктуру, яка пристосовує домінуючу практику до національних особливостей, хоча інколи вони недостатньо враховуються. Саме з допомогою фінансової інфраструктури можна відрізняти фінансовий ринок однієї країни від такого ж ринку іншої. Отже, фінансова інфраструктура слугує стабілізатором або дестабілізатором його функціонування.

Це положення частково підтверджують приклади з практики корпоративного управління в різних країнах світу. Корпоративні системи континентальної Європи, Великої Британії й США суттєво відрізняються за багатьма параметрами. Зокрема, в Німеччині понад 50% усіх компаній, що котируються, контролюються блокхолдерами*, і лише 17,4% не мають таких акціонерів. На відміну від цього у Великій Британії середній блокхолдер контролює лише 9,9% голосів, а в США - ще менше: середня кількість компаній з блокхолдерами, які котируються на NYSE та Nasdaq, становить лише 5% [26, с. 18]. Ці дані свідчать не тільки про розподіл голосів акціонерного товариства на акціонерних зборах або про розподіл власності, а й про наявність фактора, що визначає політику акціонерів на фондовому ринку, ідеологію його побудови та можливі проблеми, що виникають при цьому. Зокрема, може йти мова про спільні для фондових ринків багатьох країн суперечки між аутсайдерами та інсайдерами, між менеджерами та акціонерами стосовно прозорості, легітимності й результативності їх роботи.

Отже, ідеологію сучасного фінансового ринку та роботи його ключових інститутів має стати формування грамотного,

* Блокхолдер - власник блокуючого пакету акцій.

поінформованого інвестора, що знає свої права і є досить наполегливим, щоб ці права реалізувати. Без цивілізованого інвестора неможливе й створення цивілізованого ринку - саме споживачі послуг фінансової системи мають формувати середовище, в якому існує кваліфікований попит на послуги та продукти і стимулюється розвиток ефективного фінансового ринку.

Слід також виокремити ключові національні інституції, які визначатимуть клімат на фінансовому ринку та можливості виходу його учасників на світовий рівень. Такими інституціями на етапі формування фінансового ринку в Україні мають стати комерційні банки. Саме їх тривала робота на фінансових ринках держави дала змогу набути досвід з надання фінансових послуг, виділити інституції, рівень капіталізації яких був достатнім для виходу на міжнародну арену. Зокрема, АБ Промінвестбанк України потрапив у 2002 р. на 980-ту позицію в міжнародному списку найбільших банків світу. Комерційні банки постійно впливають на умови створення необхідної правової інфраструктури функціонування національного фінансового ринку, а через партнерські зв'язки - і на підготовку відповідної інфраструктури роботи на міжнародних ринках. Отже, комерційні банки виступають саме тими інституціями, що можуть задавати правила, норми, етику, ритми та вимоги щодо роботи на фінансових ринках і для інших структур.

Робота ключових інститутів має обов'язково поєднуватися з діяльністю широкого кола фінансових та нефінансових інститутів, наукових та педагогічних закладів та інших інституцій. "Для того, щоб створити ринок … нового типу, потрібно залучити до цього численні допоміжні організації, які задіюють брокерів, маркетмейкерів, фірми венчурного капіталу, дослідницькі служби тощо (тобто сучасну інфраструктуру). Успішність цього залежить також від врахування більш абстрактних соцієтальних характеристик - так званої "культури акціонування" (чи захочуть фізичні особи купувати акції?), схильності до ризику (фізичних та юридичних осіб), соціального контексту банкрутства або невдачі (банкрутства - це ганьба чи ознака честі?)" [303, с. 530]. Безперечно, мають бути регламентовані основні особливості функціонування цих інституцій та організацій на фінансовому ринку, розроблене спеціальне законодавство, що врегульовувало б роботу інвестиційних компаній, страхових і венчурних компаній, інвестиційних та пенсійних фондів, а також аналітичних центрів, агенцій визначення фінансових ри-

зиків тощо. В Україні при становленні законодавчої інфраструктури спочатку домінувала тенденція до вивчення російського законодавства і "вмонтування" його багатьох положень, норм і правил в українське. Сьогодні з огляду на європейські орієнтири і вектори розвитку важливою стає переорієнтація на міжнародне законодавство, яке б, з одного боку, враховувало національні особливості функціонування усієї економічної системи держави, з другого - не повторювало законодавство окремої країни-партнера, зокрема Росії, а навпаки, було б нейтральним щодо нього.

З метою окреслення довгострокового розвитку фінансових ринків важливим є прийняття загальної концепції розвитку фінансової інфраструктури з урахуванням необхідності подолання основних негативних явищ, зумовлених недосконалістю правової, організаційної, комунікативної та інших видів інфраструктур. Поки що в Україні існує безліч вузьких місць, пов'язаних з досягненням ефективності фінансової інфраструктури. Тому цілісної концепції створення інституціонально-інфраструктурного середовища очікувати у найближчому майбутньому не доводиться. Прогнозування інфраструктури завжди залежатиме від багатьох чинників, у тому числі (а на перших етапах її розвитку- переважно) від політичних і геополітичних. На етапі формування фінансових ринків найкраще розроблені рішення стосовно подолання кризових явищ та нестабільності фінансового ринку. Але для підвищення ефективності інститутів та організацій інфраструктури необхідний випереджальний розвиток фінансової політики та її адаптації до умов постіндустріального суспільства, в якому значну роль відіграє робота фінансових інституцій і структур. Низка країн виникаючих ринків (Польща, Словаччина, Угорщина, Чехія, Хорватія) перейшла на стадію постіндустріального суспільства і створила відповідну інфраструктуру. Уряд України має врахувати найкращий досвід країн-сусідів і спромогтися створити дієву систему механізмів державного регулювання фінансових ринків та їх інфраструктури.

5.3. Вибір геофінансових пріоритетів у процесі розвитку фінансової інфраструктури

Одним із завдань державного регулювання у сфері фінансів для країн з економікою перехідного типу є вибір геофінансових пріоритетів [93]. Практично жодна з цих країн не спромоглася вийти в період здійснення трансформацій на міжна-

родні фінансові ринки і стабільно посідати на них більш-менш гідне місце. Тому урядам цих країн необхідно вирішити низку питань, серед яких можна виділити такі: встановлення загальних орієнтирів економічної політики і підпорядкування їм заходів управління фінансовою системою; визначення валютно-фінансових механізмів реалізації зовнішньоекономічної стратегії країни в певному регіоні; надання преференцій фінансовим інститутам деяких країн як стратегічним партнерам; використання послуг професійних учасників іноземних фінансових ринків як посередників виходу на міжнародні; гармонізація законодавчо-нормативних процедур і стандартів з міжнародними; окреслення механізмів використання та взаємообміну інструментами на різних фінансових ринках; управління зовнішнім боргом і залучення до цього іноземних (міжнародних) фінансових агенцій; встановлення паритетних відносин з міжнародними фінансовими інститутами та ін.

На вибір геофінансових пріоритетів значною мірою впливають вимоги щодо чесного ведення справ. Якщо раніше частина операцій могла здійснюватися через оффшорні території, на сьогодні їх значення зменшується, а загроза престижу країни, яка сама або через економічних агентів застосовує ці зони - все більшою. Оншорний бізнес справляє все більший вплив на вибір каналів проходження капіталів. В тих оффшорних зонах, де існує полегшений режим оподаткування та відкрита інформація, вводяться нові нормативні правила та обмеження, що, з одного боку, гарантують безпеку, надійність та безризиковість вкладів, а з другого - відповідають більш жорстким вимогам міжнародної спільноти щодо “чесної гри” на фінансових ринках.

Серед рішень, які приймаються на державному рівні управління, важливого значення набувають ті, що стосуються репатріації капіталів. Багато з країн вводять незначний рівень податку на репатрійовані кошти для того, щоб повернення капіталів набуло значного розмаху. Так, Італія ввела лише 5%-й податок на репатріацію, в результаті значно пожвавився процес надходження коштів з інших країн, зокрема з швейцарських банків. Аналогічно збираються повернути кошти й інші європейські країни.

Набуває важливості проблема входження країни в світовий нормативно-правовий і процедурний простір функціонування фінансових ринків. Наближення умов роботи вітчизняних ринків до міжнародних стандартів передбачає реалізацію принаймні кількох заходів.

По-перше, потрібно узгодити монетарну політику держави з політикою, що проводиться країнами-партнерами (існуючими або потенційними). Це, передусім, означає введення обмежень на обсяг грошової маси для запобігання інфляційним процесам, уникнення великих бюджетних дефіцитів; кореляцію інструментів, що використовуються для регулювання грошово-кредитного механізму країни тощо.

По-друге, важливим є проведення раціональної валютно-девізної політики. Зокрема, встановлюється курс національної грошової одиниці щодо валют країн-торговельних партнерів або світової (резервної) валюти, формуються авуари іноземної валюти, визначається міра втручання центрального банку на валютному ринку тощо. Велике значення має вибір оптимального режиму валютного курсу. Як зазначається в [295, с. 7], країни з перехідною економікою повинні мати або дуже добрі підстави для вибору фіксованого режиму, або віддати перевагу плаваючому.

По-третє, необхідні раціональна лібералізація капітальних рахунків і часткове зняття обмежень щодо потоків капіталу або відхід від політики жорсткого їх контролю. Україна не належить до інвестиційно привабливих країн. Отже, не певних етапах її економічного розвитку доцільно приваблювати інвестиції шляхом лібералізації ринків і допуску на нього різних учасників. Дискусійним питанням є участь іноземних інституцій, зокрема банків, у національній фінансовій системі. В різних країнах з перехідною економікою ці питання вирішуються з наданням більш чи менш широких можливостей щодо входження іноземних банків на вітчизняне фінансове поле і роботи на ньому.

Так, в Угорщині, яка має найсильнішу і найбільш впливову банківську систему серед колишніх країн соціалістичного табору, у приватній власності перебувають 80% банківських активів, а у власності іноземних банків - 60% банківських активів. В Естонії і Латвії 85% загальних активів банківського сектора належать іноземним інституціям. В Болгарії частка зарубіжних партнерів фінансового ринку становить 80%, а в Чехії після завершення приватизації державних банків дорівнюватиме 90% [295, с. 35]. Водночас при залученні потенціалу іноземних банків, крім позитивних моментів (надходження додаткових ресурсів, якісний менеджмент, кваліфікований персонал, можливість аутсорсингу), виникає загроза експорту інфляції і вивезення капіталів за межі держави [178]. Особливо це питан-

ня загострюється при розвинених лібералізованих вторинних ринках цінних паперів.

Зрозуміло, що лібералізація потоків капіталів може призводити до негативних наслідків підвищення фінансових ризиків. Тому велика увага має приділятися пруденційному регулюванню банківської системи і створенню інституціональної основи цього регулювання.

Формування інституціонального середовища передбачає:

• розробку правової бази входження на фінансовий ринок і виходу з нього, початкових і структурних вимог створення фінансових інституцій;

• пруденційне регулювання ведення справ, виконання операцій, введення обмежень на деякі види діяльності;

• впровадження бухгалтерських стандартів, гармонізованих з міжнародними; визначення повноважень аудиторів, у тому числі міжнародних;

• здійснення банківського нагляду, запровадження процедур перевірки діяльності фінансових установ на місцях, розробка механізмів примусу, банкрутства, ліквідації [200, с. 18];

• запровадження сучасних платіжних систем, забезпечення їх надійності, безперебійності в роботі тощо;

• підтримку і розвиток інформаційної фінансової інфраструктури.

Органи державного регулювання мають також зосереджувати увагу на формуванні та стабільному розвитку певних стратегічно важливих фінансових ринків. Зокрема, ринок державних цінних паперів як складова ринку капіталів має виконувати, принаймні, такі функції: випуск інструментів запровадження керованої монетарної політики; надання інструментарію для полегшення управління ризиком, а також забезпечення заставного механізму при формуванні внутрішнього та зовнішнього боргу.

Розвинуті ринки цінних паперів сприятимуть трансформації відносин власності, структурним перетворенням, зменшенню кредитного ризику, забезпечать доступ до фінансових ресурсів більш широкого кола учасників фінансових ринків. Розвинений інструментарій ринку цінних паперів створює підґрунтя для взаємоперетину вітчизняних і міжнародних ринків та вдосконалення основних механізмів їх роботи.

Кардинальних змін потребує менеджмент основних учасників фінансових ринків. Сучасний стан їх розвитку висуває

нові вимоги до організації роботи, принципів побудови їх роботи, інформаційної доступності, аналітичності рішень, професійності кадрового складу, його вміння творчо вирішувати нагальні та перспективні проблеми.

Кожне рішення у фінансовій політиці може рикошетом позначатися на багатьох інших сферах життєдіяльності суспільства. Зростає важливість кожного рішення незалежно від того, прийнято воно працівником низової ланки чи керівником вищого щабля управління. Особливого значення набувають такі ознаки ефективного менеджменту, як відданість корпоративній культурі, спрямованість на реалізацію концепції соціально-етичного маркетингу, оптимізація структури виробничо-економічних зв'язків. Змінюючи фінансову структуру нових компаній, можна отримати значно більш політично прийнятний варіант вирішення проблем безробіття і комерціалізації технологій, ніж "витискуючи" рішення щодо створення більш гнучкого ринку праці [303, с. 532].

Зазначимо, що неабияку роль у фінансовій політиці відіграє підведення раціонального фундаменту під такі рішення, які б послабляли негативний ефект від дії факторів, що безпосередньо не належать до сфери впливу фінансової політики. Рішення щодо регулювання, наприклад, обігу цінних паперів, що стосуються безпосередньо роботи фондового ринку, можуть значною мірою впливати на підвищення рівня доходів населення та активізацію його інвестиційної активності.

Отже, в умовах глобалізації або деглобалізації фінансових процесів важливо сформувати самодостатнє фінансове середовище з розвинутою інфраструктурою, яка здатна протидіяти глобальним чи локальним кризовим явищам. Сердцевиною цієї системи має стати потужний аналітичний центр, який би оцінював економічні рішення, що приймаються на національному та міжнародному рівнях, їх наслідки та вплив на деструктуризацію національної економіки.

До показників, які могли б використовуватися для оцінки рівня розвитку фінансових ринків, а також процесів глобалізації фінансового середовища, слід віднести такі, як індекс мобільності капіталу (за методикою розрахунку, запропонованою А.Тейлором), співвідношення між рівнями національних заощаджень та інвестицій; співвідношення цін на ідентичні фінансові активи, що мають обіг на різних фінансових ринках; загальний рівень капіталізації національного ринку порівняно з

ринками інших країн (зіставлюваних за обсягами ВНП); різниця у рівнях процентних ставок у різних країнах світу.

Державне регулювання формування і розвитку ефективної фінансової системи в Україні є необхідною умовою побудови громадянського суспільства. Прозора за механізмом дії фінансова система дасть змогу підвищити довіру до фінансових інститутів та інститутів державної влади загалом.

5.4. Підготовка входження України на європейські фінансові ринки

Для формування політики держави, спрямованої на наближення параметрів роботи фінансової системи до параметрів певного економічного регіону, необхідно з'ясувати основні відмінності, характерні для фінансового ринку, до якого прямує національна фінансова система.

Основна концепція у побудові європейської структури фінансового ринку пов'язана із забезпеченням стабільності його роботи. Інституціональною основою Європейського Союзу є пакт стабільності і зростання. Крім того, Маастрихтською угодою закладено принципи побудови грошової системи, досягнення "неінфляційного зростання" країн регіону. Цій меті підпорядковані грошово-кредитна політика, що запроваджується національними урядами, та комунітарна монетарна політика ЄС. Однак, як видно з даних економічного розвитку ЄС за останні роки, ця мета реалізується на шкоду гнучкості, підвищенню продуктивності праці, внутрішньому споживанню та інвестуванню, досягненню більш високих темпів економічного зростання.

Європейській фінансовій системі притаманно відводити значну роль у побудові системи державного контролю за діяльністю реального сектора, а також державним регулятивним фінансовим органам . Це досягається за рахунок того, що в низці країн (зокрема Франції, Німеччині) держава володіє ключовими компаніями та фінансово-банківськими установами. Велика увага приділяється інституту золотої акції. Отже, система державного регулювання органічно входить у систему менеджменту компаній, на відміну від північноамериканських країн, де створюються державні органи контролю, що формують надбудову - регулюючу інфраструктуру - над фінансовим сектором.

Державні органи в Європі посилено впливають на встановлення стандартів, причому йдеться не лише про фінансові,

а й соціальні стандарти, що визначають менеджмент всередині фінансових інституцій, а також на продуктивність праці, кредитну активність, ризики, пов'язані з фінансуванням економіки, тощо. В Європі нижча продуктивність праці, ніж у США, що призводить до зниження віддачі від вкладеного капіталу. Відтак кризи в Європі, особливо спричинені фінансовими негараздами, мають більш тривалий характер.

Зазначимо, що європейський вибір значною мірою зумовлює толерантне ставлення до вимог запровадження нових фінансових інструментів. Особливістю європейських ринків є їх досить консервативний характер. Європа менше, ніж США чи Японія, схильна до запровадження інновацій. Зокрема, інвестиції в науково-дослідні роботи становлять лише 2% від ВВП, тоді як у США - 2,7%, а в Японії - 3,1% [40]. Отже, українські ринки можуть оперувати обмеженою кількістю інструментів, які є досить консервативними. Це стосується такого досить ризикованого інструменту, як деривативи, які на європейському ринку значно менш поширені, ніж на американському. Консерватизм фінансових ринків Європи позначається і на роботі фінансових структур. Такі інституції, як венчурні компанії та фонди, інвестиційні компанії та фонди посідають менш важливе місце, ніж комерційні банки, у переважній більшості європейських країн. Отже, нерозвиненість окремих видів фінансових інституцій та інструментів, а також відсутність деяких з них в Україні більш прийнятна на європейському ринку, ніж на північноамериканському.

Концепція вибору Українською державою вектора входження в європейський фінансовий простір набуває конкретних рис. Розробляються етапи європеїзації фінансової діяльності в Україні, що передбачає підготовку, інтернаціоналізацію та гармонізацію [206; 214; 251].

Перший, підготовчий етап включає становлення та розвиток фінансового сектора, запровадження конкурентних засад у діяльність його інституцій. Зокрема, створюються умови для входження на ринок нерезидентів й уникнення суворих законодавчих та інших обмежень веденнями ними справ на території нашої держави. Здійснюється підготовка та прийняття концептуальних засад стосовно просування фінансової системи в напрямі зближення з європейською фінансовою системою. Деякою мірою цей етап в Україні вже пройдено. Прийнято низ-

ку законодавчих актів щодо врахування вимог європейської спільноти до країн-претендентів стосовно вступу в ЄС. Однак фінансова система залишається у багатьох питаннях незіставлюваною з аналогічними показниками європейських країн (табл. 5.1).

Таблиця 5.1

Порівняльна характеристика фінансового сектора України та країн єврозони за даними на початок 2001 р. [214]

Показник	Україна	Країни єврозони
Депозити як відсоток до ВВП	11%	72%
Розмір депозитів на душу населення	400 грн ($74)	$15000
Кредити банків: у відсотках до ВВП	12,2%	50%+
на душу населення	440 грн ($82)	$10000+

Етап інтернаціоналізації має на меті поширення діяльності зарубіжних інституцій в Україні та українських - на міжнародних фінансових ринках. Цей етап передбачає наявність відкритості фінансових ринків, достатній рівень їх капіталізації, укрупнення фінансових інституцій, існування широкого кола інструментів, поширених на міжнародних фінансових ринках, і законодавче закріплення правил обігу та процедур їх застосування.

На сьогодні найбільш разючі зміни відбуваються на фондовому та страховому ринках. Активізується вихід українських учасників на світові ринки і входження компаній на ринки України. Українськими емітентами застосовуються такі інструменти, як глобальні депозитарні розписки (GDR), різні форми єврооблігаційних позик, залучаються консорціумні кредити.

Підготовка до третього етапу передбачає гармонізацію українського законодавства з європейським, досягнення відповідного рівня фінансової культури та менеджментської практики.

Серед найважливіших директив ЄС, що врегульовують питання поліпшення банківської практики та нагляду, особливого значення набувають зазначені нижче.

Директива 2000/12 ЄС Європейського Парламенту та Ради від 20 березня 2000 р., що регламентує започаткування діяльності кредитних установ та подальше її здійснення.

Директива Ради 86/635/ЄЕС від 8 грудня 1986 р. забезпечує узгодження форм та змісту річної звітності фінансових установ, зокрема балансу та звіту про прибутки й збитки.

Директива Ради 89/117/ЄЕС від 13 лютого 1989 р., яка містить зобов'язання стосовно публікації річної фінансової звітності філіями кредитних і фінансових установ, що засновані в державі-члені ЄС, а головні установи яких розміщені поза межами цієї держави.

Директива 94/19/ЄС Європейського Парламенту і Ради від 30 травня 1994 р., що врегульовує питання гарантування депозитів вкладникам кредитних установ і забезпечення стабільності фінансової системи загалом, підвищення рівня довіри до неї з боку населення.

Директива 2001/24/ЄС Європейського Парламенту і Ради від 4 квітня 2001 р., яка містить систему положень щодо реорганізації та ліквідації кредитних установ та її філій в інших державах-членах ЄС.

Директива 97/5/ЄС Європейського Парламенту і Ради від 27 січня 1997 р., що регламентує внутрішні та транскордонні кредитні перекази.

Перелік найважливіших директив ЄС щодо регулювання ринку капіталів включає такі:

Директиву 2003/6/ЄС Європейського Парламенту і Ради від 28 січня 2003 р., що врегульовує питання інсайдерських операцій і маніпуляцій на ринку;

Директиву 2001/34/ЄС Європейського Парламенту і Ради від 28 травня 2001 р., що визначає порядок допуску цінних паперів до лістингу на фондовій біржі та надання публічної інформації про цінні папери;

Директиву 98/26/ЄС Європейського Парламенту і Ради від 19 травня 1998 р., що містить інформацію про системи розрахунків по цінних паперах;

Директиву 97/9/ЄС Європейського Парламенту і Ради від 3 березня 1997 р., яка визначає інвестиційні компенсаційні схеми;

Директиву 93/22/ЄЕС від 10 травня 1993 р., що врегульовує питання розвитку інвестиційних послуг на ринку цінних паперів;

Директиву 93/6/ЄЕС від 15 березня 1993 р., що визначає відповідність капіталу інвестиційних компаній та кредитних інститутів;

Директиву 89/298/ЄЕС від 17 квітня 1989 р., яка узгоджує процеси складання, перевірки та розповсюдження проспектів емісії цінних паперів, які підлягають опублікуванню з метою їх подальшого обігу.

Отже, система європейських директив визначає особливі вимоги до формування національних фінансових ринків, і це є поштовхом до внесення певних коректив і вдосконалень у вітчизняні нормативні акти.

Загальна оцінка рівня адаптації може бути такою. Найбільш вдалі кроки зроблено у напрямі формування банківської системи та нагляду за нею. Зазначимо, що в чинному законодавстві України враховано основні вимоги щодо функціонування банківського сектора, зокрема:

• обов'язкове ліцензування банківської діяльності;

• мінімальний розмір статутного капіталу для банків, що здійснюють свою діяльність на території всієї України;

• вимоги щодо рівня основного та додаткового капіталу;

• вимірювання структури капіталу;

• зважування ризиків кредитної установи;

• володіння істотною часткою капіталу чи права голосу;

• обмеження щодо великих ризиків;

• гарантування вкладів фізичних осіб.

Серед основних документів, які створюють підґрунтя для адаптаційного процесу, слід назвати підписану 16 червня 1994 р. "Угоду про партнерство та співробітництво між Європейським співтовариством та Україною", Указ Президента України "Стратегія інтеграції України у Європейський Союз" № 615/98 від 11 червня 1998 р., Постанову Кабінету Міністрів України "Концепція адаптації законодавства України до законодавства Європейського Союзу" № 1496 від 19 серпня 1999 р., Послання Президента України Верховній Раді "Європейський вибір. Концептуальні основи стратегії економічного і соціального розвитку України на 2002-2011 рр.". Розроблена "Концепція загальнонаціональної програми адаптації законодавства України до законодавства ЄС". Серед законодавчих актів, які перебувають на стадії доопрацювання, слід згадати Закон України "Про загальнодержавну програму адаптації законодавства України до законодавства Європейського Союзу", який пройшов перше читання у вересні 2003 р.

Крім законодавчої інфраструктури, слід звернути увагу на розробку відповідної інституційної надбудови. Постановою Кабінету Міністрів України №1773 від 12 листопада 1998 р. було створено Міжвідомчу координаційну раду з питань адаптації законодавства України до законодавства ЄС. При Прези-

дентові України з кінця серпня 2000 р. функціонує Національна рада з питань адаптації законодавства України до законодавства ЄС. Створено також Центр порівняльного права і Центр перекладів актів європейського права. На зазначені цілі на 2004 р. виділено коштів у розмірі 846 тис. грн [41].

Незважаючи на вжиті заходи, залишається багато питань, що потребують доопрацювання. Передусім йдеться про подальше поліпшення практики корпоративного управління; введення нових інструментів грошово-кредитної політики, що поширені на європейському просторі, вдосконалення менеджменту більшості з українських фінансових інститутів і, що найважливіше, забезпечення адекватного рівня доходів населення. На сучасному етапі, на наш погляд, слід зосередити увагу передусім на прийнятті таких нормативно-законодавчих актів, які б узгоджувалися з європейськими і не суперечили його основним нормам. На жаль, і дотепер трапляються приклади прийняття нормативних актів, основні положення яких не узгоджені з європейськими нормами.

Як один з прикладів рішень, що суперечать європейському законодавству, можна навести роботу державних органів з введення інституту "золотої акції". У 2003 р. Фонд держмайна Україна розпочав вводити механізм "золотої акції" для державних підприємств та тих, що готуються до приватизації. Це дає змогу зберігати вплив держави на рішення, що приймаються на стратегічних об'єктах навіть тоді, коли вона не матиме частку власності у приватизованій компанії. Водночас у Європейському Союзі останнім часом порушуються судові справи проти деяких країн, які застосовують цей механізм. Єврокомісія вважає, що інститут "золотої акції" суперечить вимозі вільного переміщення капіталу, що занотовано в Римській угоді від 1957 р. та підтверджено в Амстердамській угоді 1997 р. У положенні, що наводиться при цьому, проголошується, що "забороняється протидіяти вільному обігу капіталу між країнами-членами союзу, включаючи прямі інвестиції у підприємства, фінансові інститути й об'єкти нерухомості" [111].

Основні монетарні показники та їх співвідношення мають бути узгоджені з європейськими. Наведемо порівняльний аналіз складових грошових агрегатів єврозони і України за 2001 р. (табл. 5.2).

Таблиця 5.2

Складові грошових агрегатів зони євро та їх питома вага в грошовій масі на кінець 2001 р.*

Складові	M_1	M_2	M_3	Питома вага в M_3, %
Готівка в обігу	+	+	+	5
Депозити овернайт	+	+	+	36
Строкові депозити: до двох років	-	+	+	20
з правом дострокового погашення при повідомленні менш ніж за 3 місяці	-	+	+	25
Угоди про зворотний викуп	-	-	+	4
Цінні папери грошового ринку	-	-	+	7
Боргові цінні папери зі строком погашення до двох років	-	-	+	3

* Див.: ЄЦБ, [83].

Зазначимо, що структура грошової маси в Україні не відповідає наведеним співвідношенням: за аналогічний період, відповідно до даних НБУ, в структурі М3 готівка становила 42,7%, а безготівкові кошти - 57,3%. Такі співвідношення свідчать про недостатній рівень акумулювання грошових коштів на депозитах у фінансових установах. Отже, в Україні має бути проведена значна робота не тільки з формування певної фінансової системи, а передусім кардинальної зміни її соціально-економічного стану.

Для нашої держави низка параметрів розвитку європейських країн старого складу є недосяжними. Однак порівнюючи стан нашої економіки з рівнем макроекономічних і фінансових показників 10 країн, що ввійшли в ЄС у 2004 р., зазначимо, що розрив є значно меншим. Отже, видається важливим вивчення фінансової системи та політики тих країн, що спромоглися вступити до ЄС. Аналіз процесів адаптації економіки цих країн до вимог спільноти, досвід гармонізації національного законодавства, поступової лібералізації фінансових ринків, наближення структури грошових агрегатів тощо могли б допомогти нашій країні знайти правильний напрям у стратегіях і тактиках наближення до ЄС.

Для поширення процесів інтернаціоналізації фінансової діяльності у країнах-претендентах оцінюється лібералізація фінансових ринків країн, що претендують на входження до Європейського Союзу, їх відкритість європейським інституціям. Слід звернути увагу на кілька систем оцінок. ЄБРР проводить оцінку країн-реціпієнтів, що отримують його кошти, у сфері приватизації, лібералізації, реформування фінансового сектора та загальної інфраструктури. Ці оцінки узагальнюються та публіку-

ються в щорічному звіті ЄБРР "Економіка перехідного періоду". Згідно з оцінками 2003 р. безперечним лідером за рейтингом щодо малої приватизації та проведення реформ стала Угорщина, наступні місця посіли Чехія, Естонія, Польща, Латвія, Литва, Словаччина, Словенія. Однак в усіх цих країнах спостерігається недосконалість державного управління, недостатня глибина та ширина фінансових ринків [278]. Ознайомлення з побудовою економік цих країн дасть змогу проаналізувати слабкі місця кожної з них, зіставити з результатами рейтингу і визначити прийнятні шляхи побудови та розвитку економічної системи України. Це є важливим завданням наукової фінансової інфраструктури.

З метою отримання оцінки фінансового сектора країн-претендентів ЄБРР розраховує також кілька індексів, що включають показники ефективності проведення банківської реформи, фінансового регулювання, ступінь розвитку фондового ринку (табл. 5.3). Як видно з наведених даних, новим європейським фінансовим ринкам властивий помірний рівень лібералізації процентних ставок й індексу фінансового регулювання.

Таблиця 5.3

Індексна оцінка лібералізації банківського сектора в країнах-претендентах напередодні вступу до ЄС*

Країна	Індекс банківської реформи і лібералізації процентних ставок**		Індекс фінансового регулювання	Індекс розвиненості ринку цінних паперів
Болгарія	3-	3	2+	2
Естонія	3+	3+	2+	3
Латвія	4-	4	3+	3
Литва	4	4	4	3+
Польща	3	3	2	2+
Румунія	3	3-	2	3-
Словаччина	3+	4	4	3+
Словенія	3-	3	3-	2
Угорщина	3-	4	3+	2+
Чехія	3+	3+	3+	3

* Таблиця побудована за даними EBRD, Transition Report, 1999.

** Індекс має оцінку від 1 до 4+ (найбільше значення).

Значна увага приділяється аналізу валютної системи країн-претендентів на входження у Європейський Союз. Це пов'язано з особливою функцією Європейського центрального банку як центрального банку сукупності країн спільноти, що потребує розробки і запровадження єдиної монетарної політики. Крім того, функція контролю валютних операцій є іманентною будь-якому центральному банку країни, через яку він впливає на механізм створення платіжних засобів, зовнішньоекономічні операції тощо.

Особливо важливим є питання щодо прийнятого режиму курсоутворення й політики, яка проводиться відносно збереження рівня золотовалютних резервів (табл. 5.4.). Це важливо для визначення спроможності країни виконувати вимоги ЄЦБ стосовно обов'язкових (мінімальних) резервів, що, у свою чергу, використовуються для стабілізації процентних ставок грошового ринку, контролю за грошовою масою, управління її ліквідністю тощо.

Таблиця 5.4

Режими валютних курсів у країнах-претендентах на входження в Європейський Союз та в Україні [295, с. 47]

Країна	Режим валютного курсу	Рік введення	Коментарі: мета введення
Болгарія	Кошик валют	1997	Зменшення рівня гіперінфляції, поліпшення кредитоспроможності
Естонія	Те саме	1993	Прив'язка до DM (євро) і спільне плавання
Латвія	Фіксований курс	1994	Прив'язка до СДР
Литва	Кошик валют	1994	Прив'язка до долара
Польща	Плаваючий курс	2000	Підвищення гнучкості фінансової системи при збільшенні потоків капіталів і відповідному підвищенні волатильності
Румунія	"Брудне" плавання (кероване)	1997	З 1996 відбулась практична відмова від втручання у валютний ринок
Словаччина	Брудне плавання	1997	Запобігання витратам резервів
Словенія	Кероване плавання	1997	Запобігання інфляції та інфляційним очікуванням
Угорщина	Повзуча прив'язка	1995	Те саме
Чехія	"Брудне" плавання	1997	Зменшення тиску на резерви
Україна	**Кероване плавання**	**1999**	**Запобігання витратам резервів**

Дані табл. 5.4. показують, що більшість країн-претендентів за 7-8 років до вступу в ЄС вибрала плаваючий режим встановлення валютного курсу (керованого чи "брудного" плавання) з метою зменшення тиску на резерви, запобігання інфляційним процесам, прив'язки до міжнародних валют або валют європейських країн. Це дало змогу кожній з цих країн накопичити валютні резерви і тим самим створити резерв для підготовки до виконання вимог ЄЦБ.

Отже, процеси інтеграції та конвергенції вже охопили багато країн Східної Європи і підходять до кордонів України. Зусилля уряду нашої країни переважно мають бути спрямовані на формування національної ідентичної культури, яка б органічно вписувалась у європейський простір та забезпечувала подальше входження держави до міжнародної спільноти.

Післямова

Подолання негативних явищ, пов'язаних із розвитком фінансової системи у новостворених ринкових економіках, можливе за умов розвинутої фінансової інфраструктури. Вона може виступати каталізатором ринкових трансформацій, формувати траєкторію економічного, соціального, політичного та фінансового розвитку, визначати його темпи, передбачати можливі негативні зміни в майбутньому та їх наслідки. Фінансова інфраструктура діє через об'єктно-суб'єктні структури, створюючи інфраструктурне середовище, яке визначається поєднанням законодавчих, організаційних, наукових, комунікативних, облікових, міжнародних та інших її елементів.

Відсутність чітких критеріїв визначення інфраструктури та її складових зумовлює невизначеність і в засадах, підходах, методах й інструментах державного регулювання фінансових ринків та фінансової інфраструктури. Для системи державних регуляторів притаманні хаотичність, невідповідність цільовому призначенню, прийняття рішень, що характеризуються дрібним опікуванням й спрямовані на ситуаційний контроль та управління, що суперечить загальній концепції ринкової орієнтації економіки. У зв'язку з цим у роботі пропонується при запровадженні державної фінансової політики виділити ключові ринки та інструменти, ключових гравців та державні органи, що стимулюють розвиток систем, а також ключові інститути, які визначають "гасло" перетворень, норми та правила поведінки економічних суб'єктів. Це стосується національних, регіональних систем та концепції входження у міжнародний простір.

Сучасний стан фінансових ринків характеризується невідповідністю інфраструктурних елементів секторам, які вони обслуговують. У монографії обґрунтовується, що саме інфраструктурі мають бути властивими випереджальні темпи розвитку, а не відставання, вона має створювати умови для економічного зростання. Особливе значення при цьому мають складові фінансової політики, а саме: грошово-кредитне, валютне та емісійне регулювання, що має бути спрямоване на забезпечення достатнього обсягу грошової маси для розвитку виробництва, стабільних темпів зростання, досягнення стабільності й конвертованості національної валюти.

Одним з об'єктів цілеспрямованого впливу є регіони України. На регіональному рівні з різних причин, але насамперед у результаті традиційної централізованої моделі взаємовідносин бюджетів, асиметрії виробничої діяльності і розосередження фінансових інституцій, відчувається брак вільних коштів й зумовлена цим несамостійність регіональних суб'єктів управління. Активізації фінансової діяльності не сприяє також існуюча перерозподільна система бюджетних ресурсів. Отже, на сучасному етапі регіонального розвитку як ключовий інструмент можуть використовуватися муніципальні облігації, ключовий орган державного управління - міські, районні ради депутатів, ключовий ринок - регіональні фондові ринки. На нашу думку, ключовим інститутом може стати фінансова незалежність та оперативна самостійність місцевих та регіональних органів.

Досвід інших країн є суттєвим, а його використання може закласти фундамент для подальшого вибору та розробок моделі фінансової системи. Проте йдеться не про запозичення досвіду, а про визначення власних геофінансових пріоритетів на підставі вивчення цього досвіду в історичній перспективі та з урахуванням наслідків його впровадження. Отже, зовнішня фінансова політика України передусім включає прийняття стандартів діяльності на міжнародній арені. Ключовими гравцями при цьому є надійні фінансові інституції, якими виступають банки, що мають торувати шляхи до входження інших інститутів на світогосподарські ринки. Ключовим ринком нами вважається ринок європейських країн.

Додатки

Додаток 1

Таблиця 1

Рейтинги, які надають агенції при оцінці фінансових інструментів

Назва інструменту	Характеристика	S&P	Moody's
Корпоративні і муніципальні облігації, комерційні папери, акції	Спроможність позичальника сплачувати проценти і виплатити основну суму є дуже високою.	AAA, AA*, A	Aaa, Aa
	Адекватна можливість виплати процента і основної суми, прийнятні протекційні параметри розглядаються як спекулятивні, незважаючи на можливість позичальника сплачувати проценти і основну суму. Існують досить якісні та захисні характеристики, проте у разі зміни обставин вони стають непередбаченими і можуть бути ризикованими.	BBB	A, Baa
		BB, B, CCC, CC	Ba, B, Caa
	Доходні облігації, за якими не сплачуються проценти.	C	C
	Дефолтні облігації, виплата процента і повернення основної суми сумнівні.	C	C
	Недостатньо інформації для оцінки інструменту	NR	

* Цінні папери, які мають рейтинги АА або А, відрізняються від тих, що мають рейтинг ААА невеликим рівнем впливу на економічні умови та середовище.

Додаток 2

Таблиця Д.2.1

Ринки облігацій країн СНД та країн Прибалтики станом на кінець 2003 р.

Країна	Вид облігацій	Ступінь розвиненості, обсяг ринку, дол. США	Проблеми та переваги розвитку
1	2	3	4
Казахстан	Державні	2,5 млрд (42%)	Один з найбільш розвинених ринків серед країн СНД, загальний його обсяг становить 6 млрд дол. США (19% ВВП) Основний інвестор - пенсійні фонди
	Муніципальні	73 млн (1,2%)	
	Корпоративні	1,04 млрд (17,3 %)	
	Єврооблігації[1]	Близько 40% від усього ринку	
Російська Федерація	Державні	10,6 млрд	Зовнішній ринок значно більший за внутрішній Ліквідний вторинний ринок
	Муніципальні	2,8 млрд	
	Корпоративні	5,4 млрд	
	Єврооблігації	Суверенний борг - 42 млрд, корпоративні - 12,8 млрд, муніципальні єврооблігації становлять 930 млн	

1	2	3	4
Україна[1]	Державні	373 млн	Зовнішній ринок значно більший за внутрішній
	Муніципальні	-	
	Корпоративні	158 млн	
	Єврооблігації	Суверенні облігації - 3 млрд, муніципальні - 150 млн, корпоративні -260 млн	
Азербайджан	Державні	14 млн	Загальний обсяг ринку становить 0,2% ВВП Тенденції до скорочення ринку
	Муніципальні	-	
	Корпоративні	8 млн	
	Єврооблігації	-	
Вірменія	Державні	81,4 млн	Близько 2% ВВП[3]
Білорусь	Державні	411 млн	-"- 2,5% ВВП
Грузія	Державні	32,5 млн	-"- 0,8% ВВП
Киргизія	Державні	13 млн	
	Корпоративні	2,2 млн	
Молдова	Державні	98 млн	-"- 4,7% ВВП
	Корпоративні	1,2	
Таджикистан	Державні	3 млн	-"- 0,2% ВВП
Узбекистан	державні	46 млн	-"- 0,7% ВВП
	корпоративні	20 млн	
Туркменістан			Ринок практично не створено
Литва	Державні	1,4 млрд	Близько 17% ВВП, включаючи єврооблігації
	Муніципальні	Нд[4]	
	Корпоративні	74 млн	
	Єврооблігації	9,9 млрд, корпоративні - 227млн	
Естонія	Державні	6,5 млн	Близько 3,7% ВВП Розвинений ринок корпоративних облігацій на відміну від інших видів
	Муніципальні	Незначний	
	Корпоративні	186 млн	
	Єврооблігації	125 млн	
Латвія	Державні	370 млн	Загальний обсяг - близько 11,5% ВВП; висока концентрація випусків корпоративних облігацій
	Муніципальні	Нд	
	Корпоративні	250 млн	
	Єврооблігації	625 млн	

[1] Ураховуються суверенні, корпоративні та муніципальні єврооблігації.

[2] Показники відрізняються від даних офіційної статистики у зв'язку з урахуванням в основному ринкового сегменту цінних паперів.

[3] Тут і далі: ринок невеликий за розміром і становить певний відсоток ВВП.

[4] Нд - немає даних.

Примітка. Складено автором [215].

Таблиця Д.2.2

Непрямі інструменти монетарної політики

Інструменти	Переваги	Недоліки	Питання розробки та застосування	Досвід застосування та оцінка
1	2	3	4	5
Вимоги до резервування*	Допомагає сформувати попит на резерви і, відповідно, підвищити його передбачуваність. Підвищення вимог до резервування може бути корисним для одноразової стерилізації надлишкової ліквідності або для запровадження структурних змін попиту чи резервів	Високі вимоги призводять до збільшення податків. Це можна нейтралізувати шляхом винагороди за резерви за ринковими ставками. Податок може призвести до розширення спреду між кредитними та депозитними ставками і до відпливу грошових коштів на неорганізований ринок. Не придатний для короткотермінового управління ліквідністю, оскільки часті зміни перешкоджають управлінню банківським портфелем	Необхідно визначити і контролювати систему вимог, параметри активів, правила усереднення і ставки винагороди. Усереднення забезпечує банкам більшу гнучкість в управлінні власним портфелем	Активно використовується в деяких країнах, особливо в Латинській Америці та країнах з перехідною економікою. Через варіювання розміром вимог в політичних цілях у промислових країнах стало менш поширеним
"Вікно" переобліку	Ставка переобліку часто може бути засобом реалізації політичних планів як ключова ставка (Франція, Німеччина, США). Початковий вплив більший, ніж у операцій відкритого ринку, однак можуть існувати обмеження з боку регіональних центральних банків (ЄЦБ). Створюється попит на переоблікові папери. Можливе також використання в умовах, коли операції відкритого ринку обмежені через нестачу цінних паперів	Не дуже зручне для управління грошовою базою, оскільки доступ до "вікна" звичайно відкривається за ініціативою банків. Критерії переоблікових паперів чи надання доступу до "вікна" часто використовувалися для здійснення вибіркового кредитування	Ставка переобліку може перевищувати ринкову – тоді стимулу для доступу до ресурсів центрального банку не буде. В деяких країнах (США, Японія, Німеччина) ставка нижча за ринкову, тому необхідно застосовувати нецінові обмеження. Потрібно розробити такі елементи, як критерії для включення цінних паперів у т.з. “переоблікові” та для надання доступу банкам	У багатьох країнах застосовується як стандартний інструмент монетарного контролю, хоча доступ за ініціативою банків може зменшити його користь. Ефективність великою мірою визначається положеннями, що регулюють доступ до “вікна”. Також використовується центральним банком для морального впливу
Ломбардне "вікно", або "вікно" овердрафту	Надає ресурси для дуже короткострокових (забезпечених) кредитів, ціна яких звичайно вища за ціну будь-яких альтернативних джерел коштів. Може бути основним елементом системи платежів	Див. "Вікно переобліку”. Недоліки пов'язані з оголошенням ставок заздалегідь в умовах, коли банки регулюють доступ до ресурсів на свій розсуд	*Ломбард* вимагає від частини банків рішення про позики у центрального банку з відповідним забезпеченням та іншими умовами стосовно строків і правил доступу *Овердрафт* відбувається автоматично і може бути забезпеченим чи незабезпеченим	Стандартні інструменти в багатьох країнах. Ломбардна ставка може бути основним показником, що свідчить про зміни у фінансові політиці
Депозити державного сектора	Ураховуючи обсяги щоденного надходження та виходу державних коштів з банківського сектора, перерозподіл урядових депозитів між центральним банком та комерційними банками може бути основним елементом компенсації впливу цих потоків на короткотермінову ліквідність	Недостатня прозорість перешкоджає розвитку вторинного ринку державних цінних паперів	Механізми перерозподілу потрібні для того, щоб забезпечити справедливий розподіл між комерційними банками-конкурентами	Використовується в кількох країнах (Канада, Малайзія, Німеччина - до кінця 1993 р.). Потребує чіткої координації зусиль між центральним банком та казначейством

1	2	3	4	5
Кредитні аукціони	Забезпечують засоби утворення цін на кредити центрального банку. Можуть застосовуватися за умов недостатнього розвитку ринків та відсутності міжбанківської процентної ставки, встановлює еталонну процентну ставку, розподіляє кредити на ринкових засадах	Центральний банк наражається на кредитні ризики, які важко оцінити. Не завжди зручний інструмент для повсякденного управління, якщо аукціон не встигає закінчитися до кінця дня, піддається впливу проблеми “несприятливого вибору”	На початку кредитний ризик може бути зменшений через правила доступу. Кредит може бути дедалі більше забезпеченим у міру того, як з'являтимуться високоякісні цінні папери. За умов наявності достатнього забезпечення такі операції можна також структурувати як аукціони "репо"	Застосовуються на тимчасових засадах на ранніх етапах переходу до непрямих інструментів для заміни цільового кредитування на ринкове
Продаж паперів центрального банку на первинному ринку (операції типу операцій на відкритому ринку)	Ефективний інструмент короткотермінового управління ліквідністю, оскільки випуск відбувається за власним рішенням центрального банку, а для спрямування процентних ставок можуть застосовуватися різні форми аукціонів (тендерів). Якщо казначейство не бажає прийняти достатню гнучкість процентних ставок, папери центрального банку забезпечують операційну автономність ЦБ	Центральний банк може зазнати збитків, якщо для стерилізації ліквідності потрібен великий первинний випуск. Якщо цінні папери центрального банку мають обіг паралельно з казначейськими векселями, то за умов відсутності належної координації у відносинах між цими установами - емітентами можуть виникнути проблеми	Управління ліквідністю можна здійснити через поетапний первинний випуск. Процедури включають прийняття рішень стосовно системи аукціонів, партнерів, частоти випусків, строків погашення та правил розрахунку	Застосовується в багатьох країнах, особливо якщо є потреба відокремити цілі монетарної політики від цілей управління державним боргом. Також застосовується на недостатньо розвинутих вторинних ринках для того, щоб зробити можливими на них операції відкритого ринку
Продаж державних цінних паперів на первинному ринку (операції типу операцій на відкритому ринку)	Управління подібне до управління векселями центрального банку. Сприяє зміцненню фінансової дисципліни, якщо припиняється пряме фінансування з боку центрального банку	Цілі управління боргами можуть входити в конфлікт з монетарними цілям, якщо казначейство маніпулює аукціонами для отримання коштів на фінансування на рівні, нижчому від ринкового. Якщо монетарне управління залежить від первинних емісій, велика частота аукціонів може перешкоджати розвитку вторинного ринку	Те саме, як і у випадку з продажем цінних паперів центрального банку. Іноді, коли центральний банк має у своєму портфелі урядові цінні папери, замість прямих продаж на первинному ринку можуть застосовуватися аукціони типу "зворотні репо"	Застосовується на недостатньо розвинутих вторинних ринках для того, щоб зробити можливими на них операції відкритого ринку
Валютні свопи та термінові продажі та купівлі	У разі існування великого ринку іноземних валют, але недостатньої активності ринку урядових цінних паперів свопи можуть замінювати операції репо з урядовими паперами. Термінові продажі та купівля іноземних валют можуть бути корисними, якщо валютний ринок розвинутий більше за монетарний	Центральний банк може зазнати втрат, якщо валютні операції застосовуються для того, щоб зберегти нежиттєздатний обмінний курс	Необхідно розробити відповідні процедури управління ризиками	Свопи регулярно використовуються низкою країн (такими, як Німеччина, Греція, Малайзія, Швейцарія та Туреччина)
Операції на вторинному ринку (термінові продажі та купівлі або операції репо)	Можуть проводитися постійно; забезпечують гнучкість, прозорість, сприяють розвитку ринку. Викликають миттєву реакцію ринку грошей	Потребують ліквідного та глибокого вторинного ринку, а центральний банк повинен мати достатні запаси ринкових активів	Операції репо мають переваги у тому, що вони автоматично є реверсивними і можуть застосовуватися для компенсації сезонних коливань	Застосовуються у більшості країн, де є ліквідні та глибокі вторинні ринки

Додаток 3

Таблиця 1

Характеристики прямих та непрямих інструментів монетарної політики, їх переваги та недоліки

Прямі інструменти монетарної політики

Інструменти	Переваги	Недоліки	Питання розробки та застосування	Досвід застосування та оцінка
1	2	3	4	5
Контроль процентних ставок: встановлення верхньої або нижньої межі	Стримує вплив неконкурентного ціноутворення та умов обмеженого доступу до банківської сфери. Обмежує наслідки негативного відбору, особливо якщо інформація про позичальників недостатня, а контроль за банківською діяльністю слабкий. До цього заходу часто вдаються, коли керівні органи не можуть досягти бажаних процентних ставок ринковими засобами або коли довгострокові процентні ставки є політичною метою	Верхня межа легко долається шляхом переведення банківських депозитів в активи, що приносять доход за ринковою ставкою (наприклад іноземна валюта), або в товари. Призводить до адміністративного розподілу кредитних ресурсів. Верхні або нижні обмеження можуть призвести до відпливу грошових ресурсів із кредитно-фінансових установ на неорганізований ринок позикового капіталу або до перерозподілу кредитних ресурсів через банківські установи. Верхні межі знижують витрати, пов'язані з кредитними коштами, що спричиняє перевитрати капіталу	Може включати встановлення фінансових процентних ставок та спредів	Різні механізми контрою до цього часу застосовуються в різних країнах, а до кінця 80-х рр. вони використовувалися навіть у промислово розвинутих державах. Їх ефективність зменшується у міру того, як розвиваються ринки та фінансові інструменти. Ефективність потребує наявності сильної адміністративної системи
Верхнє обмеження кредитування для банків	Може бути ефективним засобом контролю банківського кредиту, якщо створення резервних грошей контролюється інакше або звести до мінімуму втрати монетарного контролю у період переходу до застосування непрямих інструментів, якщо механізм передачі невизначений	Оскільки кредитні обмеження визначаються не ринком, вони дедалі більше викривлюють процес розподілу банківських ресурсів. Такі обмеження можуть призвести до відпливу грошових ресурсів на неорганізований ринок і різкого зниження їх ефективності. Їх важко запровадити, якщо існує велика кількість банків	Квоти можуть залежати від капіталу, наявних кредитів та депозитів. Вторинний продаж невикористаних кредитних квот запроваджує елементи ринкового регулювання та пом'якшує викривлення	Застосувалось в Західній Європі кінця 1980-х рр. До цього часу використовується в деяких країнах Азії та Африки, країнах із перехідної економікою. Пропозиція грошей має відповідати попиту на них – у противному разі цей інструмент призводить до утворення надлишкових резервів і створює стимули для ухилення

1	2	3	4	5
Обов'язкові показники ліквідності	Створюючи стабільний попит на кваліфікаційні активи (переважно на державні боргові інструменти), ці нормативи знижують вартість кредитних ресурсів для емітента цих інструментів	Обмежують конкуренцію через запровадження обмежень на управління активами банку. Викривлюють формування ціни на цінні папери і гальмують вторинну торгівлю ними. Можуть призвести до відпливу грошових коштів на неорганізований ринок та різкого послаблення урядової фінансової дисципліни і, відповідно, втратити свою ефективність як засіб контролю грошей	Передбачають визначення прийнятних цінних паперів та строків погашення	До цього часу використовуються в багатьох країнах, але переважно з міркувань обачності, а останнім часом - і для забезпечення стабільного попиту на державні цінні папери Застосовуються як інструмент монетарної політики лише в тому плані, що надходження від продажу цінних паперів перебувають під контролем центрального банку. Як правило, це не так. Можуть бути корисним для короткострокового управління ліквідністю, коли надходження від продажу цінних паперів стерилізуються (Сінгапур)
Цільове кредитування	Метод розподілу кредитів центрального банку, що переважно використовується для фінансування окремих галузей економіки. Загалом забезпечує прямий контроль кредитними ресурсами, наданими центральним банком іншим банкам	Процес надання кредитів належно не контролюється, тому можливе неправомірне виділення ресурсів. Може застосовуватися для безпосереднього надання кредитів і державним підприємствам, послаблюючи таким чином вплив на бюджет	Необхідно створити механізм надання кредитів і забезпечити цільове використання коштів. Як правило, кредит не потребує забезпечення. Іноді надається через спеціальну установу переобліку	Застосовується в багатьох країнах з перехідною економікою. Через взаємозамінність навряд чи може бути ефективним у спрямування ресурсів. Потребує витрат коштів при розподілі ресурсів
Квоти переобліку від банку до банку	Зміцнюють основу міжбанківських ставок і, відповідно, вдосконалюють механізм передачі змін у процентних ставках. Також активно використовуються для переобліку (за привілейованими ставками) паперів конкретних галузей і забезпечення ліквідності конкретних банків	За необмеженого використання цього інструмента ставки дисконту, нижчі на ринковий рівень, ліквідують стимул для розвитку міжбанківського ринку грошей. Взаємозамінність не дає можливості оцінювати і контролювати шляхи та кінцеві цілі проходження коштів (якщо цей інструмент використовується в основному для цільового кредитування)	Потрібен механізм перерозподілу квот рефінансування та аналізу якості відповідних паперів	Застосовуються в розвинутих країнах на засадах обмеженого доступу, коли ставка рефінансування нижча за міжбанківську ставку (в Німеччині та США), та в інших місцях для створення стимулів до кредитування певних галузей (Туніс та Китай). Ставка рефінансування є загальновідомою, тому може бути ефективною як індикатор змін політики

Список використаної літератури

1. *Адамик Б.П.* Національний банк і грошово-кредитна політика: Навч. посіб. - Т.: Карт-бланш, 2002. - 278 с.

2. *Адекенов Т.М.* Банки и фондовый рынок: Анализ: Практика: Эволюция. - М.: Ось-98, 1997. - 160 с.

3. "Азиатский вирус" или "голландская болезнь: Теория и история валютных кризисов в России и других странах / В.В.Попов, М.Ф. Монтес : Пер. с англ. - 2-е изд. - М., 2000.- 136 с.

4. Акции и векселя в экономическом обороте Украины: Учеб.-справоч. пособие /Е.И.Красько - Х., 1999.- 280 с.

5. *Александров В.В., Задорожный Г.В., Юрченко Е.Е.* Финансово-кредитная система как фактор экономической безопасности транзитивного общества. - Х., 2002. - 236 с.

6. *Алексєєнко М.Д.* Капітал банку: питання теорії і практики: Монографія. - К., 2002. - 276 с.

7. *Алехин Б.* Валютный рынок и микроструктурные финансы // Вопр. экономики. - 2002. - № 8. - С. 51-65.

8. *Альбер М.* Капитализм против капитализма. - СПб., 1998. - С. 286.

9. Анализ банковской деятельности: Учеб. пособие для вузов / В.Н. Кочетков - К., 2000.- 192 с.

10. Анализ проектных рисков: Учеб. пособие для вузов/ М.В.Грачева - М., 1999.- 216 с.

11. *Андрущак Є.М., Підхомний О.М.* Уравління фінансовими ресурсами у процесі реструктуризації підприємств // Фінанси України. - 2002. - № 7(80). - С. 30-38.

12. *Аношин И., Гейнц Д.* Для чего нужны индексы? // Рынок ценных бумаг.- 2000. - № 2.

13. *Антипина О.Н.* Ассиметрия информации // Вестн. Моск. ун-та. - 2003. - № 2. - С. 110-125. - (Сер. 6. Экономика).

14. *Антонов Н.Г., Пессель М.А.* Денежное обращение, кредит и банки. - М.: Финстатинформ, 1995. - 272 с.

15. *Базилевич В.Д.* Страховий ринок України. - К.: Т-во "Знання"України, КОО, 1998. - 372 с.

16. *Бальцерович Л.* Фінансовий сектор у постсоціалістичних економіках // Екон. часоп. - 2002. - № 9. - С. 48-49.

17. Банки и банковские операции: Учеб. / Е.Ф.Жуков, Л.М.Максимова, О.М. Маркова и др. - М.: Банки и биржи, 1997. - 471 с.

18. Банки и банковское дело: Учеб. пособие для вузов / Под ред И.Т.Балабанова - СПб.: Питер, 2003.- 304 с.

19. Банківські інформаційні системи: Навч. посіб для ВНЗ / Н.В.Єрьоміна. - К., 2000. - 220 с.

20. Банки на развивающихся рынках: В 2 т.: Пер с англ. - М.: Финансы и статистика, 1994. - Т.2: Барлтон, Крис Дж., МакНотон Диана. Интерпретирование финансовой отчетности. - 240 с.

21. Банковская деятельность: регулирование и надзор / Ю.А.Родзинский. - СПб., 2000. - 112 с.

22. Банковское дело: Учебник / В.И.Колесников, Л.П.Кроливецкая, Н.Г. Александрова и др.; Под ред В.И.Колесникова, Л.П.Кроливецкой. - М.: Финансы и статистика, 1995. - 475 с.

23. Банківське право України: Навч. посіб. / За ред. А.О.Селіванова. - К.: Вид. дім "Ін Юре", 2000. - 384 с.

24. *Баранова В.Г., Сташкевич Н.М.* Деякі питання вечурного фінансування в Україні // Вісн. соц.-екон. дослідж. - 2002. - № 12. - С. 346-349.

25. *Белоглазова Г.Н., Толоконцев И.Т.* Денежное обращение и банки: Учеб. пособие для вузов - М., 2000.- 272 с.

26. *Беттс П.* Денежные мешки собраны во Франции // Делов. неделя. - 2003. - 3-9 июля.

27. *Білорус О.* Стратегічні імперативи розвитку в умовах глобалізації // Екон. часоп. - 2001. - № 10. - С. 3-8.

28. *Белых Л.П.* Устойчивость коммерческих банков: Как банкам избежать банкротства. - М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1996. - 192 с.

29. *Бакуменко В.Д.* Формування державно-управлінських рішень: проблеми теорії, методології, практики: Монографія. - К.: Вид-во УАДУ, 2000.- //с.

30. *Белолипецкий В.Г.* Финансы // Экономическая теория на пороге XXI века. - Т.4: Финансовая экономика / Под ред. Ю.М.Осипова, В.Г.Белолипецкого, Е.С.Зотовой. - М.: Юристъ, 2001. - С. 289-306.

31. Биржевое дело: Учеб. для вузов / В.А.Галанов, А.И.Басов, Е.В.Афанасьев и др. - М.: Финансы и статистика, 2000. - 303 с.

32. Биржевое дело: Учеб для вузов / О.И.Дегтярева, О.А.Кандинская. - М., 2000. - 503 с.

33. *Бишофф А.* Краткий обзор истории и теории банков с приложением учения о биржевых операциях: Пер. с нем. - Ярославль, 1987. - 105 с.

34. *Бланк И.А.* Стратегия и тактика управления финансами. - К.: "Итем.ЛТД"- СП "АДЕФ-Украина", 1996. - 534 с.

35. *Бодров В.Г.* Трансформація економічних систем: концепції, моделі, механізми регулювання та управління: Навч. посіб. - К.: Вид-во УАДУ, 2002. - 81 с.

36. Большой экономический словарь / Сост. М.Ю.Агафонова; Под ред. А.Н.Азрилияна. - 2-е изд. - М.: Ин-т нов. экономики, 1997. - 864 с.

37. *Бор М.З., Пятенко В.В.* Менеджмент банков: организация, стратегия, планирование. - М.: ДИС, 1997. - 284 с.

38. *Боринець С.Я.* Розвиток сучасних грошово-валютних відносин (нац. і міжнар. аспекти). - К.: Педагогіка, 1997. - 157 с.

39. *Боринець С.Я.* Міжнародні фінанси: Підручник. - К.: "Знання-Прес", 2002. - 311 с.

40. *Браун Г., Айхель Г., Саркози Н.* Министры финансов крупнейших стран ЕС ставят новые задачи // Делов. неделя. - 2004. - 27 мая-2 июня.

41. *Брыль Р.* Под дверью ЕС // Инвестиц. газ. - 2004. - 20 янв.

42. *Брюстер Д.* Интерес к хеджевым фондам ослабевает // Делов. неделя. - 2004. - 12-18 авг. - С. 16.

43. *Буздалин А.В.* Надежность банка как мера субъективной уверенности // Банков. дело. - 1999. - № 2. - С. 30-35.

44. *Бурлачков В.* Современные проблемы теории валютного курса // Вопр. экономики. - 2002. - № 3. - С. 17-30.

45. *Бурмака М., Алентьєв І.* Регіональна економічна політика та фондовий ринок в Україні // Регіон. економіка. - 2001. - № 3. - С. 35-46.

46. Валютне регулювання: Навч. посіб. для ВНЗ / В.А.Ющенко, В.І.Міщенко - К., 1999. - 359 с.

47. *Василенко С.* Фінансово-правові чинники забезпечення безпеки інвестора та кредитора на фондовому ринку України // Підприємництво, господарство і право. - 2001. - № 1. - С. 74-80.

48. *Васюренко О.В., Азаренкова Г.М.* Фінансове управління потребує точного визначення окремих понять // Фінанси України. - 2003. - №1. - С. 28-33.

49. *Василик О.Д.* Теорія фінансів: Підручник - 4-те вид., доп. - К.: НІОС, 2003. - 416 с.

50. *Ведута Е.Н.* Стратегия и экономическая политика государства. - М.: Академ. проспект, 2003. - 456 с.

51. *Вівчарин Н.* Проблеми розвитку ринкової інфраструктури в контексті інтеграції україни до ЄС // Наук. зап. - 2001. - Вип. 9. - С. 39-43. - (Сер. "Економіка").

52. *Вітлінський В.В.* Аналіз, оцінка і моделювання економічного ризику. - К.: ДЕМІУР, 1996. - 211 с.

53. *Вітлінський В.В.* Концептуальні засади ризикології у фінансовій діяльності // Фінанси України. - № 3. - 2003. - С. 3-9.

54. *Внукова Н.Н.* Банковские операции: расчетное и кредитное обслуживание предприятий: Учеб. пособие. - Х.: Модель Вселенной, 2002. - 512 с.

55. *Война О.А.* Економічний ризик: математичні моделі та методи керування: Навч. посіб. - К.: Вид.-поліграф. Центр "Київ. Ун-т", 2001. - 99 с.

56. Вступ до банківської справи / М.І.Савлук, А.М.Мороз, А.М.Коряк; Україн. Фін.-банк. шк. - К.: Лібра, 1998. - 342 с.

57. *Гальчинський А.С.* Основи економічної теорії. - К.: Вищ. шк., 1995. - 471 с.

58. *Гитман Л. Дж., Джонк М.Д.* Основы инвестирования: Пер. с англ.- М: Дело, 1997. - 991 с.

59. *Глущенко С.В., Коверзнєв А.М.* Системи обліку прав на фондовому ринку // Фінанси України. - 2003 .- № 4. - С. 125-129.

60. Государственное регулирование рыночной экономики: Учеб. / Под общ. ред. проф. В.И.Кушлина. - М.: Изд-во РАГС, 2002. - 832 с.

61. *Гриньова В.М. Попов О.Є.* Концептуальні основи формування системи корпоративного управління в Україні // Зб. наук. пр. Черкас. держ. технолог. ун-ту. - 2002. - № 1. - С. 74-81.

62. *Гринберг Р.* Постсоюзное экономическое пространство: коллизии и сценарии развития // Россий. экон. журн. - 1996. - № 10. - С. 53-60.

63. Гроші та кредит: Підручник / За ред. проф. Б.С.Івасіва. - Т.: Карт-бланш, 2000. - 510 с.

64. *Грудзевич І.Я.* Регіональні особливості формування і розвитку інфраструктури фінансового ринку: Автореф. дис.... канд.екон.наук / Ін-т регіон. дослідж. НАНУ. - Л., 2002. - 20 с.

65. *Губський Б.В.* Економічна безпека України: методологія виміру, стан і стратегія забезпечення. - К., 2001. - 122 с.

66. *Гумен І.* Складові банківських рейтингів: науково-практичний аспект // Вісн. НБУ. - 2000. - № 1. - С. 57-60.

67. *Данько М.С.* Формування ринку науково-технічної продукції як передумова інноваційного шляху розвитку економіки // Проблеми науки. - 2002. - № 4. - С. 28-31.

68. *Дегтярьова Н.* Теоретичні засади інвестування на ринку цінних паперів // Ринок цін. паперів України. - 2002. - № 9-10. - С. 33-39.

69. *Денисенко М.П.* Фондовий ринок України: ретроспектива та погляд у майбутнє // Акціонер. - 2002. - № 3. - С. 42-48.

70. Деньги. Кредит. Банки: Учеб. для вузов / Е.Ф.Жуков, Л.М.Максимова, А.В.Печникова и др.; Под ред. проф. Е.Ф.Жукова. - М.: ЮНИТИ, 2000. - 622 с.

71. Денежное обращение в Украине: Сб. нормат. док. / Сост. В.Г.Сировец. - Х., 1999. - 192 с.

72. Державне управління в Україні: централізація та децентралізація: Монографія / Відп. ред проф. Н.Р.Нижник. - К.: Вид-во УАДУ, 1997.

73. Деякі питання розвитку інноваційної інфраструктури в Україні й напрями діяльності державної інноваційної компанії у 2003 р.: Постанова Кабміну України від 5 трав. 2003 р. № 655. - К., 2003.

74. *Диба М.І.* Регулювання в сучасній економічній системі. - К.: КНЕУ, 2000. - 220 с.

75. *Долан Э Дж. и др.* Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика / Пер. с англ. В.Лукашевича и др.; Под общ. ред. В. Лукашевича. - Л.: Профико, 1991. - 448 с.

76. *Дроб'язко А.* Зростання реальної грошової пропозиції в 2000-2001 роках та економічне зростання в Україні // Банк. справа. - 2001. - № 3. - С. 27-29.

77. *Евстигнеееева Л, Евстигнеев Р.* Глобализация и российские регионы // Проблемы теории и практики упр. - 2003. - № 1. - С. 81-88.

78. Економічна енциклопедія: У 3 т. / Відп. ред. С.В.Мочерний. - Тернопіл. Акад. народ. госп-ва, 2002. - К.: Вид. центр "Академія", 2002. - Т. 3. - 952 с.

79. Економічний словник: банківська справа, фондовий ринок / Л.М.Алексеєнко, В.М.Олексієнко, А.І. Юркевич - К.: Видав. "Максимум"; Т.: Екон. думка, 2000. - 592 с.

80. *Ершов М.В.* Валютно-финансовые механизмы в современном мире (кризисный опыт конца 90-х). - М., 2000 - 319 с.

81. *Ерохин С.А.* Синергическая парадигма современной экономической теории // Актуал. проблеми економіки. - 2001. - № 1-2. - С. 9-14.

82. *Єрмакович С.* Державне регулювання роботи кредитних установ у Німеччині // Командор. - 1997. - № 3-4. - С. 19-20.

83. *Жданов В.І.* Грошові агрегати та забезпечення потреб ліквідності банківської системи в зоні євро // Формування ринкових відносин в Україні. - К.: НДЕІ МЕПЄІУ, 2002. - С. 41-46.

84. *Жуков Е.Ф.* Менеджмент и маркетинг в банках: Учеб. пособие. - М.: Банки и биржи, 1997. - 191 с.

85. *Загородній А.Г., Вознюк Г.Л., Смовженко Т.С.* Фінансовий словник. - Л.: Центр Європи, 1997. - 576 с.

86. *Задоя А.О., Ткаченко І.П.* Структура та функції сучасного фінансового ринку // Фінанси України. - 1999. - № 5. - С. 3-10.

87. *Заруба О.Д.* Банківський менеджмент та аудит. - К.: Лібра, 1996. - 224 с.

88. *Зубок М.І., Ніколаєва Л.В.* Організаційно-правові основи безпеки банківської діяльності в Україні: Навч. посіб. - К.: Істина, 2000. - 88 с.

89. *Іваницька О.М.* Зміцнення місцевих фінансів шляхом здійснення муніципальних запозичень// Бюджетна політика у контексті стратегії соціально-економічного розвитку України: Монографія: У 6 т. / Ред: М.Я.Азаров (голова) та ін. - К.: НДФІ, 2004. - Т. 5.- С. 107-148.

90. *Іваницька О.М.* Значення наукової інфраструктури в розвитку фінансового ринку // Вісн. НАДУ. - 2004. - № 2. - С. 228-234.

91. *Іваницька О.М.* Врахування тенденцій розвитку глобальних фінансових ринків при запровадженні фінансової політики України //Вісн. НАДУ. - 2004. - № 1. - С.224-232.

92. *Іваницька О.М.* Державне регулювання розвитку інфраструктури фінансового ринку в Україні: Держава та регіони: Зб. наук. пр. - Запоріжжя: ЗІДМУ, 2003. - № 2.- С. 54-57. - (Сер. “Держ. упр.”).

93. *Іваницька О.М.* Фінансова інфраструктура та її вплив на ефективність фінансових ринків // Вісн. НАДУ. - 2003. - № 4. - С. 188-194.

94. *Іваницька О.М.* Вплив зміцнення фінансової системи на зростання доходів населення України // Держава та регіони.-Запоріжжя: ЗІДМУ, 2003. - № 4. - С. 106-108. - (Сер. “Економіка”).

95. *Іваницька О.М.* Міжнародний досвід використання ресурсів пенсійних фондів і можливості його застосування в Україні // Вісн. УАДУ. - 2003. - № 3. - С. 431-436.

96. *Іваницька О.М.* Гендерні аспекти державної служби - К.: Вид-во Соломії Павличко "Основи", 2002.- 335 с.

97. *Іваницька О.М.* Ринок страхових послуг як складова фінансового ринку //Вісн. УАДУ. - 2003. - № 1. - С. 135-141.

98. *Іваницька О.М.* Фінансовий ринок і корпоративне управління //Вісн. УАДУ. - 2002. - № 4. - С. 104-110.

99. *Іваницька О.М.* Регіональні аспекти діяльності комерційних банків в Україні // Зб. наук. пр. УАДУ - К.: Вид-во УАДУ, 2002. - Вип. 2. - С. 130-137.

100. *Іваницька О.М.* Государственное регулирование повышения эффективности функционирования финансовых рынков // Современные проблемы государственного управления: Сб. ст. / Под общ. ред. В.К.Егорова, А.Я.Быстрякова, В.М.Герасимова.- М.: РАГС, 2002. - С. 64-71.

101. *Іваницька О.М.* Розвиток теорії мультиплікативного зростання депозитів і монетарні проблеми України //Зб. наук. пр. УАДУ. - 2002. - Вип.1.- С.53-61.

102. *Іваницька О.М.* Запровадження функції центрального банку "кредитор останньої інстанції"// Вісн. УАДУ. - 2002. - № 2. - С. 89-94.

103. *Іваницька О.М.* Роль фінансової системи у проведенні соціально-економічних реформ у регіонах України // Управление социально-экономическим развитием регионов Украины и АР Крым: Материалы Всеукр. межвуз. науч.-практ. конф. 17 мая 2002 г. - Симф.: Таврич. нац. ун-т им. В.И.Вернадского, 2002. - С.110-113.

104. *Іваницька О.М.* Державне регулювання фінансової системи в перехідних економіках: зовнішньоекономічні аспекти // Суспільні реформи та становлення громадянського суспільства в Україні: Матеріали наук.-практ. конф. / За ред В.І.Лугового, В.М.Князева. - К.: Вид-во УАДУ, 2001. - С. 57-59.

105. Іваницька О.М. Взаємодія фінансових ринків і економічне піднесення // Вісн. УАДУ. - 2001. - № 4. - С. 68-72.

106. *Іваницька О.М.* До проблеми оцінки ефективності фінансових ринків // Вісн. УАДУ. - 2001. - № 3. - С. 75-80.

107. Іваницька О.М. Особливості аналізу потреб та організації підвищення кваліфікації державних службовців у зарубіж-

них країнах (розділ V) // Підвищення кваліфікації державних службовців: вивчення потреби та організація навчання: Зб. наук. пр. / Кол авт.: М.О.Скоромнюк, Н.Г.Протасова, В.Г.Понеділко та ін. - К.: Вид-во УАДУ, 2000. - С. 121-137.

108. *Іваницька О.М. та ін.* Local and Regional Tax Administration in Ukraine Local and Regional Tax Administration in Transition Countries/Edited by Mihaly Hogye. -Open Society Institute/ Local Government and Public Service Reform Initiative, © 2000. Chapter YII - P. 349-400.

109. *Іваницька О.М.* Фінансування місцевих та регіональних програм розвитку та соціального забезпечення // Зб. наук. пр. УАДУ. - 2000. - Вип. 2. - Ч.4. - К.: Вид-во УАДУ, 2000. - С. 74-77.

110. Іваницька О.М. Фінансове забезпечення процесу прийняття рішень на місцевому та регіональному рівнях шляхом випуску та управління муніципальними цінними паперами // Проблеми реформування державного управління: Зб. наук.пр./ За заг. ред. В.М.Князева. - К.: Вид-во УАДУ, 2000. - С. 56-102.

111. *Іваницька О.М.* Фінансові ринки: Навч. посіб.- К.: Вид-во УАДУ, 1999. - 99 с.

112. *Іваницька О.М.* Кар'єрні системи і гендерне питання // Жінка в науці та освіті: Матеріали міжнар. конф. - К., 1999.

113. *Іваницька О.М.* Розвиток ринку муніципальних цінних паперів: Зб. наук. пр. УАДУ. - К.: Вид-во УАДУ, 1999. - Вип. 2. - Ч. 2. - С. 168-170.

114. *Іваницька О.М.* Три моделі взаємодії представників НУО, ЗМІ, урядовців і населення // Світ у долонях - 1999. - №1(6).- С. 31-32.

115. *Іваницька О.М.* Зовнішній борг та проблеми економічного розвитку // Вісн. НБУ.- 1998. - № 2.

116. *Іваницька О.М., Мазуренко В.П.* Прогнозування валютних курсів в Україні // Вісн. Київ. ун-ту. - К., 1998. - (Сер. "Міжнар. відносини").

117. *Іваницька О.М.* Створення комерційних систем надання аналітичної інформації: Зб. наук. пр. УАДУ. - К., 1998.

118. *Іваницька О.М.* External Debt and Economic Growth // Herald of the National Bank of Ukraine. - 1998. - №1.

119. *Іваницька О.М.* Мазуренко В.П. Взаємодія уряду і банків в процесі реформування національної економіки // Вісн. Київ. ун-ту. - К., 1997. - С. 76-77. - (Сер. "Міжнар. відносини").

120. *Іваницька О.М.* Основы финансового менеджмента / под ред. А.С. Пшеничнюка: Учеб. - К.: Укр. финансово-экон. ин-т, 1996.- 160 с.

121. *Іванов В.М., Софіщенко І.Я.* Грошово-кредитні системи зарубіжних країн - К., 2001. - 272 с.

122. *Иванов В.М.* Деньги и кредит: Курс лекций. - К.: МАУП, 1999. - 230 с.

123. Індустріальна економіка: теорія, фірма, регіон / За заг. ред. Л.Х.Доленко - О.: КПОНД, 2002. - 315 с.

124. *Иноземцев В.Л.* Расколотая цивилизация. - М.: Academia-Наука, 1999. - 724 с.

125. Інноваційна стратегія українських реформ / А.С.Гальчинський, В.М.Геєць, А.К.Кінах, В.П.Семиноженко. - К.: Т-во "Знання" України, 2002. - 336 с.

126. *Калина А.В., Кощеев А.А.* Работа современного коммерческого банка: Учеб.-метод. пособ. - К.: МАУП, 1997. - 224 с.

127. *Канцеленбаум З.С.* Учение о деньгах и кредите. - М.: Экон. жизнь, 1927 г. - с. 410

128. *Карчева Г.* Розвиток інформаційного забезпечення банківського нагляду НБУ // Вісн. НБУ. - 2002. - № 5(75). - С. 68-71.

129. *Качаєв Ю.* Територіальні фактори банківської діяльності в Україні // Вісн. Нац. банку України. - 2001. - № 4. - С. 111-15.

130. Кинг, Альфред М.: Тотальное управление деньгами: Пер. с англ. - СПб.: Полигон, 1999. - 448 с.

131. *Князев В.М.* Соціальна технологія та управління політичними процесами в Україні. - К.: НІСД, 1995. - Вип. 38.

132. *Ковалев В.В.* Курс финансовых вычислений - М., 1999.- 238 с.

133. *Ковальчук А.Т.* Банківський кредит: правові засоби повернення. - К.: Т-во "Знання" України, 2001. - 152 с.

134. *Ковалюк О.М.* Фінансовий механізм організації економіки України (проблеми теорії та практики) - Л.: Вид. центр Львів. нац. ун-ту ім. І. Франка, 2002. - 396 с.

135. *Козюк В.В.* Сучасні центральні банки: середовище функціонування та монетарні рішення: Монографія. - Т.: Астон, 2001. - 300 с.

136. *Кокурин Д.И.* Инфраструктура инновационной сферы: финансовый аспект // Экономическа теория на пороге XXI века - Т. 4: Финансовая экономика / Под ред. Ю.М.Осипова, В.Г.Белолипецкого, Е.С.Зотовой. - М.: Юристъ, 2001. - С. 207-219.

137. *Колемаев В.А.* Математическая экономика: Учеб. для вузов. - М., 1998.- 240 с.

138. *Коллонтай В.М.* Эволюция современных финансов // Экономическа теория на пороге XXI века - Т. 4: Финансовая экономика / Под ред. Ю.М.Осипова, В.Г.Белолипецкого, Е.С.Зотовой. - М.: Юристъ, 2001. - 704 с. - С. 19-28.

139. Комплексна програма розвитку банківської системи України на 2003-2005 рр. - К., 2003.

140. *Кондаурова І.О.* Виробнича інфраструктура первинної ланки економіки в умовах переходу до ринку: Автореф. дис. ... канд.екон. наук / Донец. нац. ун-т. - Донецьк, 2001. - 20 с.

141. *Коноваленко Т.* Становлення і розвиток банківської справи Японії // Вісн. НБУ. - 1998. - № 4. - С. 40.

142. *Константинов Ю.А.* Финансовый кризис: причины и преодоление. - М.: ЗАО "Финстатинформ", 1999. - 156 с.

143. *Кочетков В.Н.* Анализ банковской деятельности: теоретико-прикладной аспект. – К.: МАУП, 1999. - 190 с.

144. *Красавина Л.Н.* Международные валютно-кредитные и финансовые отношения. - М.: Финансы и статистика, 1994. - 206 с.

145. Круглый стол по вопросам инфраструктуры рынка ценных бумаг // Рынок цен. бумаг. - 2000. - № 2.

146. *Крупка М.І., Скаско О.І.* Стратегія управління процесом кредитування реального сектора економіки // Фінанси України. - 2003. - № 7. - С. 108-112.

147. *Кручок С.І.* Іпотечне кредитування: Європейська практика та перспективи розвитку в Україні. - К.: Урожай, 2003. - 208 с.

148. *Кузнєцов В.О.* Підтримка муніципальних інвестицій // Моніторинг інвестиційної діяльності в Україні. - 1998. - Вип. 2. - С. 6-9.

149. *Кузнєцова Н.С., Назарчук І.Р.* Ринок цінних паперів в Україні: Правові основи формування та функціонування. - К.: Юрінком Інтер, 1998. - 528 с.

150. *Кузьмін О.Є., Комарницький І.М.* Фінансова інфраструктура для підтримки малих підприємств // Фінанси України. - 2003. - № 2(87). - С. 87-96.

151. *Куликов А.Г., Голосов В.В., Пеньков Б.Е.* Кредиты. Инвестиции. - М.: Приор, 1995. - 144 с.

152. *Лагутін В.Д.* Монетарна політика в трансформаційній економіці: довіра, стратегія, механізми реалізації / В.Д.Лагутін, Т.О.Кричевська. - К.: КНТЕУ, 2004. - 268 с.

153. *Лагутін В.* Догматизм грошово-кредитної політики як гальмо економічного зростання в Україні // Банк. справа. - 2001. - № 4.- С.33-40.

154. *Лепейко Т.И.* Методология управления инвестиционными ресурсами финансового рынка: Монография. - Х.: Изд-во ХГЭУ, 2002. - 288 с.

155. *Лісовий В.* Роль національної депозитарної системи як механізму забезпечення прав власності на ринку цінних паперів // Пріоритети. - 2002. - № 4. - С. 26-29.

156. *Литвицький В.* До історії фінансової стабілізації в Україні // Вісн. НБУ. - 2002. - № 6(76). - С. 7-11.

157. *Лихолат С.М.* Інфраструктура ринку // Вісн. Львів. комерц. акад. - 2001. - Вип. 9. - С. 185-191. - (Сер. "Економічна").

158. *Лихолат С.М.* Моніторинг інфраструктури України // Економіка: проблеми теорії та практики: Зб. наук. пр. - 2001. - Вип. 113. - С. 89-93.

159. *Лукьяненко Д.Г.* Стратегії економічного розвитку в умовах глобалізації - К.: КНЕУ, 2001.- 538 с.

160. *Луцишин З.О.* Трансформація світової фінансової системи в умовах глобалізації. - К.: Вид. центр "ДрУк", 2002. - 320 с.

161. *Лымарь Е.Е.* Роль банковской системы в формировании инфраструктуры финансового рынка // Вісн. Харків. нац. ун-ту ім. В.Н.Каразіна. - 2001. - № 508. - С. 205-208.

162. *Львов Ю.І.* Банки и фондовый рынок - СПб.: РИЦ "КультИнформ Пресс", 1995. - 528 с.

163. *Лютий І.О.* Грошово-кредитна політика в умовах перехідної економіки. - К., 2000. - 240 с.

164. *Лютий І.О.* Депозитний ринок в інвестиційній політиці економічного зростання // Фінанси України. - 2002. - № 5(78). - С. 3-8.

165. *Макаренко М.І.* Бюджетно-монетарне регулювання цін у перехідній економіці України. - К.: Т-во “Знання” України, 2002. - 304 с.

166. *Маркарян К.В.* Меняющаяся роль государства в постиндустриальной экономике // Вест. Моск. ун-та. - 2003. - № 2. - С. 3-11. - (Сер. 6. “Экономика”).

167. *Маркова О.М., Сахарова Л.С., Сидоров В.Н.* Коммерческие банки и их операции: Учеб. пособ. - М.: Банки и биржи, 1995. - 288 с.

168. *Масленченков Ю.С.* Финансовый менеджмент в коммерческом банке: Фундаментальный анализ. - М.: Перспектива, 1996. - 160 с.

169. *Маслова С.О., Опалов О.А.* Фінансовий ринок: теорія та практика: Навч. посіб. - Житомир: ЖІТІ, 2002. - 416 с.

170. *Мертенс А.В.* Инвестиции. - К.: Киев. инвестиц. агенство, 1997.

171. *Миловидов В.Д.* Современное банковское дело: Опыт и организация функционирования банков США. - М.: Изд-во МГУ, 1992. - 173 с.

172. *Мишкін, Фредерік С.* Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків: Пер з англ. - К.: Основи, 1998. - 963 с.

173. *Мисак С.О.* Фінансова політика. - К., 2002 - 140 с.

174. *Мних М.* Проблеми та напрями вдосконалення державної політики в галузі страхування // Економіка, фінанси, право. - 2000. - № 8. - С. 27-29.

175. *Мозговий О.* Пріоритетні напрями підвищення законодавчого рівня захисту прав акціонерів в Україні // Ринок цін. паперів України. - 2002. - № 3-4. - С. 5-8.

176. *Моисеев С.* Взлет и падение монетаризма // Вопр. экономики. - 2002. - № 9. - С. 92-104.

177. Муніципальні фінанси для України: Підготовлено для Бюро житлових та міських програм USAID/ Ін-т держ. упр. і самоврядування при КМУ. - К., 1994. - 60 с.

178. *Мошето Б., Планьоль А.* Международная банковская деятельность - М.: Изд-во “Интратэк-Р”, 1994. - 124 с.

179. *Нижник Н., Керецман В., Саєнко В.* Співвідношення державного регулювання регіонального розвитку та регіонального управління // Вісн. НАДУ. - 2004. - № 1. - С. 275-279.

180. *Новицький В.* Геоекономічні пріоритети в контексті сучасного світогосподарського порядку // Екон. часоп. - XXI. - 2004. - № 5. - С. 11-12.

181. *Новикова В.* Характеристика действующих моделей рейтинга надежности банков // Бюл. финанс. информ. - 1996. - № 9(16). - С. 12-23.

182. *Новікова І.В.* Досвід та проблеми венчурного фінансування // Проблеми науки. - 2000. - №11. - С. 23-31.

183. Общая теория денег и кредита: Учеб. / Е.Ф.Жуков, Л.М.Максимова, Н.М.Зеленкова и др.; Под ред. Е.Ф.Жукова. - М.: Банки и биржи, 1995. - 302 с.

184. Обзор основных тенденций российской экономики (из экономического обзора ОЭСР) // Вопр. экономики. - 2002. - № 5. - С. 39-83.

185. *Опарін В., Федоров В.* Концептуальні основи фінансової стратегії економічного зростання в Україні // Економіка України. - 2002. - № 2. - С. 18-24.

186. Операции коммерческих банков с ценными бумагами / О.И.Мартынова - М., 2000.- 272 с.

187. *Опришко В.О.* Формування корпоративної культури в Україні // Держ. інформ. бюл. про приватизацію. - 2000. - № 10(98). - С. 42-45.

188. *Осипов Ю.М.* Философия хозяйства: В 2 кн. - М.: Юристъ, 2001. - 624 с.

189. *Осипов Ю.М.* Финансовая экономика как высшая форма бытия экономики // Экономическая теория на пороге XXI века. - Т.4: Финансовая экономика / Под ред Ю.М.Осипова, В.Г.Белолипецкого, Е.С.Зотовой. - М.: Юристъ, 2001. - С. 5-18.

190. *Павленко Г., Галь И., Мороз А.* Госбанк и развитие народного хозяйства Украины. - К., 1974. - С. 15.

191. *Пастернак-Таранущенко Г.А.* Економічна безпека держави: Підручник. - К.: ІДУС, 1994. - 140 с.

192. *Пензин К.* Современное состояние и перспективы развития мирового рынка производных инструментов: Стандартные биржевые контракты // Рынок цен. бумаг. - 2000. - № 21. - С. 16.

193. Перспективні дослідження. - № 16. - 2001. - С. 41.

194. *Петерс Э.* Хаос и порядок на рынках капитала: Новый аналитический взгляд на циклы, цены и изменчивость рынка: Пер. с англ. - М.: Мир, 2000.- 333 с.

195. *Підгайна Н.Я.* Роль капіталу в міжнародних економічних відносинах // Фінанси України. - 2002. - № 9(82). - С. 92-96.

196. *Плешанов А.Д.* Россия и “золотых дел мастера” (о надгосударственной денежно-кредитной системе управления социальными процессами) // Экономическая теория на пороге XXI века / Под ред. Ю.М.Осипова, Е.С.Зотовой. - М.: Юристъ, 2000. - Т. 3 - 664 с.

197. Політична економія: Навч. посіб. / За ред. д-ра екон. наук, проф. В.Г.Бодрова, д-ра екон. наук, проф. В.О.Рибалкіна. - К.: Академвидав, 2004. - 672 с.

198. *Поляков В.П., Московина Л.А.* Основы денежного обращения и кредита: Учеб. пособие. - М.: ИНФРА-М, 1995. - 208 с.

199. *Порохня В.М.* Моделювання фінансових потоків: Монографія. - Запоріжжя, 2002. - 336 с.

200. *Портер, Роберт С.* Введение в регулирование, надзор и анализ банковской деятельности // Рабочие материалы Института экономического развития / Миров. банк. - Вашингтон, 1992. - 108 с.

201. *Присняков В.Ф.* Нестационарная макроэкономика. - Донецк: Изд-во Донец. гос. ун-та, 2000. - 21 с.

202. *Пузанов І.І.* Формування умов зовнішньої торгівлі України. - К.: Київ. Нац. ун-т ім. Тараса Шевченка, 2002. - 240 с.

203. *Прошута В., Соснюк О.* Альтернатива банковскому депозиту // Делов. неделя. - 2004. - 27 мая - 2 июня. - С. 6.

204. *Прустська О.О.* Бартер і неплатежі як засіб економії трансакційних витрат // Вісн. Акад. праці і соц. відносин Федерації профспілок України. - 2002. - № 1(14). - С. 135-141.

205. *Радзієвська В.* Вибір банками інформації на ринку цінних паперів // Ринок цін. паперів України. - 2002. - № 3-4. - С. 29-36.

206. *Расшивалов Д.П.* Інтернаціоналізація страхової діяльності в Україні // Вісн. Київ. нац. ун-ту ім. Тараса Шевченка. - К.: ВПЦ “Київ. ун-т, 2001. - Вип. 19. - С. 44-47. - (Сер. “Міжнар. відносини”).

207. *Рид Э, Коттер Р., Гилл Э, Смит Р.* Коммерческие банки: Пер. с англ. - М.: Прогресс, 1983. -501 с.

208. *Розпутенко І.В.* Державні видатки в перехідних економіках: Монографія. - К.: Вид-во УАДУ, 1998. - 244 с.

209. *Романова В.С.* Система індикаторів фондового ринку України та напрямки її удосконалення// Автореф. дис.… канд. екон. наук. - К., 2000.- 20 с.

210. *Ромащенко О.* Проблеми інвестування страхових резервів на ринку цінних паперів // Ринок цін. паперів України. - 2002. - № 9-10. - С. 71-78.

211. *Родцевич С.М.* Виробнича інфраструктура у трансформаційній економіці України // Наук. вісн. Нац. техн. ун-ту України "Київ. Політехн. ін-т". - 2002. - № 5 (25). - С. 5-11.

212. *Росс С.* Основы корпоративных финансов: Учеб пособие для вузов: Пер. с. англ. - М., 2000. - 720 с.

213. *Роуз, Питер С.* Банковский менеджмент: Пер. с англ. - М.: Дело, 1995. - 768 с.

214. *Румянцев А.П., Климко Г.Н., Рокоча В.В.* Міжнародна економіка: Підручник / За ред. А.П.Румянцева. - К.: Знання-Прес, 2003. - 447 с.

215. *Румянцев С.* Ринки облігацій країн СНД та Балтії // Цінні папери України. - 2004. - № 43 (331). - С. 24-25.

216. *Савельєв Є. Куриляк В.* Нова економіка і моделі її формування в Україні // Журн. європ. економіки. - 2002. - Т.1. - № 1. - С. 25-37.

217. *Саркисянц А.* Тенденции развития международного рынка капиталов // Аудитор. - 1998. - № 12. - с. 25-30.

218. *Свистун Л.* Інформаційне забезпечення побудови рейтингів у банківській діяльності: потреби споживачів та об'єктивність оцінок // Вісн. НБУ. - 1999. - № 1. - С. 56-57.

219. *Севрук В.Т.* Банковские риски. - М.: Дело ЛТД, 1995. - 72 с.

220. *Севрук В.Т.* Банковский маркетинг. - М.: Дело ЛТД, 1994. - 128 с.

221. *Сенчагов В.К.* Финансы, денежное обращение и кредит: Учеб. для вузов - М., 2000.- 496 с

222. *Сігер, Ч.М., Паттон, Х.К.* Загальний стан та передумови розвитку фінансових ринків в Україні. - Financial Markets International, Inc., 2000. - 191 с.

223. *Синки Д. мл.* Управление финансами в коммерческих банках: Пер. с англ. - М.: Catalaxy, 1994. - 820 с.

224. *Сігайов А.О.* Банківська система та необхідність її державного регулювання // Вісн. укр. акад. банків. справи. - 2001. - № 1(10). - С. 36-37.

225. *Сірош М.В.* Особливості, механізми та етапи формування моделі корпоративного управління в Україні // Держ. інформ. бюл. про приватизацію. - 2000. - № 10 (98). - С. 39-42.

226. *Склеповий Є.В.* Складові стійкості комерційного банку // Фінанси України. - 2002. - № 5(78). - С. 138-142.

227. *Сливоцький А.* Міграція капіталу: як у замислах на кілька кроків випередити своїх конкурентів. - К.: Унів. вид-во "Пульсари", 2001. - 29 с.

228. *Соболев В.М.* Формирование рыночной инфраструктуры в переходной экономике индустриального типа: общие черты и особенности в Украине. - Х.: Бизнес-информ, 1999. - 303 с.

229. *Сохацька О.М.* Міжнародні ф'ючерсні ринки: Теоретико-методологічні аспекти. - Т.: Карт-бланш, 2002. - 456 с.

230. *Сохацька О.* Сучасні тенденції розвитку світових ф'ючерсних ринків: уроки для України // Журн. європ. економіки. - 2002. - Т.1. - №.1. - С. 185-211.

231. *Спицын И.О., Спицын Я.О.* Маркетинг в банке. - Т.: АО "Тарнекс", К.: ЦММС "Писпайп", 1993. - 656 с.

232. Справочник финансиста / Под ред. проф. Э.А. Уткина. - М.: Ассоц. авт. и изд. "ТАНДЕМ"; Изд-во ЭКМОС, 1998. - 496 с. - С. 339-340.

233. Статистика науки и инноваций: Краткий терминолог. словарь / Под ред Л.М.Гохберга. - М.: Центр исслед. и статистика науки, 1996. - 156 с.

234. *Стельмах В.С., Єпіфанов А.О., Гребеник Н.І., Міщенко В.І.* Грошово-кредитна політика в Україні. - К., 2000 - 305 с.

235. *Стельмащук А.М.* Державне регулювання економіки: Навч. посіб. - Т.: Екон. думка, 2000. - 317 с.

236. *Султан К., Лукьяненко І., Городніченко Ю.* Методологічні аспекти розробки та практичного застосування макроеконометричних моделей (на прикладі України) - К.: Видавн. дім "КМ Academia", 2000. - 204 с.

237. *Суторміна В.М., Федосов В.М., Рязанова Н.С.* Фінанси зарубіжних корпорацій: Навч. посіб. / За ред. В.М.Федосова. - К.: Либідь, 1993. - 247 с.

238. *Тарасенко І.І.* Еволюція теорії валютно-фінансових криз // Вісн. Київ. нац. ун-ту ім. Тараса Шевченка. - 2000. - Вип. 16. - С. 21-26. - (Сер. "Міжнар. відносини").

239. *Ткачук А., Агранофф Р., Тревор Браун.* Місцеве самоврядування: світовий та український досвід: Посібник.- К.: Заповіт, 1997.

240. *Тобин Дж.* Глобальная экономика: кто у руля? // Проблемы теории и практики упр. - 1999. - № 1. // www.ptpu.ru

241. Україна. Фінансовий сектор: нова стратегія реформ: Матеріали конф. 22-23 черв. 2001 р. - К.: Світов. банк, 2002.- 110 с.

242. Україна і світове господарство: взаємодія на межі тисячоліть/ А.С.Філіпенко, В.С.Будкін, А.С.Гальчинський та ін. - К.: Либідь, 2002. - 470 с.

243. *Уманцев Ю.М.* Інтеграційні процеси на страховому ринку в умовах глобалізації світової економіки // Фінанси України. - 2002. - №5 (78). - С. 143-147.

244. Управление акционерным обществом (корпоративное управление в Украине). - Вашингтон: МФК, 1999. – 196 с.

245. *Усоскин В.М.* Современный коммерческий банк: Управление и операции. - М.: Вазар-Ферро, 1994. - 320 с.

246. *Уткин Э.А.* Банковский маркетинг. - М.: ИНФРА-М, 1995. - 304 с.

247. *Уткин Э.А.* Риск-менеджмент: Учеб. - М.: Экмос, 1998. - 288 с.

248. Учебная программа по банковскому и финансовому менеджменту: Учеб. пособие / Под ред. М. Э. Ворд. - Т.1. Рабочие материалы Ин-та экон. развития Миров. банка. - Вашингтон, 1993.

249. *Федотов М.М.* Комерційні банки України в умовах реформування економіки // Наук. пр. нац. ун-ту "Києво-Могилян. акад.", Миколаїв. філія. - 2001. - Т. 9: Екон. науки. - С. 28-33.

250. *Федулова Л.І., Волощук І.П.* Управління конкурентоспроможністю банків в умовах трансформаційної економіки: Монографія. - К.: Наук. світ, 2002. - 302 с.

251. *Філіпенко А.* Суть та генезис міжнародних фінансів // Екон. часопис XXI. - 2002. - № 10. - С. 38-42.

252. Фінанси (теоретичні основи): Підручник / За ред. М.В.Гріднічевої, В.Б.Захожая - К.: МАУП, 2002. - 280 с.

253. Фінансова політика в Україні та Російській Федерації: порівняння, досвід, проблеми / С.І.Пирожков, А.І.Сухоруков, О.Я.Григоренко - К.: НІУРВ, 2000. - 148 с.

254. Финансы: Пер с англ. - М.:ЗАО "Олимп-Бизнес", 1998. - 560 с.

255. *Фомін І.* Рейтингова оцінка комерційного банку в системі діагностики його конкуретноспроможності // Вісн. НБУ. - 2002. - № 4 (74). - С. 11-13.

256. *Фридмен М.* Если бы деньги заговорили...: Пер.с англ. - М.: Дело, 1999. - 160 с.

257. Харрис Л. Денежная теория. - М.: Прогресс, 1990. - С. 10.

258. *Ходаківська В.П.* Територіальна організація фінансового ринку в Україні: Автореф. дис.... канд. екон. наук / Рада з вивч. продуктивн. сил України. - К., 2000. - 20 с.

259. *Худоркомова Ю.В.* Теоретико-методичні підходи до рейтингових систем управління розвитком // Економіка розвитку. - 2002. - № 4 (24). - С. 13-15.

260. *Чинчикеев В.* Технологии фондового рынка XXI века // Акционер. - 2000. - № 1. - С. 64-67.

261. *Шаров О.* Європейський фондовий ринок у період глобалізації // Журн. європ. економіки. - 2002. - Т.1. - № 1. - С. 128-139.

262. *Шахмарова Е.Д.* Врахування ризиків у процесі фінансової оцінки інноваційних проектів // Проблеми науки. - 2001. - № 3. - С. 34-37.

263. *Швабій К.І.* Трансформація методологічних підходів до аналізу фінансових інвестицій // Фінанси України. - 2003. - № 6. - С. 103-107.

264. *Шелест Т.С.* Міжнародні фінанси. - К.: Київ. нац. торгов. ун-т, 2000. - 336 с.

265. *Шелудько В.М.* Финансовий ринок: Навч. посіб. - 20-те вид. - К.: Знання-Прес, 2003. - 535 с.

266. *Шіллер Р.І.* Фінансова стійкість комерційного банку та шляхи її зміцнення. - К.: Наук. думка, 1998. - 159 с.

267. *Шкільняк М.М., Ларіна Я.С.* Трансформація відносин власності в перехідній економіці України (на прикладі промисловості): Монографія. - К.: Видавн. центр "Академія", 2002. - 216 с.

268. Ширинская Е.Б. Операции коммерческих банков и зарубежный опыт. - М.: Финансы и статистика, 1993. - 144 с.

269. Шнипко О.С. Експортно-імпортна політика України в умовах глобалізації // Фінанси України. - 2002. - № 5(78). - С. 9-19.

270. Экономическая энциклопедия / Под ред. Л.И.Абалкина. - М.: Экономика, 1999. - 1055 с.

271. Энг М.В. Мировые финансы: Пер. с англ. - М., 1998. - 768 с.

272. Эскиндаров М.А. Развитие корпоративных отношений в современной российской экономике. - М.: Республика, 1999. - С. 188.

273. *Юрчишин В.В.* Макроекономічна стабілізація в Україні: факти, технологія, проблеми. - К.: Вид-во УАДУ, 1999. - 256 с.

274. *Ющенко В.А., Савлук М.І., Івасів Б.С.* Гроші та кредит: Підруч. для ВНЗ - К., 2000. - 512 с.

275. *Яценко О.В.* Аналіз фінансової системи України // Зб. наук. пр. Черкас. інж.-техн. ін-ту - 2001. - № 1. - С. 109-115. - (Сер. "Економ. науки").

276. Andersen L., Jordan J. Monetary and Fiscal Actions^ A Test of Their Relative Importance in Economic Stabilisation. - Federal reserve Bank of St. Louis Review. - 1968. - No. 50. - P. 11-24.

277. Berghe, Van Den, Verweire K. Creating the Future with All Finance and Financial Conglomerates. - London, 1999.

278. Building sound finance in emerging market economies: Proceedings of a conference held in Washington, D.C., June 10-11, 1993. / edited by Gerard Caprio, David Folkers-Landau, and Timothy D. Lane, 1994. - 358 p.

279. Burki, Shahid Jeved. Globalization: Institutional and Organizational Imperatives for the Developing World - PP. 5-9 // in: Annual World Bank Conference on Development in Latin America and the Carribean, 1998. Banks and Capital Markets^ Sound financial Systems for 21st century/ Proceedings of a Conference held in San Salvador, El Salvador. World bank American and Carribean Studies, 1999.

280. Cameron, Norman E. Money, financial markets and economic activity. 2nd ed. Addison-Wesley Publishers, 1992. - 594 pp.

281. Cargill, Thomas F. Money, the financial system, and monetary policy / Thomas F. Cargill - 4th ed., Prentice Hall. Inc., 1991.

282. *Chandavarkar A.* A Central Banking in Developing Countries. -London, Macmillan, 1996. - 120 p.

283. Corporate Governance and Enterprise Reform in China: Building the instituions of modern markets. Principal authors: Stoyan Tenev, Chunlin Zhang and Loup Brefort. The World Bank and the International Finance Corporation, 2002. - 168 p.

284. Penguin International Dictionary of Finance / Bannock G., Manser W. - Penguin. - 224 c.

285. *Finnerty J.D.* Financial engineering in corporate finance: an overview // Financial Management. -Winter. - 1988. - P.14-33.

286. Finance for Growth: policy choices in a volatile world: WB Publications, 2001. - 212 p.

287. *Guzik K.* Useful insurance tips for expats //Kyiv Post. Insurance. Special supplement. - 2001. - March 1st- P. 8.

288. *Humphrey, Thomas M.* Money, banking and inflation issues in the history of monetary. Edward Elgar Poublications Company, 1993. - 443 p.

289. *Levine, Ross*. Banks, Markets, and Structure: Implications and Determinants- PP. 29-50 // Annual World Bank Conference on Development in Latin America and the Carribean, 1998.- Washington D.C., 1999.

290. *Lindgren, Carl-Johan*. Bank Soundness and macroeconomic policy / Carl-Johan Lindgren, Gilliam Garcia, and Matthew I. Saal - Washington, D.C.: International Monetary Fund, 1996 - 215 p.

291. *Levy, R.A.* The Relative Strength Concept of Common Stock Forecasting. - Larchmont, NY: Investors Intelligence, 1968.

292. Management policies in local government finance. (Municipal management series)- 3rd ed. / I.Aronson, J. Richardson. - Library of Congress Cataloging-in-Publication Data. ICMA, 1987.

293. *Meir Kohn.* Money, Bankinng and Financial Markets. - Darmouth College. - P. 335-350.

294. *Minsky H.P.* Financial Ontermediation in the Money and Capital Markets. In: D, Carson (ed.) Banking and Monetary Studies, Homewood, Ill. Irwin, 1963. - P. 101-111.

295. Progress toward the unification of Europe. © 2000. The World Bank, Library of Congress Cataloging-in-Publication Data - 70 p.

296. *Rose, Peter S.* Money and capital markets: the financial system in increasingly global economy / Peter S.Rose. - 3rd ed. Homewood, Boston, 1989. - 872 pp.

297. *Sharpe, W.F.* Portfolio Theory and Capital markets. - New York, Mcgraw-Hill, 1970.

298. *Shutt H.* The Trouble with Capitalism. An Inquiry into the Causes of Global Economic Failure.- London-New York, 1998.

299. Strange, Susan. Mad Money. - Manchester: Manchester University Press, 1998. - 212 p.

300. *Spencer D.D.* The Structure and Regulation of Financial markets. - Oxford etc: Oxford Un-ty Press, 2000. - 270 p.

301. The Barron's Investment Handbook . / Downes J., Goodman J.E. - New York, Library of Congress Cataloging-in-Publication Data , 1986. - 994 pp.

302. The DC Gardner guide to international capital markets / by DC Gardner Group/ Published by John Wiley &Sons, Inc. 1993. - 408 p.

303. *Weber S., Posner E.* Creating a pan-European equity market: the origins of EASDAQ // Review of International Political Economy. - Vol. 7/ - No. 4/ - 2000. - P. 529-573.

304. Urban financial management. Training Manual / James McMaster. EDI technical material, 1991.

305. http://www.allinsurance.ru

306. http://www.bankwatch.org/issues/

307. http://www.bizproject.com.ua

308. http://www. design.kiev.ua

309. http://www.dsnews.com.ua

310. http://www.ebrd.com

311. http://www.ic-tekt.kiev.ua

312. http://ier.kiev.ua/Ukraine/papers/t31_ur.pdf

313. http://www.info.debt.ru

314. http://www.me.gov.ua

315. http://www.mfa.com

316. http://www.niss.gov.ua/Table/broshura/suhor15.htm; Guzik K. Useful insurance tips for expats //Kyiv Post. Insurance. Special supplement, March 1st, 2001. P. 8.

317. http:// niss.gov.ua/Table/Jalilo_16/016.htm

318. http: www.ssmsc.gov

319. http: www.cFin.ru

Зміст

Передмова 3

Розділ 1
Теоретико-методологічні основи дослідження функціонування фінансової системи та фінансових ринків 5
1.1. Сучасна парадигма фінансової системи та фінансових ринків 5
1.2. Особливості функціонування та складові фінансових ринків 11
1.3. Інститути та інституції грошового ринку та ринку капіталів 21
1.4. Строкові ринки: основні інструменти й особливості функціонування 29
1.5. Фінансові інституції в системі фінансової інфраструктури 38
1.6. Ефективність фінансового ринку та його складових 50

Розділ 2
Фінансова інфраструктура як об'єкт державного регулювання 57
2.1. Концептуальне поняття фінансової інфраструктури, її видів та елементів 57
2.2. Основні завдання державного регулювання з формування та розвитку сучасної фінансової інфраструктури 71
2.3. Система оцінки фінансових ринків як елемент інформаційної інфраструктури 76
2.4. Наукова інфраструктура та її роль у фінансовому середовищі 81
2.5. Особливості державного регулювання розвитку інфраструктури фондового ринку України 88
2.6. Ринок страхових послуг як складова фінансового ринку 95
2.7. Роль фінансової інфраструктури у забезпеченні взаємодії різних фінансових ринків 107

Розділ 3
Інфраструктура регіонального фінансового ринку 115
3.1. Напрями формування фінансової інфраструктури регіонів України 115
3.2. Регіональні аспекти діяльності комерційних банків в Україні 119
3.3. Підвищення ролі місцевих бюджетів у фінансуванні розвитку інфраструктури регіонів 125
3.3.1. Розвиток ринку муніципальних цінних паперів: північноамериканський досвід 127
3.3.2. Інфраструктура муніципальних позик 137
3.3.3. Запровадження фінансування програм місцевого розвитку в країнах Європи 146
3.3.4. Розвиток ринку муніципальних цінних паперів в Україні 148

Розділ 4
Механізми державного регулювання фінансових ринків і шляхи його вдосконалення 157
4.1. Взаємодія уряду і банків у процесі реформування національної економіки 157
4.2. Запровадження грошово-кредитної політики в системі державного регулювання економіки 164
4.2.1. Мета запровадження грошово-кредитної політики та її узгодження з розвитком фінансової інфраструктури .. 168
4.2.2. Функція центрального банку країни “кредитор останньої інстанції” та наслідки її реалізації на фінансових ринках 169
4.2.3. Основні напрями грошово-кредитної політики держави та їх узгодженість із завданнями розвитку фінансової інфраструктури 174
4.2.4. Інструменти грошово-кредитної політики 178
4.3. Механізми курсового, валютного та емісійного управління в системі регулювання фінансових ринків 185
4.4. Шляхи вдосконалення механізму грошово-кредитного, валютного та емісійного регулювання в Україні 197
4.5. Державний вплив на формування адекватного корпоративного управління 203

Розділ 5
Вплив глобалізованого середовища на розвиток інфраструктури фінансових ринків України 213
5.1. Аспекти розвитку глобалізованого фінансового середовища та складових його інфраструктури 213
5.2. Урахування тенденцій розвитку міжнародної фінансової інфраструктури при запровадженні фінансової політики України 218
5.3. Вибір геофінансових пріоритетів у процесі розвитку фінансової інфраструктури 230
5.4. Підготовка входження України 235
на європейські фінансові ринки 235

Післямова 244

Додатки 246

Список використаної літератури 252

Наукове видання

Іваницька Ольга Михайлівна

Державне регулювання розвитку фінансової інфраструктури

Монографія

Київ, видавництво НАДУ

Відповідальний за випуск *В.А.Дон*
Редактор *В.Г.Шевельова*
Коректор *Т.П.Ринковий*
Комп'ютерна верстка *Н.Ю.Копайгора*

Підписано до друку 22.06.2005 р.
Формат 60×84 $^{1}/_{16}$. Тираж 300 пр. Обл.-вид. арк. 14,5.
Ум. друк. арк. 15,5.

Видавництво Національної академії державного управління
при Президентові України.
03057, Київ-57, вул. Ежена Потьє, 20, тел. 456-94-36.
E-mail:vydav@academy.kiev.ua

Свідоцтво серії ДК № 1561 від 06.11.2003 р.

Видруковано з оригінал-макета у видавництві
Національної академії державного управління
при Президентові України.
03057, Київ-57, вул. Ежена Потьє, 20.