

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ, МОЛОДІ ТА СПОРТУ УКРАЇНИ
КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ІМЕНІ ТАРАСА ШЕВЧЕНКА**

На правах рукопису

Кравець Вячеслав Іванович

УДК 336.76 (477)

**ІНСТИТУЦІЙНА СТРУКТУРА
ФІНАНСОВОГО РИНКУ
УКРАЇНИ**

Спеціальність 08.00.08 – гроші, фінанси та кредит

**Дисертація на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук**

Науковий керівник:

Лютий Ігор Олексійович

доктор економічних наук, професор

Київ – 2011

ЗМІСТ

ВСТУП.....	с. 3
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ДОСЛІДЖЕННЯ СТРУКТУРИ ФІНАНСОВОГО РИНКУ.....	с. 11
п.1.1. Теоретичні засади та роль фінансового ринку в розвитку економічної системи.....	с. 11
п.1.2. Структура та класифікація елементів фінансового ринку.....	с. 30
п.1.3. Глобальний вимір розвитку інституційної структури національних фінансових ринків.....	с.52
Висновки до розділу 1.....	с.70
РОЗДІЛ 2. СУПЕРЕЧНОСТІ ТА ТЕНДЕНЦІЇ РОЗВИТКУ ІНСТИТУЦІЙНОЇ СТРУКТУРИ ФІНАНСОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ.....	с. 72
п.2.1. Особливості формування інституційної структури фінансового ринку України.....	с. 72
п.2.2. Сучасні тенденції та проблеми розвитку інститутів фінансового ринку України.....	с. 97
п.2.3. Функціональний вимір розвитку інституційної структури фінансового ринку та його вплив на розвиток національної економіки України.....	с.130
Висновки до розділу 2.....	с.139
РОЗДІЛ 3. ПЕРСПЕКТИВИ ІНСТИТУЦІЙНОГО РОЗВИТКУ ФІНАНСОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ.....	с.142
п.3.1. Функціонування інститутів фінансового ринку в умовах розвитку та подолання наслідків економічної кризи.....	с.142
п.3.2. Механізм вдосконалення інституційної структури фінансового ринку України.....	с.157
п.3.3. Інститути фінансового ринку та їх значення у забезпеченні суспільно-економічного розвитку.....	с.170
Висновки до розділу 3.....	с.181
ВИСНОВКИ.....	с.183
СПИСОК ЛІТЕРАТУРИ.....	с.189
ДОДАТКИ	

ВСТУП

Актуальність теми дослідження. В сучасних умовах розвиток фінансового ринку виступає каталізатором зростання національної економіки, адже діяльність фінансових інститутів зумовлює перерозподіл фінансових ресурсів та створює умови для стимулювання інвестицій. Особливого значення набуває побудова системи взаємозв'язків між фінансовими інститутами в процесі реалізації їх функцій, що визначає ефективність функціонування фінансового ринку.

Питання вдосконалення структури фінансового ринку є надзвичайно важливим для будь-якої національної економіки і особливу актуальність воно має для України, оскільки однією з фундаментальних диспропорцій національної економіки є невідповідність між темпами економічного зростання та темпами розвитку фінансового ринку, що призводить до обмежень господарських суб'єктів у використанні фінансових ресурсів і в кінцевому підсумку не дозволяє їм більш ефективно задовольняти економічні потреби.

Однією з причин невідповідності сучасного стану фінансового ринку потребам національної економіки є внутрішні протиріччя побудови його інституційної структури. Особливої актуальності проблема розвитку національного фінансового ринку набуває в умовах розгортання світової фінансової кризи та її перенесення в економіку України через інститути фінансового ринку. Тому важливим є вдосконалення інституційної побудови національного фінансового ринку та підвищення її ефективності за допомогою формування комплексу адміністративних, організаційних та економічних засад розвитку фінансових інститутів з метою створення передумов для забезпечення зростання національної економіки.

Теоретичні та практичні питання розвитку фінансового ринку розглядалися як у зарубіжній, так і у вітчизняній економічній науці, зокрема зарубіжними вченими, починаючи з Д. Кейнса, А. Маршалла, Ф.Хайєка, А. Сміта, Д. Хікса, Й. Шумпетера, М. Фрідмена та закінчуючи більш сучасними авторами – Г. Александером, Д. Бейлі, Л. Зінгалесом, Г. Марковіцем, Е. Сото, Р. Колбом, Ф. Мишкіним, Р. Раджаном, Р.

Родрігесом, Д. Стігліцем, Р. Тобіном, В. Шарпом. Важливим є внесок вітчизняних вчених у дослідження проблем становлення фінансового ринку України. Формування структури фінансового ринку розглядалось багатьма науковцями, серед яких: Л. Алексеєнко, В. Базилевич, З. Васильченко, Т. Ковальчук, В. Корнеєв, В. Левківський, З. Луцишин, І. Лютий, В. Міщенко, О. Мозговий, А. Мороз, С. Науменкова, П. Нікіфоров, Ю. Пахомов, О. Плотніков, М. Савлук, А. Федоренко, А. Філіпенко, Н. Шелудько.

Втім, незважаючи на вагомий науковий напрацювання зарубіжних та вітчизняних економістів, залишається багато перспективних напрямків досліджень. Так актуальним є застосування інституційного підходу до аналізу структури фінансового ринку, визначення основних чинників формування інституційного середовища та перспектив розвитку інститутів фінансового ринку в Україні.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційне дослідження виконано відповідно до плану науково-дослідних робіт кафедри фінансів економічного факультету Київського національного університету імені Тараса Шевченка за темою „Розвиток внутрішнього ринку України в умовах глобалізації: закономірності та протиріччя” (номер державної реєстрації 0106U006542), підрозділ „Фінансовий ринок України в умовах світової глобалізації” (шифр 06БФ 040-01), в межах якого досліджено інституційну структуру фінансового ринку в трансформаційній економіці України та визначено шляхи удосконалення механізму активізації економічної діяльності за допомогою інститутів фінансового ринку.

Мета і завдання дослідження. Мета дослідження полягає у розробці теоретичних підходів та організаційно-прикладних засад розвитку фінансового ринку, визначенні особливостей функціонування системи фінансових інститутів та напрямів удосконалення інституційної структури фінансового ринку України.

У процесі реалізації мети наукового дослідження визначено такі завдання дисертаційної роботи:

- вдосконалити окремі теоретичні засади дослідження інституційної

структури фінансового ринку;

- виявити основні структурні елементи інституційної структури фінансового ринку, її еволюцію та вплив на спрямування фінансових потоків в процесі розвитку ринкової економіки;
- охарактеризувати функції фінансових інститутів в контексті забезпечення ефективного перерозподілу фінансових ресурсів на фінансовому ринку;
- розкрити особливості здійснення державного регулювання діяльності фінансових інститутів та його вплив на ефективність фінансового ринку в системі забезпечення потреб інвестиційного розвитку національної економіки;
- виявити закономірності та суперечності у динаміці активів фінансових інститутів в результаті аналізу кількісних та якісних показників діяльності інститутів фінансового ринку України;
- визначити основні тенденції змін інституційної структури фінансового ринку у глобальному фінансовому просторі та виявити особливості загострення світової фінансової кризи та її вплив на структуру фінансового ринку України;
- вдосконалити засади адаптації існуючих фінансових інститутів до потреб розвитку фінансового ринку України.

Об'єктом дослідження є процес функціонування інститутів фінансового ринку в сучасних економічних системах.

Предметом дослідження є теоретичні засади, практика функціонування інституційної структури фінансового ринку та особливості її розвитку в Україні.

Методи дослідження. Методологічними засадами проведеного дослідження є комплекс загальнонаукових і спеціальних методів дослідження. Дисертаційне дослідження будується на діалектичному методі пізнання і принципах системності та послідовності. Для вирішення поставлених завдань у процесі дослідження використано такі методи: історичний метод було застосовано при дослідженні еволюції фінансового ринку, вивченні розвитку наукових концепцій фінансового

ринку в процесі еволюції економічної науки; метод порівняльного аналізу та синтезу - для класифікації та структуризації фінансових інститутів, систематизації фінансових інструментів та фінансових послуг, що реалізуються на фінансовому ринку, визначенні особливостей розвитку структурних сегментів фінансового ринку України; абстрактно-логічний метод - для визначення місця та ролі фінансового ринку у процесі розвитку національної економіки, можливостей адаптації моделей регулювання фінансового ринку розвинутих країн щодо умов застосування на вітчизняному фінансовому ринку, встановлення причинно-наслідкових зв'язків при визначенні передумов розвитку фінансової кризи на світовому та національному фінансових ринках. Також було застосовано статистичні та методи економіко-математичного моделювання при аналізі кількісних параметрів розвитку інституційних сегментів фінансового ринку, при вивченні тенденцій змін у структурі активів фінансових інститутів в Україні, при розробці показника ефективності розвитку фінансового ринку.

Інформаційною базою дослідження є правові та нормативні акти Верховної ради України, Кабінету Міністрів України, Державної податкової служби України, Міністерства фінансів України, Національного банку України, Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Державної комісії з фінансових послуг, Державного комітету статистики України, монографічна та спеціальна література, статистичні матеріали.

Наукова новизна результатів дослідження. В дисертаційній роботі проведено комплексне дослідження особливостей діяльності фінансових інститутів в структурі фінансового ринку та отримано нові обґрунтовані результати, що в сукупності вирішують важливе науково-практичне завдання - виявлення шляхів удосконалення інституційної структури фінансового ринку України. Зміст найбільш значущих наукових результатів, які одержав автор особисто, відповідно до поставлених завдань дослідження, полягає в тому, що:

вперше:

- розроблено модель поетапного вдосконалення інституційної структури

фінансового ринку України, яка передбачає: встановлення існуючих суперечностей розвитку; визначення цілей вдосконалення; визначення інструментів вдосконалення; розробку послідовності трансформації існуючої інституційної структури та оцінку ефективності нової інституційної структури, що забезпечить стабільність функціонування фінансового ринку, зменшить системні ризики інтеграції у світовий фінансовий простір та дозволить впровадити механізм запобігання розвитку кризових явищ на фінансовому ринку;

удосконалено:

- теоретичні підходи дослідження діяльності фінансових інститутів, їх ролі у процесі виконання фінансових угод на фінансовому ринку за специфічними функціями, котрі реалізуються фінансовими інститутами на трьох інституційних рівнях (інститути-регулятори, інститути виконання фінансових угод та інститути інфраструктури фінансового ринку), що дозволило виявити перспективи розвитку інституційних сегментів з врахуванням потреб фінансових інститутів на кожному з рівнів інституційної структури фінансового ринку України;

- методичні підходи щодо перерозподілу функцій нагляду та регулювання окремих сегментів фінансового ринку між НБУ, Держфінпослуг та ДКЦПФР з метою реструктуризації інститутів-регуляторів фінансового ринку України, також обґрунтовано перепідпорядкування функцій контролю та регулювання кредитних спілок від Держфінпослуг до НБУ з метою ринкової стабілізації та нарощування фінансових активів та впровадження механізму економічного регулювання діяльності в практиці Держфінпослуг та ДКЦПФР шляхом створення цільових фондів, призначених для фінансової підтримки небанківських фінансових інститутів;

дістали подальшого розвитку:

- теоретичні підходи щодо вдосконалення діяльності інститутів-регуляторів фінансового ринку шляхом системних змін, що дозволять забезпечити реалізацію механізму перерозподілу наглядових та регулюючих функцій та створять умови для реорганізації системи регулювання фінансового ринку від секторної моделі до

моделі на основі завдань (модель „двох вершин”) з метою підвищення ефективності регулювання та адаптації структури фінансових інститутів до об’єктивних потреб розвитку фінансового ринку України;

- методика класифікації критеріїв структурної організації інститутів фінансового ринку відповідно до пріоритетності виконання ними функцій: перерозподіл тимчасово вільних грошових ресурсів (потоків); перерозподіл рівня ризиків фінансових втрат через невизначеність у майбутньому; перерозподіл прав власності у формі фінансових інструментів (контрактів). Це дозволило запропонувати теоретичне визначення фінансового інституту як організаційної форми фінансового ринку, що створює умови для переміщення фінансових ресурсів між господарськими суб’єктами в процесі економічної діяльності з мінімальними трансакційними витратами за допомогою реалізації його специфічних функцій та визначення інституційної структури фінансового ринку як системи взаємодії між фінансовими інститутами на основі реалізації їх функцій в процесі виконання фінансових угод;

- теоретичні розробки щодо ендогенного характеру виникнення фінансової кризи в Україні як наслідку взаємовпливу політичних, адміністративних та економічних чинників, що проявились в загостренні суперечностей в діяльності банківських установ і відповідно небанківських фінансових інститутів та сприяли швидкій трансмісії кризових явищ по всіх сегментах фінансового ринку через відсутність ефективних ринкових та адміністративних механізмів локалізації фінансових проблем окремих секторів фінансового ринку й економіки в цілому.

Практичне значення одержаних результатів полягає в тому, що їх використання дозволить зосередити увагу органів державного управління на існуючих суперечностях розвитку фінансових інститутів та розробити ефективний механізм вдосконалення інституційної структури фінансового ринку України. Окремі положення та практичні рекомендації дисертаційної роботи використані Чернівецьким територіальним відділенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку при підготовці методичних рекомендацій щодо моніторингу

діяльності емітентів цінних паперів у Чернівецькій області (довідка №01-20/768 від 31.11.2010 р.). Теоретичні результати роботи використовуються в навчальному процесі у Чернівецькому національному університеті імені Юрія Федьковича при викладанні таких нормативних курсів: „Проблеми фіскальної та монетарної політики”, „Центральний банк та грошово-кредитна політика”, „Фінансовий ринок” (довідка № 15-14/3187 від 19.11.2010 р.) та впровадженні у навчальний процес у Київському національному університеті імені Тараса Шевченка при викладанні курсів: „Фінансовий ринок”, „Ринок фінансових послуг” (довідка № 013/596 від 23.06.2011 р.).

Особистий внесок здобувача. Дисертаційна робота є самостійним науковим дослідженням, в якому викладено авторський підхід до визначення особливостей розвитку інституційної структури фінансового ринку України. З наукових праць, опублікованих у співавторстві, використано лише ті ідеї та положення, які є результатом особистої роботи здобувача.

Апробація результатів дисертації. Основні положення і результати, викладені в дисертації, було розглянуто та обговорено на ряді науково-практичних (в тому числі міжнародних) конференцій: Міжнародній науково-практичній конференції „Еволюція економічного розвитку та економічних теорій” (м. Київ, 2000р.); Міжнародній науково-практичній конференції „Інноваційні фактори ресурсно-екологічної безпеки Карпатського регіону” (м. Чернівці, 2001р.); Міжнародній науково-практичній конференції „Україна в глобальному середовищі: нові алгоритми управління економікою” (м. Чернівці, 2002 р.); Міжнародній науково-практичній конференції „Творча спадщина Й.Шумпетера та трансформація сучасної економіки України” (м. Чернівці, 2003 р.); Міжвузівській науково-практичній конференції „Проблеми економічної освіти і науковий прогрес” (м. Кривий Ріг, 2005р.); Міжнародній науково-практичній конференції „Фінансовий потенціал регіонів України в умовах ринкової економіки” (м. Чернівці, 2006 р.), Міжнародній науково-практичній конференції „Актуальні проблеми соціально-економічних трансформацій у міжнародному середовищі (м. Тернопіль, 2010 р.).

Публікації. За результатами наукового дослідження опубліковано 26 наукових праць, у тому числі 9 статей у фахових виданнях, 2 розділи у колективних монографіях (особисто автору належить 2,08 друк. арк.), 5 статей у інших виданнях, 10 тез доповідей на наукових конференціях. Загальний обсяг наукових публікацій, які належать особисто автору – 8,37 друк. арк., з них у фахових виданнях – 3,6 друк. арк..

Структура та обсяг роботи. Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, котрі містять по три підрозділи, висновків, списку використаної літератури (325 джерел). Основний зміст дисертації викладено на 215 сторінках тексту, містить 10 рисунків, 15 таблиць, а також 10 додатків.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ДОСЛІДЖЕННЯ СТРУКТУРИ ФІНАНСОВОГО РИНКУ

п.1.1. Теоретичні засади та роль фінансового ринку в розвитку економічної системи

Трансформація вітчизняної економіки, розбудова її структурних елементів відбувається у напрямку, визначеному розвитком цивілізації, зокрема тими векторами, котрі прокладені розвинутими країнами світу і в якості орієнтира яких виступає розвинута ринкова економіка.

Процес визначення нових пріоритетів розвитку національного господарства проходить неоднозначно, виникають численні суперечності системного характеру, а отже існує ризик побудови неефективної моделі ринкової економіки, котра не буде конкурентоспроможною в умовах глобального економічного середовища. Тому важливим є виявлення тих ключових елементів економічної системи, котрі стимулюють розвиток ринкових відносин, формують позитивне мотиваційне поле для становлення та розбудови ринкових інститутів. До числа провідних секторів економіки, що детермінують напрямок та ефективність її розвитку, відноситься фінансовий ринок.

Функціонування ринкової економіки формує дві основні групи ринків: ринки товарів та послуг та ринки економічних (в тому числі фінансових) ресурсів. Фінансові ресурси є сукупністю всіх видів грошових коштів, фінансових активів, які створюються у процесі розподілу та перерозподілу ВВП й зосереджуються у відповідних фондах для забезпечення безперервності розширеного відтворення й задоволення інших суспільних потреб [64, с. 542].

На нашу думку, перш ніж розглянути теоретичну сутність фінансового ринку, необхідно визначити природу та суть самого поняття “ринок”.

З різноманіття трактувань терміну “ринок” та гносеологічно пов’язаного з ним “ринкова економіка”, ми виділяємо декілька визначень, котрі у своїй сукупності пояснюють його сутність. Одне з них знаходимо в книзі австрійського економіста Й.

Шумпетера “Теорія економічного розвитку”, у якій він писав, що “... народне господарство, організоване на ринкових принципах, ... є таке народне господарство, де панують приватна власність, поділ праці і вільна конкуренція” [266, с.68].

Ринкова система за Й. Шумпетером створює ґрунт для підприємництва, здійснення інновацій. Крім того, ми вважаємо за необхідне звернути увагу на ще один принципово важливий чинник мотивування в шумпетерівській концепції ринкового господарства, котрий активно впливає на економічну діяльність, а саме на фінансові аспекти здійснення інновацій.

Інше більш об’ємне визначення ринкової економіки належить угорському економісту К. Поланьї. Відповідно до його визначення, ринкова економіка — це економічна система, у якій організація виробництва і порядок розподілу благ підпорядковуються “механізму саморегулювання” і сама система “контролюється, регулюється і керується тільки ринковими законами”; у цій системі “індивідуальна поведінка спрямована на максимізацію грошового доходу”, “наявна пропозиція благ (включаючи послуги) за визначеною ціною дорівнює попиту по цій же ціні”, “порядок у системі виробництва і розподілу товарів забезпечується винятково цінами” [196, с.54]. Виходячи з цієї позиції, ринок як інститут розвивається під впливом цін, котрі є грошовим еквівалентом цінності, а отже передумовою розвитку ринку є формування системи грошового обігу як системи оцінювання та передачі прав власності між господарськими суб’єктами.

Більш лаконічно сутність ринку пояснено відомим вітчизняним економістом С. Мочерним: “Ринок є сферою обміну, в якій існує обмін товарів та послуг” [158, с. 75]. Тож з цієї позиції дослідження ринку концентрується на аналізі його потреб та механізмів встановлення ринкових цін, при цьому ринкові ціни є індикатором, що показують “принадливість” економічної діяльності, вони визначають таку економічну величину як прибуток, котрий в ринковій економіці займає роль головного мотиву господарської активності.

Для нормального розвитку ринкового господарства надзвичайно важливим є механізм перерозподілу фінансових ресурсів між різними секторами економіки. На

ринках фінансових ресурсів реалізуються економічні інтереси тих господарських суб'єктів, котрі потребують додаткових коштів для розширення діяльності, та тих господарських суб'єктів, котрі заощаджують кошти, які в свою чергу можуть виступити джерельною базою для інвестицій.

Розвиток фінансового ринку, виконуючи стимулюючу функцію щодо інвестування, не просто дозволяє реалізувати економічні інтереси різних господарських суб'єктів - він створює передумови для трансформації економічних інститутів, формує нові сегменти економічної системи, тобто фінансовий ринок виступає в якості детермінанта еволюції економічної системи.

Історія економічної науки свідчить, що економісти минулого та й сучасності досить ретельно аналізували механізм взаємодії фінансового ринку та економічної системи і одночасно майже не приділяли уваги проблемі вивчення впливу фінансового ринку на еволюцію ринкової економіки.

Видатний британський економіст, лауреат Нобелівської премії Д.Хікс у відомій праці “Теорія економічної історії” еволюцію економічної системи пов'язує з формуванням та розвитком ринкових відносин. На ранніх етапах розвитку економічної системи ринкові відносини формувались переважно у сфері торгової діяльності. Поступове проникнення ринку у всі сфери господарської діяльності, на думку Д. Хікса, є головним детермінантом економічного розвитку [254, с.87].

Еволюція економічної системи за Д. Хіксом відбувалась у три основні фази. На першій фазі відбувається формування торгівлі та відносин суспільного обміну товарів. При цьому господарські суб'єкти не сприймають торгівлю як необхідний елемент економічної взаємодії. По суті, ринок локалізується у сфері торгової діяльності.

На другій фазі відбувається поступове проникнення ринкових відносин у сферу виробництва. На цій фазі розмиваються межі між торгівлею та виробництвом, ринок поступово охоплює всі сфери економічних відносин.

На третій фазі, – сучасній, - ринок є детермінантом економічної діяльності. Він визначає форми економічної взаємодії між кожним із учасників господарської діяльності.

Процес формування та проникнення ринкових відносин у середовище традиційної, усталеної господарської діяльності визначає за Д. Хіксом еволюцію економічної системи. Першим етапом проникнення ринку у господарське життя став винахід людством грошей та їх використання у якості засобу обігу, що дублює процес обміну, засвідчуючи переміщення вартості від одного господарського суб'єкта до іншого [254, с.88].

Опираючись на науковий підхід неокласичної школи, Д. Хікс стверджує, що поява грошей сама по собі була результатом розвитку ринку, тобто ринок створив за допомогою торгової діяльності специфічний ринковий інструмент – гроші, що є продуктом розвитку операцій товарообміну і одночасно дозволяє здійснювати ефективний товарообіг. Еволюція грошей в свою чергу призвела до виникнення кредиту і сприяла появі відповідних фінансових інструментів, попит та пропозиція на які з боку господарських суб'єктів створили грошово-кредитний ринок, а відтак виник фінансовий ринок.

Згідно з концепцією еволюції ринкової економіки Д. Хікса, пошук шляхів мінімізації фінансових ризиків був одним із основних стимулів формування фінансового ринку [254, с.105]. Першоджерелом виникнення ризиків став розвиток кредиту. Необхідність гарантії повернення кредиту спонукала агентів ринкових відносин до пошуку інструментів, котрі дозволили б кредитору знизити ризик втрати позиченого капіталу.

Таким чином, першим інструментом фінансового ринку, що виник на основі розвитку грошово-кредитних відносин, був вексель. Розповсюдженість та привабливість у господарській діяльності векселів дозволила створити специфічний ринок, на якому здійснювався їх обіг.

За думкою Д. Хікса, іншою можливістю щодо зниження ризиків стала спеціалізація частини ринкових посередників на наданні фінансових послуг.

Розмитість інформації щодо позичальника, невизначеність у його платоспроможності стимулювала ринок до пошуку інститутів, котрі б з одного боку надавали гарантії позичальнику, а з іншого - дозволяли потенційному кредитору швидко залучити необхідні фінансові ресурси. Так ринок створив банківську діяльність.

В той же час виникнення та розвиток банків сприяли пошуку шляхів диверсифікації ринкових ризиків. Одним з найефективніших способів зниження ризику кредитних операцій стала диверсифікація кредитного портфеля банківських установ. Кредитування в загальній масі може бути безпечним, навіть якщо немає достатніх гарантій повернення кредиту окремим позичальником, за умови, якщо даний кредит буде частиною кредитного портфеля з невеликою часткою потенційно проблемних кредитів[57, с.108].

Неперервний розвиток принципу “розподілу ризику”, на думку Д. Хікса, дозволив не тільки стимулювати кредитування, але й в кінцевому підсумку став каталізатором виникнення ринку цінних паперів. Принцип розподілу інвестицій за різними інструментами дозволяв інвестору диверсифікувати ризик. Тому ринок у відповідь на бажання диверсифікації почав створювати можливості для різнопланового вкладення капіталу у вигляді цінних паперів. Але й цінні папери були альтернативою для банківського кредиту: якщо залучення позичкового капіталу було неможливим, то за допомогою цінних паперів можливим стало залучення капіталу зарахунок пропозиції потенційному інвестору взяти участь у розподілі прибутків.

Таким чином, згідно з неокласичною концепцією еволюцію фінансового ринку можна розглянути в контексті формування ринкової економіки як такої. Ринок зароджується у сфері товаро-обмінних операцій, поступово ускладнює структуру економічних відносин і у певних умовах стимулює виникнення фінансового ринку. За логікою речей, трансформація економічної системи з командно-адміністративної у ринково орієнтовану повинна була б стимулювати розвиток фінансового ринку, адже згідно з думкою Д. Хікса, “проникнення” ринку є

універсальним стимулом розвитку національної економіки. Проте, досвід вітчизняної економіки свідчить про протилежне, тому, на наш погляд, доречним буде розглянути еволюцію фінансового ринку також під іншим кутом зору.

Інституційна теорія в основу розвитку економічної системи ставить інститути, головними призначенням яких є зниження трансакційних витрат [177, с.14]. Іншим призначенням інститутів є формування у суспільстві постійної структури взаємодії індивідів з метою зниження невизначеності у людській діяльності.

Орієнтація на суспільне призначення, на думку відомого американського вченого Д. Норта, призводить до еволюційності та поступовості у формуванні інститутів. Інституційна зміна є надзвичайно складним процесом, наростання її темпів відбувається внаслідок зміни правил, неофіційних обмежень протягом досить тривалого періоду часу [177, с.15].

В основу розвитку ринку, на думку Д. Норта, було покладено принцип пошуку таких інститутів, котрі б дозволяли мінімізувати трансакційні витрати. Слід відмітити, що в цілому Д. Норт еволюцію ринку аналізує за тими ж ключовими моментами, що й Д. Хікс, проте під іншим кутом зору. При розвитку торгівлі, на ранніх стадіях функціонування ринку, існував ряд обмежень, що суттєво ускладнював процес переміщення капіталу, а тому існувала необхідність у пошуку таких механізмів економічної взаємодії, при яких відбувалось би зниження вартості укладення контрактів. Тому Д. Норт виділяє три напрямки появи інновацій, що суттєво знижували трансакційні витрати та стимулювали розвиток ринку [177, с.160]:

- збільшення мобільності капіталу;
- зниження інформаційних витрат;
- розподіл ризику.

Для нашого дослідження особливо важливими є перший та третій напрямки, адже саме розвиток інституцій у їхніх межах створював стимули для формування фінансового ринку. Поява першого з цих прийомів і методів дала можливість ухилятися від дії законів про лихварство. Виникає розмаїття нехитрих способів,

завдяки яким відсоток за кредит маскували, починаючи назвами „штрафи за затримку виплати кредиту” і закінчуючи маніпуляціями з курсом обміну валют та першими спробами вимоги застави як необхідної складової контракту.

Проте, ці нововведення хоча й підвищували мобільність капіталу, вони також збільшували і вартість укладення контрактів у порівнянні з регіонами, де закону про лихварство не було. Через ці закони (про лихварство), господарським суб'єктам не тільки доводилось складними і заплутаними способами приховувати в контрактах відсоток по кредитах, але і одночасно ставало більш проблематичним забезпечення гарантій виконання угод [18, с.160].

Історично відправним моментом підвищення мобільності капіталу стала поява векселя і розвиток методів, котрі сприяли його обігові та дисконтуванню. Можливість роботи з векселями та їх дисконтування, у свою чергу, залежали від створення інститутів, які б дозволили їх використовувати, і розвитку центрів, де це можна було б здійснювати: перші ярмарки, як наприклад Шампанські, потім банки, і, нарешті, фінансові дома, котрі спеціалізувалися на дисконтуванні. Можливими ці інституційні зміни стали в основному завдяки зростанню обсягів торгівлі.

Окрім економії від масштабу, необхідної для розвитку переказних векселів, вирішальним було вдосконалення інститутів гарантії виконання контрактів, а також взаємозв'язок між розвитком бухгалтерського обліку і методів аудиту, адже їхнє використання як доказів при поверненні боргів і забезпеченні виконання контрактних зобов'язань було важливою частиною процесу інституційного формування фінансового ринку [18, с.161].

Другим важливим напрямком розвитку ринку, що стимулював еволюцію фінансового сектору, були інституційні нововведення, котрі трансформували невизначеність у ризик. Сучасне розуміння страхування і диверсифікації портфельних ризиків має на увазі той момент, що ці методи переводять невизначеність у ризики і, таким чином, через використання певних інститутів знижують вартість угоди. На думку Д. Нортона, історія зародження ринку на початку Нового часу свідчить про інновації, котрі були провісниками сучасних методів

зниження ризиків. Це, наприклад, морські страховки, що здійснювалися спеціальними фірмами та були призначені для покриття частини втрат по контрактах [177, с.161]. Морські страховки – це один із прикладів розвитку актуарного, тобто розрахованого і обумовленого спеціальним контрактом (страховим договором) ризику.

Інший приклад інновацій, що зумовлювали формування фінансового ринку стосується організації достатньо складної системи взаємних поручительств – договірної інструменту, що розподіляв ризики за принципом портфельної диверсифікованості фінансових інструментів та дозволяв залучати в ризиковані заходи велику кількість інвесторів. Історія самих поручительств, починаючи з їхнього зародження в євреїв, жителів Вавилону і мусульман, потім використання італійцями й англійськими регульованими державою компаніями і, нарешті, акціонерними товариствами, – є прикладом еволюції інститутів, що знижують ризик [177, с.162].

Важливим чинником розвитку ринків капіталу, на думку Д. Норта, була роль держави у гарантуванні основних засад економічної діяльності. Наскільки держава була пов'язана зобов'язаннями не конфісковувати активи чи будь-яким способом використовувати силу адміністративного тиску (що сприяло би збільшенню невизначеності на ринку), настільки це уможливлювало розвиток фінансових інститутів і створення більш ефективних фінансових ринків. Ключовим у цьому процесі було обмеження сваволі влади і розвиток неперсоніфікованих законів, яким були зобов'язані підкорятися і державні, і приватні організації [177, с.163].

Історія розвитку сучасної ринкової економіки свідчить, що зародження фінансових ринків відбулося у Нідерландах, особливо в Амстердамі, де в певний історичний період (XVI-XVII ст.) ринкові інновації та інститути були сконцентровані на розвитку торгової комерції. Вільний рух капіталу, відсутність обмежень щодо іммігрантів та мінімальне втручання держави у ринкову діяльність сприяли активному розвитку торгівлі, а відтак впровадженню ефективних методів фінансування комерційних операцій з далекими країнами. Одним з інноваційних

напрямок інституційного розвитку стало становлення фінансових домів - спеціалізованих фінансових інститутів, призначених для зниження трансакційних витрат в торгівлі. Взаємодія між фінансовими домами, особливо через інструменти поручительств та фондові інструменти Амстердамської фондової біржі, сприяла становленню фінансового ринку (особливо страхового та вексельного сегменту). Формування потужного ринку капіталу разом з розвитком техніки розподілу ризиків і трансформації невизначеності в актуарний, тобто такий, що прораховується, ризик, дозволили знизити інформаційні витрати і стимулювали розвиток ринкових відносин [18, с.164].

На наш погляд, головним визначником відмінності між поглядами неокласиків та інституціоналістів на місце фінансового ринку в економічній історії та його роль у розвитку економічної системи є детермінація моменту формування фінансового ринку. Якщо неокласики бачать фінансовий ринок в якості одного з елементів ринкової економіки, що виник у процесі її розвитку, то інституціоналісти стверджують, що сам по собі ринок почав формуватись тоді, коли були створені інститути, котрі полегшували обіг капіталу. За великим рахунком, обидва підходи пояснюють розвиток одного процесу – еволюції економічної системи. В процесі економічного розвитку вдосконалення форм економічної взаємодії неминує зумовлює виділення в окремі сегменти специфічних форм економічної діяльності, в тому числі фінансової діяльності, і фінансовий ринок виникає як специфічна форма взаємодії в рамках фінансової діяльності. З іншого боку, процес спеціалізації економічної діяльності як послідовності певних подій економічної діяльності полягає у створенні нових форм реалізації економічних потреб – економічних інститутів (в тому числі і фінансових інститутів). Тобто, результатом економічного розвитку є виникнення ринку, який зумовлює появу певних інститутів, що забезпечують його функціонування.

Розглядаючи фінансовий ринок в контексті його впливу на становлення трансформаційної економіки, ми вважаємо необхідним приділити особливу увагу інституційному підходу, адже його концепція може бути використана для пояснення

численних протиріч у розвитку національної економіки взагалі і фінансового ринку зокрема і в першу чергу диспропорцій у розвитку інститутів фінансового ринку. Хоча слід відмітити, що застосування інституційного підходу до дослідження фінансового ринку має певні труднощі, оскільки інституційна теорія не приділяє достатньої уваги питанню вивчення механізму дії фінансових інститутів.

Як зазначає вітчизняний економіст В.Зимовець, сучасна економічна теорія, особливо неокласичний напрямок, прямо не розглядає конкретні форми організації економічних відносин у суспільстві та місце фінансового сектора в інституційній системі [75, с.16]. Характер взаємодії фінансового і реального секторів розглядається переважно абстрактно, увага зосереджується на кількісних параметрах та макроекономічних показниках (обсягах грошової маси, процентній ставці, темпах інфляції). Відносини власності у сфері розподілу й перерозподілу чистих заощаджень згадуються лише опосередковано. Наявність ефективного фінансового сектора визначається як необхідна передумова стимулювання приватних заощаджень, згідно з ліберальним (неокласичним) підходом, який базується на припущенні, що в реальній економіці мають місце автоматична трансформація заощаджень в інвестиції і здатність фінансового сектора до самоорганізації [75, с.16]. З позицій кейнсіанства неефективність фінансового ринку вимагає розширення ролі держави у процесах формування заощаджень і концентрації національного капіталу.

За думкою В. Зимовця, і ліберальний, і кейнсіанський підходи спираються на рівень відсоткової ставки як критерій оптимальності фінансового сектору, при цьому прихильники лібералізму вважають, що оптимальний рівень відсоткової ставки може встановитись автоматично, а кейнсіанці - що держава, через діяльність відповідних інститутів, повинна забезпечити цей оптимальний рівень.

Об'єктивні процеси посилення ролі фінансового сектора в економічних відносинах, котрі здатні виконувати стимулюючу роль, згідно інституційної концепції, поки що не дістали належної наукової оцінки в економічній науці. В сучасних умовах, практичні напрями застосування концепцій економічної теорії

зосереджуються на виконанні державою функцій макроекономічного регулювання, що властиво неокласичному підходу, при цьому цільовим орієнтиром ефективності державної політики виступає приріст приватних інвестицій в економіку.

В сучасних розвинутих економічних системах, поєднується високий рівень соціального забезпечення і вільний ринок з регульованою і фінансово стабілізованою економікою.

У прикладних економічних теоріях, зокрема у теорії економічного розвитку, значення і роль фінансового сектора в економічній системі чітко не детерміновано та в певній мірі, його вплив на економічні процеси спрощено. Так, у моделі Р. Солоу трансформація заощаджень в інвестиції здійснюється без врахування участі фінансового сектора, тобто процес нагромадження капіталу не деталізується.

Разом з тим, як зазначає В.Зимовець, піднесення організації руху капіталу на принципово новий рівень і подальше відокремлення прав власності на капітал від його матеріально-речовинної форми потребують розробки теоретичних концепцій взаємодії реального, фінансового і державного секторів замість застарілих двополюсних моделей типу „держава – ринок”, якими є моделі традиційної економічної теорії („мейнстріму”) у всіх своїх різновидах (монетаристсько-кейнсіанський спектр) [75, с.16].

Важливим і перспективним напрямом сучасних економічних досліджень є вивчення ділових циклів на проблеми довгострокового економічного зростання, особливо в контексті розвитку фінансової кризи 2006-2008 рр.. У дослідженні чинників економічного зростання, важливе місце займає концепція П. Ромера та Р. Лукаса, у якій визначається вплив технологічних змін та людського капіталу на загальноекономічну динаміку. При цьому враховується, що з нагромадженням національного багатства докорінно змінюється співвідношення фінансового і реального секторів та відбуваються суттєві зрушення у впливі прав власності на капітал та суспільний добробут.

Зокрема, Р. Лукас стверджує, що вплив циклічних коливань на соціально-економічний рівень розвитку послаблюється, адже завдяки зростанню

національного багатства створюються фінансові резерви, достатні для компенсації втрат від циклічних коливань. Тобто, із зростанням обсягів реального капіталу, зменшення впливу економічних циклів на добробуту відбувається завдяки зменшенню частки поточного доходу (залежного від виробничої кон'юнктури) у структурі нагромадженого багатства. При цьому важливим чинником виступає специфікація прав власності у значної частки населення, адже чим більше громадян є співвласниками національного багатства, тим менше залежить особистий дохід населення від циклічних коливань реального сектору. Тобто, забезпечення масового характеру власності на національний капітал завдяки розвитку фінансового сектору, сприяє збалансуванню сукупних доходів населення та підвищує суспільний добробут [4, с.19].

Слід відзначити, що не лише обсяги заощадження, а й способи їх трансформації в інвестиції є детермінантами економічного розвитку, що визначено у теорії розвитку Й. Шумпетера, згідно з науковою концепцією якого зростання суспільного багатства прискорює процес нарощування фінансових активів.

Актуалізація значення фінансового сектору у розвитку фінансової системи знайшла відображення у наукових концепціях Р. Дж. Мак-Кіннона, А. Гельба, котрі стверджують, що відправною точкою економічного зростання є нарощування потенціалу фінансового сектору. Разом з тим, посилення значення фінансового ринку в ринковій економіці супроводжується удосконаленням інституційної системи, її організаційним ускладненням та систематизацією діяльності фінансових інститутів.

Внутрішні аспекти функціонування фінансового ринку та його місце в системі економічних відносин вимагають глибших (ніж у макроекономіці) підходів, а саме застосування методів інституційного аналізу.

В рамках інституційного підходу визначено типологію організацій (ринкового, ієрархічного та гібридного типів), опираючись на застосування механізму зниження трансакційних витрат. Провідна роль мотиву зниження трансакційних витрат організацією стала фундаментом наукової аргументації

доцільності експансії капіталу насамперед у напрямі вертикальної інтеграції (у працях П. Джоскова, Б. Кляйна, А. Алчіяна і Р. Кроуфорда).

Трансакційні витрати як чинник детермінації взаємодії між інститутами може бути застосований щодо фінансових інститутів, якщо ми розглядатимемо підприємство (фірму) як покупця специфічного товару - фінансових ресурсів. Відомий економіст О. Вільямсон вказував на перспективи застосування методів інституціоналізму до трансакцій ринку праці, проміжного продукту і капіталу [32, с.72].

З позицій інституціоналізму, функцією інститутів, у тому числі фінансових, є зниження рівня трансакційних витрат: витрат на пошук інформації, ведення переговорів та укладення контракту, моніторинг, захист прав власності [177, с.16]. Змістове наповнення поняття „трансакційні витрати”, з точки зору ефективності фінансового сектора, - це витрати на пошук, тобто такі, що пов’язані з вибором контрагентів, включаючи неявні витрати (витрачений час), та інформаційні витрати, тобто витрати на оцінку реальної інвестиційної вартості фінансового активу [32, с.18]. Як стверджує О. Вільямсон, до трансакційних витрат у фінансовому секторі відносять також витрати на юридичне забезпечення виконання фінансових контрактів.

Розмір трансакційних витрат безпосередньо впливає на вартість фінансових послуг, що в першу чергу ілюструється вищим рівнем відсоткової ставки і виступає з позицій інституціоналізму, визначальним чинником ефективності фінансового сектора. Як відзначає Д Норт, у нерозвинених фінансових системах, навіть при стабільності макроекономічних індикаторів рівень відсоткової ставки буде вищим ніж у країнах з розвиненим фінансовим сектором. На думку Д. Норта: „Рівень процентної ставки на ринках капіталу - чи не найяскравіший кількісний вимір ефективності інституційної основи” [177, с.92]. Особливе значення це положення має для трансформаційних економік, адже численні фінансові трансакції та угоди, що здійснюються поза межами офіційного ринку, зумовлюють високу вартість фінансових послуг, а тому трансакційні витрати у фінансових системах, що

формуються (в тому числі в Україні), набагато вищі ніж у розвинутих.

Специфікою фінансового ринку є те, що нарощування потенціалу фінансових інститутів дозволяє знизити так звані „явні” трансакційні витрати, пов’язані з опрацюванням й узагальненням ринкової інформації за рахунок впровадження новітніх управлінських технологій. Сучасні інформаційно-комунікаційні засоби дозволяють змінити модель бізнесу, перебудувати структуру компаній, забезпечити доступність і прозорість інформації, що в кінцевому підсумку “очищує” конкурентний механізм і сприяє скороченню трансакційних витрат національної економіки в цілому.

Важливим теоретичним питанням, що виникає в процесі застосування інституційного підходу є розмежування сутності термінів „інституції” та „інститути”. В традиційному розумінні інституційної методології використовується термін „інституція” - сукупність певних норм, правил, традицій, що визначають обмеження функціонування певного типу економічної системи та її економічних суб’єктів. За Д.Нортом, інституції є суто „правилами гри”, обмеженнями економічної діяльності [177, с.12], що відокремлені від організацій. З цієї точки зору інституційна структура економіки є упорядкованим набором інституцій, які формують рамки даної системи координації економічної діяльності, створюють моделі економічної поведінки господарюючих суб’єктів, визначають та обмежують сукупність варіантів їх вибору та взаємодії. Інституційна структура складається з формальних та неформальних інституцій.

В свою чергу, О.Вільямсон до системи інституцій відносить також фірми (організації), ринки та взаємні угоди [32, с.31]. Сучасний інституціоналізм, за визначенням О.Вільямсона, використовує тривірневу систему аналізу, наведену схематично в Додатку А. Згідно з цією схемою на першому рівні інституціонального аналізу знаходяться економічні агенти (господарські суб’єкти), на другому – інституційні угоди (різні види ринків, фірм або ж „гібридних” форм), на третьому – інституційне середовище – сукупність основоположних політичних, соціальних та юридичних правил і норм, що утворюють базис для виробництва, обміну та

розподілу [260, с.47]. Крім того, об'єктами аналізу виступають взаємозв'язки між рівнями інститутів, а саме:

- поведінкові передумови, тобто ті суспільні складові господарського життя які властиві окремому національному господарству;
- зміни в параметрах, тобто вплив інституційного середовища на функціонування інституційних угод;
- вплив на інституційне середовище інституційних угод, тобто коригування інституційного середовища на основі змін у інституційних угодах;
- правила поведінки, тобто зміни поведінки господарських суб'єктів під впливом інституційних угод;
- формування умов існування, тобто вплив інституційного середовища на господарську діяльність економічних агентів;
- вплив на інституційне середовище економічних агентів, тобто зміни, які відбуваються у інституційному середовищі завдяки суспільним змінам, що мають політичну основу.

Використання інституційного підходу у дослідженні процесів розвитку фінансового ринку, на наш погляд, в першу чергу повинно здійснюватись в напрямку аналізу інституційної природи фінансового ринку та інституційної структури його організації.

Першим напрямом інституційного аналізу ми визначаємо розгляд інституційної природи фінансового ринку. Слід зазначити, що ми ототожнюємо терміни “інституційна угода”, “інститут” по відношенню до фінансового ринку. На ототожнення сприйняття цих двох термінів та принципову вірність їх смислового об'єднання вказує російський дослідник інституційної теорії А. Шаститко [260, с.90]. Інституційна угода (інститут) є певною фірмою (організацією), а інституція є формальними правилами, неформальними обмеженнями і способами забезпечення дієвості обмежень [177, с.16].

Ринок – це процес, розвиток якого визначається взаємодією індивідів [155, с.243], але одночасно він сам здатен узгоджувати дію його учасників. Узгодження

діяльності ринкових контрагентів здійснюється ринком за допомогою системи цін, що вільно формуються, стверджує французький вчений П. Розанвалон [210, с.6]. В свою чергу, формування цін відбувається на основі обміну. Як зазначає Скотт Мосс: “товари і послуги обмінюються на ринках...процес обміну включає встановлення цін” [257, с.255].

З позицій інституційної теорії ринок є набором соціально-економічних інститутів, між якими регулярно здійснюється величезна кількість специфічних актів взаємодії між його учасниками, при цьому ринок стимулює та структурує обмін. На думку британського економіста Д. Ходжсона, ринки є організованим та інституалізованим обміном [257,с.256]. Ринки сприяють впорядкуванню цін та здійснюють інформування учасників ринку (економічних агентів) стосовно цін, товарів, покупців, продавців тощо.

Формування ринків та їх функціонування з позицій інституційної теорії пояснюється існуванням трансакційних витрат, які пов'язані з витратами на здійснення обміну, тобто ринки як інститути здатні зменшувати витрати на здійснення обмінних операцій. Як зазначає Р. Коуз, існує три види витрат, які здійснюють господарські суб'єкти і які можна визначити як трансакційні [111, с.103]. Це витрати придбання актуальної інформації, витрати проведення переговорів і прийняття рішень та витрати контролю та спонукання до виконання контрактів. З інституційної точки зору дія ринків як інститутів суттєво скорочує кожен з цих видів витрат. Ринки сприяють відкритості і прозорості формування цін, а також допомагають встановити контакт між контрагентами, що в кінцевому підсумку полегшує пошук необхідної інформації для укладення угод. Через встановлення визначених процедур та норм ринки знижують витрати часу на проведення переговорів та часто формалізують процес укладення контракту до такого ступеня, що дозволяють здійснювати угоду навіть без візуального, міжособистісного контакту контрагентів. Також ринок здатен суттєво зменшити витрати контролю та спонукання до виконання контрактів, що досягається шляхом встановлення норм і правил поведінки ринкових контрагентів. Скажімо, на

фондовій біржі виконання укладеної угоди чітко регламентоване існуючими правилами торгівлі, невиконання яких автоматично виключає участь недобросовісного контрагента в ринковій торгівлі.

Отже, інституційний підхід чітко визначив інституційну природу ринку, проте слід зазначити, що стосовно фінансового ринку ідея інституційних передумов його формування економістами прямо не розглядалась. На наш погляд, інституційна організація економіки — це система державних та ринкових інститутів та взаємозв'язків між ними, що визначає умови руху доходів і ресурсів у національній економіці. По суті, інституційна організація економіки є сукупністю ринків (як інститутів). Особлива роль у системі інститутів національної економіки відведена фінансовому ринку.

Опираючись на інституційний підхід, ми визначаємо фінансовий ринок як систему економічних інститутів, які створюють умови для переміщення фінансових ресурсів між господарськими суб'єктами з мінімальними трансакційними витратами за допомогою реалізації специфічних функцій.

Як відзначає проф. В. Базилевич, в межах фінансової системи фінансовий ринок виконує такі функції [6, с.7]:

- функція інтеграції;
- функція перерозподілу;
- функція санації;
- функція стимулювання;
- інформаційна функція.

З наведеного переліку функцій особливе значення мають наступні функції. За допомогою функції регулювання фінансовий ринок впорядковує взаємодію між економічними агентами стосовно фінансових активів та в кінцевому підсумку визначає напрямки переміщень фінансових активів у економічній системі; функція перерозподілу дозволяє виявити перспективні напрямки використання фінансових ресурсів та за допомогою фінансових інститутів переорієнтувати потоки капіталу та скоригувати структуру виробництва створивши можливості для впровадження

новітніх технологій; зміст інформаційної функції полягає у формуванні очікувань економічних суб'єктів на основі оцінки динаміки цін фінансових інструментів.

Заслужують на увагу також теоретичні положення про еволюційний розвиток фінансового ринку, і серед них - положення про те, що для формування ефективних фінансових інститутів потрібен час. Як зазначає В.Зимовець, еволюційний розвиток фінансового ринку визначається вирішенням проблеми „неповних контрактів” - контрактів, в яких неможливо заздалегідь обумовити майбутні непередбачені обставини.

Для удосконалення практики фінансових контрактів як елемента фінансової системи потрібен час: у процесі спроб і помилок набувається досвід взаємовідносин у фінансовій системі, поліпшується договірна база, фінансові контракти наповнюються необхідними положеннями, набирають розвитку механізми примусового виконання контрактів у разі потреби. Це дає підстави для теоретичного висновку про тривалість у часі формування ефективного фінансового ринку і про необхідність інституціоналізації позитивного досвіду відносин у площині “фінансовий сектор - реальний сектор” [75, с.16].

Отже, теоретичні підходи до визначення місця фінансового ринку в структурі ринкового господарства є досить різноманітними та різноплановими. Неокласичний напрям, в тому числі і кейнсіанство відводить фінансовому ринку технічну роль посередника без детермінації його впливу на економічний розвиток. Більш чітко визначено вплив фінансового ринку на соціально-економічний розвиток у роботах представників інституційного напрямку, якими фіксується визначна роль фінансових інститутів у еволюції інституційних систем і посилення економічного потенціалу фінансового ринку.

Інституційний метод дозволяє зрозуміти, які чинники зумовлюють посилення або послаблення ролі фінансового ринку в економічній системі, зокрема хоча розвиток фінансового ринку визначається загальноекономічним розвитком, при нарощуванні потенціалу, фінансовий ринок починає справляти визначальний вплив на спрямованість загальноекономічного розвитку. Разом з тим, на будь-якому з

етапів економічного розвитку його подальші перспективи залежатимуть від того, наскільки адекватними виявляться фінансовий ринок і фінансові технології з точки зору ефективного розміщення обмежених фінансових ресурсів.

п.1.2. Структура та класифікація елементів фінансового ринку

Фінансовий ринок відіграє надзвичайно важливу роль у економічній системі, оскільки ринковий перерозподіл фінансових ресурсів у масштабах всієї економіки, як свідчить світова практика, є найбільш ефективним. У спрощеному вигляді завданням будь-якої економічної системи є інвестування коштів у зростаючі, з ефективною спрямованістю розвитку та високою прибутковістю галузі народного господарства. Підприємцю для розширення виробництва і збільшення прибутку потрібні фінансові ресурси, окрім того вони потрібні державі для виконання своїх економічних функцій. Однак, на практиці потреба у фінансових ресурсах зростає значно швидше, ніж накопичується прибуток підприємств та формуються доходи держави (переважно податки), а тому утворюються дефіцити інвестиційних бюджетів підприємств та дефіцит державного бюджету.

В той же час населення витрачає свої поточні доходи поступово, постійно маючи поточний залишок тимчасово вільних коштів, накопичуючи частину доходів для придбання товарів тривалого користування, для створення страхового фонду на випадок хвороби чи старості тощо. Джерелами заощаджень підприємств можуть бути амортизація, нерозподілені прибутки. Як тільки заощадження починають використовуватись для придбання факторів виробництва, вони перетворюються в інвестиції. Шлях такої трансформації лежить через фінансовий ринок. При цьому попит та пропозиція вільних грошових ресурсів формують фінансовий ринок, на якому відбувається рух грошових ресурсів від їхніх власників до тих, хто їх буде використовувати. Як зазначає американський економіст Ф. Мишкін, головною функцією фінансового ринку є координація економічних інтересів тих господарських суб'єктів, котрі заощадили кошти, та тих, котрі відчувають дефіцит коштів [158, с.74]. Тобто, за своєю природою фінансовий ринок є інструментом оптимізації економічних процесів.

Розвиток фінансового ринку дозволяє найефективніше скоординувати економічну діяльність різних господарських суб'єктів в сфері перерозподілу

фінансових ресурсів, при цьому відбувається зниження інформаційних та трансакційних витрат.

Формування фінансового ринку нерозривно пов'язано з розвитком усієї системи ринкових відносин в економіці. Слід відзначити, що проведені у нашій державі на початковому етапі реформ економічні перетворення не торкалися основних принципів функціонування економіки, а зводилися до змін умов діяльності первинних господарських ланок - державних підприємств й об'єднань. Однак незабаром стало зрозуміло, що вирішення глобальних народногосподарських проблем, котрі виникли у зв'язку з глибокою структурною перебудовою економіки, переважно з позицій підприємств, приречено на невдачу. Обмеження самофінансування рамками підприємств неминуче призвело до консервації галузевої структури та суттєво загальмувало переміщення капіталів між галузями. Крім того, орієнтація на створення елементів товарного ринку та ігнорування фінансових умов економічної діяльності, пожвавлюючи господарську діяльність підприємств, у той же час позбавило їх діючих економічних стимулів для здійснення прогресивних зрушень у галузевій структурі народного господарства.

Нав'язування ринку штучної вихідної моделі, що базується на переважному розвитку товарного ринку при ігноруванні всіх інших його складових частин, призвело до ситуації, коли “макроекономічний характер економіки не вписується у вузькі рамки мікроекономічної моделі ринку, а останній не може скластися у всій своїй повноті...”[62, с.8]. Для широкого розвитку ринкових відносин на макрорівні потрібно було створити ринковий механізм розподілу і перерозподілу фінансових ресурсів, тобто механізм переміщення капіталів. Про це свого часу вів мову відомий російський економіст Л. Абалкін, котрий зазначав, що “...необхідно доповнити товарний ринок ринком капіталу, створити новий ринок - ринок інвестицій”[1, с.13]. На наш погляд, поняття “ринок інвестиційних ресурсів” як елемент загальноекономічного ринку, поряд з ринками засобів виробництва, споживчих товарів і робочої сили, недостатньо повно розкриває суть фінансового ринку, оскільки за рамками залишається ринок короткострокових (грошових) ресурсів.

Фінансовий ринок - це особлива сфера ринкових відносин, що регулюють і направляють кошти, котрі тимчасово вивільняються в економіці, шляхом їхнього запозичення чи залучення від власників заощаджень або посередників і пропозиції їх іншим суб'єктам за визначену винагороду. У результаті тривалого історичного розвитку цей механізм сформувався в економічну систему, яка володіє такими важливими характеристиками, як цілісність, структурність, взаємозалежність та ієрархічність складових елементів і продовжує активно еволюціонувати [238, с.39].

Необхідно відмітити той факт, що місце, значення та сфера впливу фінансового ринку по-різному трактуються зарубіжними та вітчизняними економістами. Це призводить до того, що існує досить багато наукових концепцій стосовно його впливу на національну економіку. Кожна з наукових концепцій пропонує власне визначення фінансового ринку та інакше бачить його структуру.

Одне з найбільш поширених трактувань фінансового ринку належить Й.Шумпетеру, що визначає суть фінансового ринку через здійснення кредитних операцій в інтересах формування нової системи вартостей. На його погляд, фінансування економічного розвитку є головною функцією грошового ринку (ринку капіталу / фінансового ринку).

Процес розвитку ринкових відносин створює грошовий ринок і підтримує його існування як необхідного сегменту, що кардинально визначає сутність самої ринкової системи. Подібне змішування суті фінансового ринку та грошового ринку властиве також іншим західним вченим. Іноді зустрічається навіть ототожнення цих двох понять. Так Л.Харріс бачить в фінансових відносинах вираження дії ринку грошей [252, с.280]. З іншої позиції, ринок грошей сприймається як загальне визначення будь-якого ринку фінансових активів [157, с.75]. Проте, в цьому випадку відбувається „поглинання” специфіки функціонування ринку грошей такими складовими фінансового ринку, як ринок капіталів та фондовий ринок.

Більш чітко виділяє значення ролі грошового ринку Е.Долан, котрий під терміном „грошовий ринок” розуміє систему інститутів, що забезпечують взаємодію пропозиції та попиту на гроші [56, с.284]. В схожому контексті висловлюється

А. Гальчинський, зокрема він стверджує: „Грошовий ринок є мережею спеціальних інститутів, що забезпечує взаємодію попиту і пропозиції на гроші як специфічний товар, їхнє взаємне врівноваження” [38, с.92]. Але при такому підході з сфери наукового дослідження випадає існування ринку капіталу, хоча, ще Й.Шумпетером було відзначено, що „...ринок капіталу — це те, що будь-яка ділова людина називає грошовим ринком...”. Крім того, не можна погодитись, що вплив грошового ринку обмежується тільки сферою функціонування банківських фінансових інститутів. Тобто, ми безперечно вважаємо, що базовою складовою фінансового ринку є грошова сфера функціонування фінансових відносин, та при цьому фінансовий ринок охоплює грошовий ринок і доповнює його всією множиною економічних відносин, котрі безпосередньо не пов’язані зі структурою грошового ринку, але які існують у функціональному середовищі фінансових активів. Необхідно також відзначити тісний онтологічний зв’язок між категоріями „фінансовий ринок” та „грошовий ринок”.

У науковій літературі для позначення сфери ринкових відносин, пов’язаних з переміщення тимчасово вільних грошових ресурсів від одного господарського суб’єкта до іншого, найбільше часто вживається поняття „ринок позичкових капіталів”, під яким розуміють „складний економічний механізм перерозподілу коштів між галузями, регіонами, механізм їхнього просування від кредиторів до позичальників за допомогою посередників” [6, с.7]. У західній літературі поняття „ринок позичкових капіталів” практично не вживається. Найчастіше мова йде або про ринок капіталів, або про фінансовий ринок, або про ринок грошей. Частина закордонних науковців, наприклад В. Долан, П. Самуельсон, розглядають фінансовий ринок як „...безліч каналів (механізмів), по яких кошти перетікають від власників заощаджень до позичальників” [63, с.16]. Однак деякі закордонні автори відносять до фінансових ринків так зване пряме фінансування, тобто ті канали, по яких кошти переміщуються від власників заощаджень безпосередньо до позичальників за допомогою цінних паперів [220, с.14].

Модифікацією даної точки зору можна вважати схему, відповідно до якої фінансовий ринок поділяється на кредитний ринок та ринок грошей, що знаходяться в обігу, ринок фінансових інструментів, що обертаються на ринку цінних паперів, валютний ринок. Так, у підручнику вітчизняних вчених С. Маслової та О. Опалова є два варіанти класифікації елементів структури фінансового ринку [147, с.8-9]. Згідно з першим варіантом до його структури входять ринок готівкових грошей, ринок короткострокових платіжних коштів, ринок валют, ринок цінних паперів, ринок позичкового капіталу.

Згідно з другим - фінансовий ринок поділено на три сегменти (рис. 1.1):

- кредитний ринок;
- ринок фінансових інструментів;
- валютний ринок.

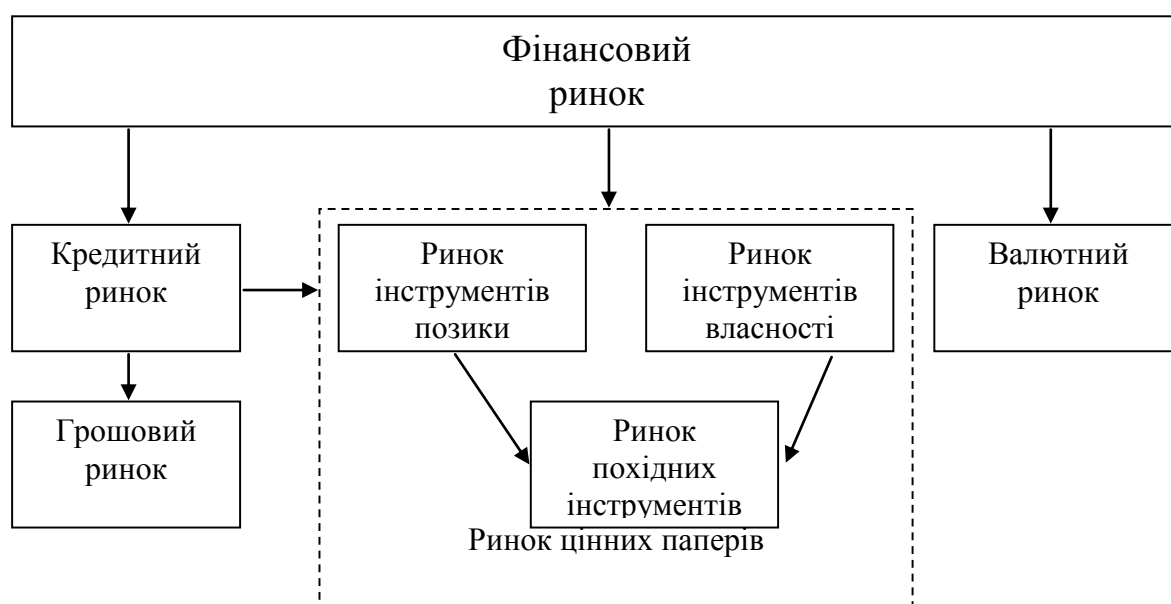


Рис.1.1. Структура фінансового ринку [147, с.8]

За основу поділу фінансового ринку на грошовий ринок і ринок капіталів багато авторів використовують часовий аспект. Наприклад, на думку авторів відомого підручника з теорії грошей та банківської справи Е. Жукова та Л. Максимова, грошовий ринок є ринком ліквідних фінансових інструментів (з терміном обігу від 24 годин до одного року), що забезпечує рух і поповнення оборотного капіталу підприємств і фінансово-кредитних інститутів. На ринку

капіталів (інвестицій) кошти видаються на більш тривалі терміни: від року до п'яти років (ринок середньострокових кредитів) і від п'яти і більше років (ринок довгострокових кредитів) [178, с.6]. Ми ж дотримуємось думки, що поділ фінансового ринку здійснюється через ті функції, котру кожен з його секторів виконує в ринковому перерозподілі засобів, а не по ознаці механізму перерозподілу. В цьому сенсі грошовий ринок не тотожний ринку короткострокових кредитів, а ринок капіталів - ринку цінних паперів, адже на грошовому ринку фінансові засоби можуть перерозподілятися як у формі кредитів, так і у формі цінних паперів. Відрізняються ці два сегменти фінансового ринку за завданнями перерозподілу. Метою руху грошових ресурсів між суб'єктами на грошовому ринку є перерозподіл ліквідності між ними, а на ринку капіталів - задоволення потреби в інвестуванні грошових засобів. Підтвердженням цієї думки є позиція російського дослідника А. Осипової, котра стверджує, що функцією грошового ринку є обслуговування короткострокових потреб учасників, а ринку капіталів - їхніх довгострокових позицій [183, с.17].

Врешті-решт, в процесі власного розвитку фінансовий ринок здобуває ще одну важливу функцію - він стає ринком самих джерел доходу, тобто може виступати у якості формоутворюючого чинника для специфічного виду економічної діяльності.

Наявність різних каналів (форм) реінвестування коштів між власниками і позичальниками зумовило складну структуру фінансових ринків у всіх розвинутих країнах. Так, Ф.Мишкін проводить класифікацію його структурних елементів за такими ознаками:

- за інструментами:
 - ринок акцій;
 - ринок облігацій;
- за сферою обігу інструментів:
 - біржовий;
 - позабіржовий;
- по строковості:

- ринок грошей (строк обігу боргових інструментів до 1 року);
- ринок капіталів (ринок довгострокових боргових інструментів та акцій).

Іншу класифікацію фінансового ринку зустрічаємо у американських вчених Р.Колба та Р.Родрігеса [99].

По-перше, вони виділяють в структурі фінансового ринку ринок цінних паперів, що ділиться на два сегменти: ринок долевих цінних паперів (входять в свою чергу первинний ринок та фондовий ринок) та ринок боргових цінних паперів (складається з ринку грошових інструментів з терміном обігу до 1 року та ринку облігацій).

По-друге, згадані вчені класифікують діючі на ринку фінансові інститути на дві групи: депозитні (банки, кредитні спілки, ощадні інститути) та не депозитні (фінансові, інвестиційні, страхові компанії та пенсійні фонди).

По-третє, Р. Колб та Р. Родрігес в окремі структурні елементи фінансового ринку виділяють ринок похідних цінних паперів(ринки ф'ючерсів, опціонів та свопів).

Оригінально класифікує структурні елементи фінансового ринку Р.Г. Габбарт [37]. Він визначає три основні функції фінансового ринку:

- зменшення ризику;
- забезпечення ліквідності;
- підтримка інформативності.

Забезпечують виконання функцій ринку фінансові інститути, до яких віднесено:

- А) інститути ринку цінних паперів (інвестиційні банки);
- Б) інвестиційні інститути (фінансові компанії, взаємні фонди);
- В) депозитні інститути (банки, кредитні спілки, ощадні інститути);
- Г) недепозитні (страхові компанії та пенсійні фонди);
- Д) урядові регулюючі інститути.

Слід відзначити, що діяльною стороною фінансового ринку виступає ринок фінансових послуг, адже фінансова послуга є результатом діяльності фінансових інститутів з фінансовими активами. З позицій структурування фінансового ринку через призму фінансових послуг (через діяльний аспект фінансових інститутів) вітчизняні економісти С. Науменкова та С. Міщенко здійснюють сегментацію фінансового ринку

за трьома критеріями: за видами діяльності фінансових посередників, за видами фінансових активів та за секторальним підходом згідно з Системою національних рахунків[170, с.26-27]. Зокрема, за видами діяльності ринок фінансових послуг складається з банків, небанківських кредитних та небанківських фінансових установ.

За секторальним підходом, згідно Системи національних рахунків, фінансовий ринок поділено на сегменти: депозитних корпорацій; страхових корпорацій та пенсійних фондів; фондів грошового ринку; інвестиційних фондів, допоміжних фінансових організацій, інших фінансових посередників, кептивних фінансових установ.

За послугами по видах фінансових активів на фінансовому ринку зазначеними авторами виділено послуги:

- послуги на кредитному ринку;
- послуги на ринку грошей;
- послуги на ринку цінних паперів;
- послуги на валютному ринку;
- послуги на страховому ринку.

Узагальнюючи, ми можемо зробити висновок, що фінансовий ринок містить у собі безліч секторів, різним чином пов'язаних між собою, при цьому досить часто між ними немає чітких меж, а також відбувається постійне переміщення грошей з одного сектора ринку в інший, мотивоване кон'юнктурою ринку і конкретикою завдань, що у даний момент вирішує власник чи позичальник заощаджень. Складне взаємопроникнення між окремими секторами ринку, на наш погляд, є додатковим аргументом на користь трактування фінансового ринку як усієї сукупності ринкових відносин, що забезпечують акумуляцію і перерозподіл грошових ресурсів суспільства за допомогою численних фінансових інструментів специфічними посередниками – фінансовими інститутами.

Формування фінансового ринку досить складний процес, що продовжується не один рік. У різних країнах він був непростим і хворобливим. Багато країн пройшли

через банкрутства банків і бірж. Фінансові системи, що існують у різних країнах, відрізняються одна від одної, але вони мають і загальні риси.

З еволюційних позицій становлення грошового ринку є найбільш ранньою стадією розвитку фінансового ринку. Цей ринок, як правило, більш уніфікований у різних країнах і його формування передувало розвитку ринку капіталу. Суттєву роль на цьому ринку відіграє держава як основний емітент грошей. При цьому, як зазначає Н. Шелудько, основним інститутом, що обслуговує грошовий ринок, були і залишаються банки, наділені широкими можливостями по обслуговуванню інвестиційних і фінансових потреб регіонів, і їхня діяльність в цьому сегменті ринку є досить уніфікованою для національних економік різних країн [264, с.122].

Питання впливу фінансового ринку на національну економіку сектором грошового ринку досить ретельно розроблено М. Савлуком. На його думку, через фінансовий ринок виражається специфіка функціонування грошової сфери. Грошовий ринок – це особливий сектор розвитку фінансових відносин, на якому здійснюється купівля та продаж грошей як специфічного товару, формується попит, пропозиція та ціна на цей товар[48, с.105].

Безперечним є входження грошового ринку до структури як ринку капіталів, так і власне фінансового ринку взагалі. Стосовно останнього потрібно виділити внутрішні сутнісні зв'язки між цими категоріями, адже спорідненість виникає стосовно функціонального призначення, а саме орієнтованість і першого і другого ринків на капіталізацію вільних грошових засобів суб'єктів господарювання. Проте, є принципові відмінності, котрі суттєво впливають на зону дії кожного з цих ринкових сегментів.

Якщо зосередити погляд на об'єктах та інструментах дії, то для грошового ринку об'єктом виступають гроші, а інструментом їх реалізації фінансові активи, в той час як для фінансового ринку об'єктом виступають фінансові активи, а інструментом їх реалізації – гроші. Відповідно при економічному аналізі певного явища господарського життя можливим є неоднакові результати, якщо розглядати явище через призму грошового чи фінансового ринку.

Досить вдало проілюстровано відмінності грошового та фінансового ринку Я.Остапчуком [185, с.106], у табличному вигляді ми подаємо їх нижче.

Таблиця 1.1

Порівняння категорій “фінансовий ринок” та “грошовий ринок”

Грошовий ринок	Показники	Фінансовий ринок
Гроші	1. Об'єкти	Фінансові інструменти
Фінансові інструменти	2. Інструменти	Гроші
Кредитори Позичальники	3. Суб'єкти 1. Продавці - 2. Покупці -	Позичальники Кредитори
Процент	4. Ціна	Ринкова вартість об'єкту

Через грошовий ринок здійснюється постійний рух грошей у процесі суспільного виробництва, тобто фактично опосередковується грошовий оборот у національній економіці. Основою створення грошового обороту в національному масштабі є реальна економіка, прямі та зворотні зв'язки між виробництвом та споживанням. Через ринкові механізми оборот грошей дієво визначає можливості господарського розвитку для економічних агентів. Зокрема, грошовий оборот, перерозподіляючи грошові засоби між суб'єктами ринку, забезпечує вільне переміщення капіталу з однієї сфери ринкової економіки в іншу, таким чином об'єднуючи різні сфери господарювання у єдине ціле. Крім того, ринковий оборот виконує унікальну роль регулятора кількісних та швидкісних параметрів грошових потоків, що прямо визначає можливості щодо задоволення потреб у грошових засобах усіх сфер ринкової економіки.

Грошовий ринок містить у собі кілька сегментів: ринок готівки, ринок казначейських короткострокових зобов'язань, ринок короткострокових комерційних векселів, ринок короткострокових кредитів тощо. Причому функціонально до грошового ринку можна віднести тільки ті короткострокові позички, які використовуються для забезпечення поточної діяльності позичальника, а

використовувані для розширення і модернізації виробництва - до сфери ринку капіталів.

Велика частина грошових доходів і нагромаджень, що складають ресурси фінансового ринку, формується на грошовому його сегменті у вигляді готівки і залишків коштів на рахунках різних господарських суб'єктів, котрі використовуються для забезпечення поточної діяльності у формі ліквідних засобів і для розвитку виробництва, обумовлюючи їхній перехід на ринок капіталів. У реальному економічному житті порушення цього складного взаємозв'язку між грошовим ринком і ринком капіталів може привести до невиправданого розбухання першого і до згортання ринку капіталів.

Основну частину грошового ринку в країнах з розвинутою грошовою сферою, як правило, складає сектор короткострокових (з терміном до 1 року) цінних паперів. Угодами на цьому ринку є гуртова торгівля такими стандартизованими фінансовими інструментами: казначейськими векселями, депозитними сертифікатами, банківськими векселями, ф'ючерсними контрактами. Всі ці інструменти характеризуються високим ступенем взаємозамінності і порівнянністю умов, але функціонують вони в різних секторах грошового ринку. Що стосується інших короткострокових фінансових інструментів (банківських векселів, депозитних сертифікатів), то вони не повною мірою відповідають вимогам високої ліквідності.

Ринок капіталу більш складний, оскільки базою для нього є не гроші, а виробничі ресурси, що розпорошені між багатьма учасниками ринку. Як було показано вище, ринок капіталу складається з двох сегментів: довгострокового кредитного ринку і ринку фондів цінних паперів (акції й облігації). Ринок цінних паперів є тією частиною фінансового ринку, на якому специфічний товар - цінні папери - обмінюються на гроші; іншими словами, відбувається розміщення цінних паперів.

Ринок цінних паперів може бути умовно розділений на окремі сектори - ринки, в більш вузькому значенні цього слова. Ще його можна поділити на ринок державних цінних паперів і ринок корпоративних цінних паперів. На останньому

здійснюють обіг цінні папери, випущені промисловими фірмами і корпораціями, комерційними й інвестиційними банками, інвестиційними фондами тощо.

Основу ринку цінних паперів складає біржа, на якій відбувається перерозподіл фінансових ресурсів у масштабах народного господарства, створюються умови для додаткових випусків цінних паперів. Біржа уособлює собою вторинний ринок цінних паперів, на якому в ході постійно організованої торгівлі цінними паперами росте ліквідність самих паперових зобов'язань.

Фондовий ринок може стати могутнім важелем централізації капіталу і при збалансованому розвитку дозволить вирішити ряд проблем, пов'язаних з фінансовим забезпеченням в умовах транзитивної економіки. Саме активний розвиток ринку цінних паперів багато в чому може обумовити структурну трансформацію великої промисловості: з його допомогою можуть бути мобілізовані величезні засоби, котрі до цих пір залишаються незадіяними.

Таким чином, сучасний ринок цінних паперів - одна з найважливіших складових ринкової економіки. У цих умовах фондовий сектор фінансового ринку виконує ряд найважливіших макро- і мікроекономічних функцій:

- чутливо реагує на ті зміни, що відбуваються і передбачаються в політичній, соціально-економічній, зовнішньоекономічній та інших сферах життя суспільства;
- регулює інвестиційні потоки, що забезпечують оптимальну для суспільства структуру використання ресурсів, здійснюючи основну частину процесу переміщення капіталів у галузі, що забезпечують найбільшу рентабельність вкладень;
- забезпечує масовий характер інвестиційного процесу, дозволяючи будь-яким економічним суб'єктам (у тому числі з номінально невеликим інвестиційним потенціалом) здійснювати інвестування у виробництво;
- є важливим інструментом державної фінансової політики.

Особливим ринковим сегментом, через який реалізується четверта функція РЦП (інструмента державної фінансової політики), є ринок державних цінних

паперів, котрий повсюдно у світі широко використовується як інструмент державного регулювання (грошового зокрема і фінансового взагалі) ринку. Накопичено багатий досвід конструювання різних державних фінансових зобов'язань, що відповідають потребам різних інвесторів. Як інструмент державної фінансової політики ринок цінних паперів виконує наступні функції:

- неемісійне покриття дефіциту бюджету;
- фінансування конкретних проектів;
- регулювання обсягу грошової маси, що знаходиться в обігу;
- підтримка ліквідності фінансово-кредитної системи.

Повертаючись до аналізу структурних елементів фінансового ринку особливу увагу викликають власне фінансові інститути – інституційні одиниці, що „...правочинні контролювати власні фінансові ресурси: володіти активами та пасивами, брати на себе зобов'язання, займатися господарською діяльністю і укладати угоди...”[170, с.26], а отже важливим напрямком інституційного аналізу на рівні інституційних угод, крім ринків, є функціонування власне фінансових інститутів. Слід відзначити, що здійснюючи інституційний аналіз фінансових інститутів, ми ототожнюємо останні з таким інституційним поняттям, як “фірма”. Питання природи фірми та її взаємозв'язків з ринком є досить складне та неоднозначне. Інституціоналісти, зокрема Р. Коуз, О. Вільямсон, фактично ототожнюють ринки та фірми, висуваючи в якості ключової тези те, що головною метою функціонування інститутів (типу фірми) є мінімізація трансакційних витрат[291, с.25]. Хоч при цьому наголошується, що не слід ототожнювати організацію та інституцію, оскільки перша є гравцем, а друга - правилами гри.

Розмитість тлумачення економічної природи інститутів пояснюється двозначністю інституційної дії самих інститутів, адже фірма є господарським суб'єктом - організацією, що здійснює певний вид господарської діяльності і одночасно - інститутом, що опосередковує обмін між власниками ресурсів і реалізує певний специфічний вид інституційних угод. Симбіозом обох тлумачень є визначення, що наведене у праці С. Роузфілда, згідно з яким виділяють інститути -

організації, що встановлюють офіційні правила економічної поведінки і впроваджують механізм їх дотримання [211, с.20]. Як зазначено у наших спільних публікаціях з проф. П. Нікіфоровим, головне в інституті - та організаційна динаміка, яка дозволяє чітко спрямовувати господарську активність належним і певним чином [116, с.10]. Інститут примушує діяти господарський суб'єкт, що потрапляє в структуру його функціональних місць згідно з визначеними правилами функціонування інституціоналізованого механізму, зокрема - фінансового механізму, якщо мова йде про який-небудь фінансовий інститут.

Отже, можна стверджувати, що „фінансовий інститут” - це така соціально-економічна форма, яка опосередковує фінансові відносини господарських суб'єктів за допомогою фінансових інструментів. В свою чергу, фінансовий інститут діє в системі ринкових відносин, а точніше реалізує свої специфічні завдання в системі фінансового ринку. На наш погляд, фінансовий інститут є організаційною формою реалізації специфічних функцій фінансового ринку, спрямованою на оптимізацію руху фінансових ресурсів між економічними агентами.

Як зазначає проф. П. Нікіфоров, на відміну від структур матеріальної діяльності, у фінансовому інституті суб'єктивність людини не елімінується. Навпаки, людина, яка входить у простір фінансового інституту, набуває додаткових ступенів свободи. У неї з'являється можливість розрахунку своїх дій і прогнозу їх можливих наслідків (у тому числі - у вигляді фінансового результату). Більш того, наявність в країні вкоріненних фінансових інститутів дає в руки держави додаткові можливості з управління суспільством і це важлива властивість інституту. Роль інститутів у житті суспільства - бути незмінними постійними утвореннями в соціальному житті суспільства; образно кажучи, інститути - „тверді тіла суспільного життя й історії, якими ніхто не може управляти” [116, с.9].

Як уже зазначалось, функцією інститутів, у тому числі фінансових, є зниження рівня трансакційних витрат. Вищі розміри трансакційних витрат справляють вплив на вартість послуг фінансового ринку, що відображається у порівняно вищому рівні відсоткової ставки. По суті, на думку Д. Норта, рівень

відсоткової ставки на ринках капіталу є найяскравішим індикатором ефективності інституційної основи [177, с.92]. Якщо розглядати ринок цінних паперів, то аналогом відсоткової ставки може бути спред - різниця між курсами купівлі-продажу цінних паперів, як зазначає американський дослідник Х. Демсец [239, с.260].

Трансакційні витрати у фінансових системах, що формуються (до яких може бути віднесена українська), набагато вищі, ніж у розвинутих. Поясненням цього є те, що в переважній масі угоди укладаються за межами “прозорого”, офіційного ринку. Численні фінансові трансакції та угоди, які здійснюються поза межами офіційного ринку, зумовлюють високі трансакційні витрати (характерні для таких систем), що значно підвищує вартість фінансових послуг, тобто вартість укладених угод визначається рівнем розвитку інституційної інфраструктури і при відсутності необхідних інститутів чи інструментів вартість угоди зростає, адже ускладнюється механізм реалізації домовленостей між контрагентами.

Важливим методологічним питанням є визначення практичних форм функціонування фінансових інститутів. На наш погляд, особливе місце в структурі фінансового ринку займають фінансові посередники. Обґрунтування цієї позиції ми знаходимо в працях зарубіжних вчених, зокрема у Р.Г. Габбарта, фінансові інститути є посередниками на фінансовому ринку, які залучають кошти заощадників та пропонують їх позичальникам [37, с.37]. У. Шарп, Г. Александер, В. Бейлі ототожнюють фінансові інститути та фінансових посередників, зазначаючи, що дані організації випускають фінансові зобов'язання та продають їх як активи за гроші [259, с.9]. За визначенням З. Боді та Р. Мертона, фінансові посередники є інститутами, головна функція яких полягає у забезпеченні клієнтів фінансовими продуктами і послугами з більшою ефективністю, чим вони могли б отримати від безпосередніх операцій на ринках [15, с.94].

Вітчизняні вчені також схиляються до ототожнення фінансових інститутів з фінансовими посередниками, так професор В. Корнеєв, стверджує, що фінансові посередники є спеціальними інститутами фінансового ринку, що зосереджуються на

обслуговувані процесу переміщення фінансових активів з використанням фінансових інструментів[106, с.14], схожа думка зустрічається у проф. В. Базилевича, який відзначає, що розширення фінансового ринку та розвиток операцій на ньому зумовили виникнення фінансових інститутів як професійних фінансових посередників[6, с.9].

Причиною виникнення фінансового посередництва є той факт, що розвиток ринку призводить до ускладнення його структури і окремий господарський суб'єкт не здатен оволодіти всім обсягом ринкової інформації. Виявляється, що для нього вигідніше співпрацювати за певну плату з посередником, ніж самостійно здійснювати пошук нових напрямків інвестування чи залучення інвестицій. Як зазначає В. Шелудько, фінансові посередники забезпечують стабільне функціонування ринку, а також сприяють більш ефективному задоволенню інтересів фізичних та юридичних осіб щодо інвестування коштів у фінансові активи, або ж вилучення їх з процесу інвестування [262, с. 247]. Тож фінансове посередництво є об'єктивним процесом спеціалізації економічної діяльності на ринковому секторі тимчасово вільних грошових ресурсів.

В ринковій економіці фінансове посередництво створює фінансовий ринок, який вбудований у загальну структуру ринкового механізму. При цьому фінансові посередники через специфічні зв'язки в системі економічних відносин виконують стимулюючу функцію у національній економіці, надаючи ринку конкурентності та динаміки розвитку. За дослідженням В. Корнеєва, роль фінансових посередників як інститутів розвитку проявляється у виконанні таких функцій[106, с.28]:

- консолідація і диверсифіковане вкладення довірених в управління активів у різні проекти з перспективною капіталізацією;
- забезпечення ліквідності фінансових вкладень шляхом портфельного управління активами;
- забезпечення рівноваги на ринку капіталів через погодження пропозицій і попиту на фінансові ресурси;
- перерозподіл і зниження фінансових ризиків;

– специфікація прав власності клієнтів-довірителів.

Надзвичайно важливою серед цих функцій є специфікація прав довірителів, адже звертаючись до посередників, вони формують відносно прозоре поле своїх інвестиційних намірів, капітал при цьому легалізується і ринок синергетично теж набуває прозорих і організованих ознак функціонування. По суті, В.Корнеєв стверджує, що потреба і саме споживання клієнтами фінансових послуг посередницьких структур, - банківських і небанківських, - виступає основою детінізації потоків капіталу на фінансових ринках.

Існує безпосередній зв'язок у реалізації послідовних інституційних процесів: специфікація прав власності - легалізація власності - розширення ємності організованого ринку - відновлення і генерація капіталу. У зв'язку з цим розв'язання питання легалізації капіталу вбачається через заохочення клієнтів використовувати послуги фінансових посередників, що потребує регулятивних змін і проведення низки протекціоністських заходів. Як зазначає проф. В. Корнеєв, концептуально необхідно домогтися коригування трансакційних витрат таким чином, щоб вартість угод у легальному секторі була нижчою, ніж у нелегальному. Це, відповідно, потребує посилення захисту прав власності, перегляду чинної фіскальної практики, лібералізації умов започаткування бізнесу, ліцензування операцій з одночасним посиленням відповідальності за несанкціоновані і нелегальні угоди[106, с.37].

Визначивши природу фінансових інститутів, важливим для нас питанням є визначення інституційних форм організації їх сукупності у національній економіці, тобто інституційної структури фінансового ринку. За Р.Г. Габбартом, до фінансових інститутів відносять такі установи, як: комерційні банки, кредитні спілки, ощадно-позикові організації, взаємні ощадні банки, фонди взаємодопомоги, фінансові компанії, страхові компанії та пенсійні фонди, які залучають кошти заощадників і пропонують їх позичальникам[37, с.37]. Згідно з вищенаведеним підходом місце фінансових інститутів (посередників) у фінансовій системі схематично зображено на мал.1.2.

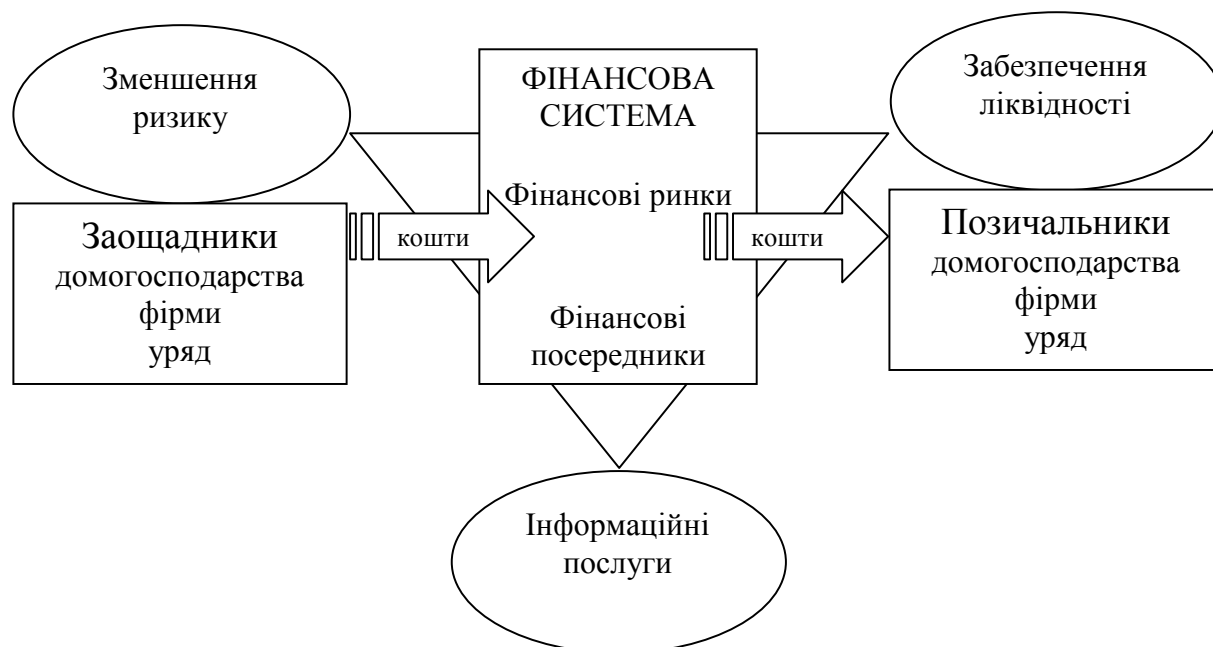


Рис.1.2. Структура фінансової системи (за Р.Г.Габбартом).

На наш погляд, доцільним є окремо розглядати функціональний аспект структури фінансового ринку та організаційний аспект структури фінансового ринку (див.Додаток Б).

Функціональна структура фінансового ринку ґрунтується на виділенні двох базових сегментів фінансового ринку – грошово-кредитного(або ринку інструментів боргу) та ринку інструментів власності. Ми вважаємо, що критерієм розподілу в даному випадку виступають ті базові функції, які виконуються фінансовими інститутами стосовно об'єкту їх діяльності – шляхів розподілу фінансових ресурсів та використовуваних активів. Для першого сегменту характерною є функціональна спрямованість на тимчасову передачу у користування фінансових ресурсів, а для другого властивим є спрямованість на фіксацію прав власності фінансових активів. Для зазначених базових елементів властивими є специфічні інститути та форми здійснення економічної діяльності.

Важливим питанням визначення взаємозв'язку між ринком інструментів боргу та ринками інструментів власності є альтернативність у залученні тимчасово вільних фінансових активів. Інститути як першого, так і другого сегментів фінансового ринку пропонують власнику вільного капіталу певні інструменти з більш чи менш визначеним рівнем доходності. Фактично доходність фінансових

інструментів визначає їх привабливість, а відтак на фінансовому ринку інструменти з різною доходністю викликають різний ступінь уваги з боку інвестора, тобто між інструментами існує конкуренція. Оскільки в розподільчій структурі заощаджень на фінансовому ринку домінує ринок інструментів боргу, а в якості ціни фінансових інструментів виступає позичковий відсоток, то логічним буде висновок, що саме позичковий відсоток є ключовим індикатором інвестування та визначним чинником розвитку фінансового ринку.

На сегменті інструментів боргу позичковий відсоток є детермінантою руху тимчасово вільних грошових ресурсів від заощадників до позичальників. Величина позичкового відсотка є стимулюючим для кредиторів чинником, адже високий відсоток є стимулом збільшення заощаджень, в той же час зниження величини відсотка по депозитах та інструментах боргу створює умови для зниження позичкового відсотку для позичальників.

Тлумачення механізму ціноутворення (стосовно позичкового відсотка) на сегменті інструментів боргу було запропоновано вченими-економістами - представниками австрійської школи економічної теорії. Згідно з їх поглядами, зокрема за Ф.Хайєком, збільшення накопичень сприяє зниженню позичкового відсотку, що дозволяє підприємцям збільшити тривалість та складність і, як підсумок, підвищує ефективність виробничих процесів[250, с.79]. При незначних заощадженнях ставка проценту зростає, а для підприємців це є сигналом зниження тривалості виробничих процесів, або ж взагалі їх припинення. На думку представників австрійської школи позичковий відсоток є індикатором, котрий дозволяє підприємцям зорієнтуватись у виборі інвестиційних проектів, реалізація яких дозволить підтримувати узгодженість економічної діяльності споживачів, інвесторів, тих господарських суб'єктів, котрі заощаджують гроші.

Організаційно-інституційний аспект аналізу структури фінансового ринку, в нашому розумінні, повинен концентруватись на структуруванні фінансових інститутів в залежності від їх впливу на рух фінансових активів. З цієї точки зору в процесі аналізу інституційної структури особливу увагу слід звернути на

тлумачення самого терміна „інституційна структура”. З позицій інституційного підходу розрізняють такі категорії, як „інституційна угода” та „інституційна структура”.

Термін „інституційна угода” пояснює визначений набір поведінкових правил, що керують економічною поведінкою у специфічній конкретній сфері економічної діяльності. „Інституційна структура” - це вся сукупність „інституційних угод” в економіці, включаючи організації, законодавство, звичаї й ідеологію. Як правило, термін „інститут” використовується, коли мова йде про „інституційні угоди”. Також поняття „інституційні зміни” звичайно використовується стосовно до змін у конкретній „інституційній угоді”, але, як правило, ніколи стосовно до всієї „інституційної структури”. Отже, на наш погляд, можна визначити інституційну структуру фінансового ринку як сукупність всіх економічних суб’єктів, що діють на фінансовому ринку з метою здійснення інституційних угод (контрактів) щодо реалізації та придбання фінансових активів, а також формальних та неформальних норм їх поведінки, що визначаються юридичними, культурними, психологічними аспектами сприйняття ринкової ситуації.

Ми вважаємо, що інституційне середовище є визначником економічної поведінки, до його складових можна віднести офіційні (законодавчі) та неофіційні правила господарської діяльності, вплив яких відчують інститути фінансового ринку. На нашу думку, потрібно розрізняти три форми інститутів фінансового ринку: інститути-регулятори, функціональні інститути та інститути інфраструктури фінансового ринку.

Інститути-регулятори головною функцією мають забезпечення виконання офіційних та неофіційних правил. Вони здатні самостійно створювати нові правила і одночасно вдосконалювати існуючі, спрямовуючи їх на підтримку основних засад функціонування фінансового ринку. До основних форм їхнього впливу на ринок ми відносимо фінансові важелі та фінансові інструменти. Перші визначають вектор інституціональної взаємодії на ринку, другі визначають форму взаємодії на ринку.

Інститути-організатори (фінансові інститути-посередники), або ж

функціональні інститути, що укладають угоди з споживачами фінансових послуг головною функцією мають зниження трансакційних витрат для приватних інвесторів (індивідів, господарських суб'єктів). Реалізація головної функції цих інститутів, - власне, в науковому середовищі їх називають „фінансовими інститутами”, - здійснюється за допомогою фінансових інструментів, які є активною формою інституціональних угод та фінансових послуг і надають можливість більш ефективно використовувати наявні фінансові ресурси.

Важливим методологічним питанням, що вимагає детального розгляду, є взаємозв'язок категорій „структура” та „інфраструктура” фінансового ринку. Як вважають вітчизняні вчені В. Федосов, В. Опарін, С. Львовчкін [240, с.5], фінансова інфраструктура може розглядатися у двох вимірах: по-перше, враховуючи забезпечувальну роль фінансів відносно економіки, у їх розумінні як однієї з вихідних, основоположних і домінуючих складових економічної інфраструктури, по-друге — як сукупність різних елементів, що забезпечують функціонування фінансів як суспільного інституту, в організаційному й інструментальному наповненні.

Організаційна фінансова інфраструктура є сукупністю відповідних структур, що забезпечують функціонування фінансів й управління ними, та включає три складові: управлінську, інституційну й обслуговуючу. Управлінська фінансова інфраструктура представлена сукупністю фінансових органів, на які покладено функції оперативного управління у сфері державних фінансів і регуляторної діяльності щодо інституцій фінансового й страхового ринків і ринку фінансових послуг, а також фінансовими службами галузевих міністерств, відомств, підприємств, організацій і установ. Інституційна фінансова інфраструктура — це сукупність фінансових інститутів, які функціонують на фінансовому ринку, виконуючи функції з мобілізації, переміщення й інвестування грошових ресурсів.

Обслуговуюча фінансова інфраструктура включає суб'єкти, одні з яких виконують функції організаційних посередників на фінансовому ринку (біржі, брокерські й дилерські контори тощо), інші — допоміжні функції на ринку цінних

паперів (реєстратори, депозитарії, клірингові центри тощо). До неї належать також юридичні особи, які, не будучи фінансовими за змістом своєї діяльності, надають послуги різним суб'єктам у сфері фінансової діяльності (аудиторські й консалтингові фірми, інформаційні, рейтингові й аналітичні агенції, ріелтерські контори, бюро кредитних історій та ін.). На наш погляд, простежується певний збіг елементів між інституційною структурою та інфраструктурою. Ми вважаємо, що більш методологічно правильним, виходячи з інституційного підходу, буде обмеження переліку елементів інфраструктури фінансового ринку тими інститутами, які виконують обслуговуючі функції і не є фінансовими за змістом своєї діяльності, або ж, будучи фінансовими, забезпечують функціонування інших фінансових інститутів.

1.3. Глобальний вимір розвитку інституційної структури національних фінансових ринків

Розвиток фінансового ринку зумовлює зміни інституційної структури, але в даний час існують кілька основних інституційних моделей фінансового ринку, що визначають можливості надання фінансових послуг в конкретних історичних та економічних умовах. Класифікація моделей інституційної структури фінансового ринку здійснюється на основі структури активів фінансових інститутів та особливостей механізму регулювання фінансового ринку.

За структурою активів фінансових інститутів існують: модель організації фінансового ринку, у якій переважають банківські інститути (так звана банківсько-орієнтована модель), що властива для країн ЄС, та модель переважання небанківських фінансових інститутів (фондово-, або ринково-орієнтована модель, властива для США).

Відповідно до механізму регулювання фінансових ринків виділяють такі моделі: секторну модель, модель розподілу регулюючих та наглядових функцій (модель «двох вершин») та модель єдиного інституту – мегарегулятора.

Секторна модель ґрунтується на чіткому розподілі завдань і функцій регулюючих інститутів за діяльністю окремих сегментів фінансового ринку. Наприклад, в Україні НБУ регулює банківські установи, Держфінпослуг здійснює нагляд за небанківськими фінансово-кредитними установами, а ДКЦПФР наглядає за інвестиційними установами (інститутами спільного інвестування).

Відповідно до моделі на основі завдань регулювання (модель «двох вершин») наглядові органи поділені за функціями пруденційного нагляду за діяльністю фінансових посередників і на регулювання фінансової діяльності інститутів-посередників. Ця модель застосовується у Нідерландах, Франції, Португалії та Італії.

У моделі єдиного нагляду створюється інститут-мегарегулятор, що концентрує наглядово-регуляторні функції і має важелі впливу на всі сектори фінансового ринку (застосовується у Німеччині, Чехії, Словаччині).

Розподіл національних фінансових ринків за моделлю регулювання наведено в таблиці 1.3.

Таблиця 1.2

Групування фінансових ринків деяких європейських країн за моделлю регулювання

Секторна модель		Модель регулювання за завданнями		Модель інституту-мегарегулятора	
Країна	Кількість інститутів-регуляторів	Країна	Кількість інститутів-регуляторів	Країна	Кількість інститутів-регуляторів
Греція	3	Італія	4	Австрія	1
Іспанія	3	Нідерланди	2	Бельгія	1
Кіпр	4	Португалія	3	Данія	1
Фінляндія	2	Франція	4	Велика Британія	1
Румунія	4	-	-	Німеччина	1
Болгарія	2	-	-	Швейцарія	1

Складено за: [169].

В розвинутих економіках світу особливості побудови інституційної структури визначались еволюцією здійснення регулюючого впливу держави на розвиток фінансового ринку. Формування та розвиток банківсько-орієнтованих фінансових ринків у країнах ЄС відбулись у економічних системах із традиційно сильним регулюючим впливом держави на економічні процеси, тому на сучасному етапі використовуються всі моделі регулювання фінансового ринку з тенденцією до закріплення в якості домінанти моделі мегарегулятора.

У країнах з переважно ліберальним підходом та мінімізацією ролі держави в управлінні економікою (США, Велика Британія) відбувалось становлення ринково-орієнтованої моделі (фондово-орієнтованих фінансових ринків) і на сучасному етапі

розвитку фінансового ринку використовується секторна модель з розгалуженою системою інститутів-регуляторів.

Ринково-орієнтована модель історично склалася у США, Великобританії, Канаді, Австралії, Мексиці, Туреччині, Малайзії і Сінгапурі; банківсько-орієнтована — у Німеччині, Австрії, Франції, Бельгії, Італії, Португалії, Іспанії, Фінляндії, Норвегії, тобто у континентальній Європі, а також в Індії та Індонезії. Цю структуру обрали майже всі країни Центрально-Східної Європи.

Ознаки відповідної моделі можуть проявлятися в одних країнах більш виражено, в інших — частково. Також можливим є симбіоз банківсько- та фондово-орієнтованих моделей, тому визначають ще й змішану модель. До країн, де сформувалася змішана модель, належать Ірландія, Нідерланди, Японія, Швейцарія, Данія, Швеція, а також Нова Зеландія, Таїланд, Корея та Філіппіни [185, с.39].

Модель організації фінансового ринку визначає основу фінансування реального сектору, а також рівень розвитку фондового ринку та його структуру. Зокрема, у США, при ринково-орієнтованій моделі, краще розвинений фондовий ринок: його потенціал становить близько половини світового фондового ринку, при цьому важливим джерелом залучення капіталу для підприємств є цінні папери.

У країнах Європи з банківсько-орієнтованими фінансовими ринками, банківський кредит відіграє значно важливішу роль, ніж біржові інструменти фінансування, а тому ринок цінних паперів за масштабами проведених операцій поступається ринково-орієнтованим фінансовим ринкам США та Великої Британії.

Отже, відмінності між моделями структурної організації фінансового ринку визначаються особливостями джерел фінансування інвестиційного розвитку реального сектору, специфікою ринкової діяльності фінансових інститутів, а також особливостями диверсифікації ризиків за допомогою фінансових інструментів.

Цікавим фактом є те, що серед більш ніж 30 фінансових ринків високорозвинутих капіталістичних країн приблизно 40% складають небанківські ринки, 40-45% - змішані ринки і тільки 10-15% ринків носять суто банківський характер. Варто відмітити, що майже всі країни, де прийнята англо-американська

модель, поступово відмовилися від заборони комерційним банкам проводити операції з акціями підприємств. У цих країнах протягом 70-90-х років банкам або безпосередньо (Великобританія), або через дочірні компанії (Канада) було дозволено з тими чи іншими обмеженнями володіти акціями, робити їхнє гарантоване розміщення виконувати функції дилера [10, с.25].

Таблиця 1.3

Характерні риси моделей розвитку фінансових ринків окремих країн

Країна	Банківські активи, % до ВВП	Капіталізація фондового ринку, % до ВВП	Модель розвитку фінансового ринку
США*	96,9	81,3	Фондово-орієнтована
ЄС*	274,7	42,6	Банківсько-орієнтована
Європейські країни з ринками, що розвиваються*	50,0	15,6	Банківсько-орієнтована
Україна**	102,5	16,1	Банківсько-орієнтована

* Джерело: Global financial stability report in 2008: [Електронний ресурс.] – Режим доступу: <http://www.imf.org>

** Джерело: Бюлетень національного банку України. – 2009. - №4: [Електронний ресурс.] – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua>.

Особливістю розвитку сучасних як банківсько-орієнтованих, так і фондово-орієнтованих моделей є їх активна інтеграція у глобальний фінансовий простір. Зростання кількості країн з відкритою економікою сприяло формуванню нового глобального економічного простору, у якому відбувається активне переміщення фінансових ресурсів між окремими економічними системами і створюються фінансові інститути, що основну частину операційного прибутку отримують за рахунок надання послуг на міжнародному фінансовому ринку.

Вітчизняний вчений С.Соколенко зазначає, що глобалізація на рівні окремої країни характеризується ступенем взаємозв'язку її економіки зі світовою економікою в цілому [219, с.49]. Сучасними тенденціями глобалізації економіки є спільність економічних інтересів різних за національною належністю господарських суб'єктів

у міжнародному співробітництві, розширення ринкового простору, розвиток системи світогосподарських відносин, інтернаціоналізація виробництва тощо. Важливо зазначити, що фінансовий ринок став першим і досі залишається домінуючим елементом нового механізму світогосподарських зв'язків, характерною рисою якого є інтернаціоналізація процесів руху фінансових ресурсів та експансія фінансового капіталу не тільки у напрямку географічного розширення, але й освоєння нових секторів та інструментів діяльності на фінансовому ринку.

У процесі глобалізації світової економіки, зокрема міжнародного фінансового ринку, можна виділити наступні характерні риси:

- частка фінансового ринку у світовому ВВП різко зросла й у розвинутих країнах цей сектор домінує над реальним як за часткою у ВВП, так і за своєю роллю в економіці;
- фінансові ринки значно перевершили реальні за обсягами, а ціни на деривативні інструменти поступово набувають домінуючого впливу на ринки товарів і послуг;
- частка фінансового капіталу корпорацій розвинених країн переважає в структурі активів, а доходи від операцій на фінансових ринках займають істотне місце в структурі їхніх доходів.

На наш погляд, тенденції розвитку світового фінансового ринку не завжди формують сприятливі умови для розвитку національних фінансових ринків, а в деяких моментах, спрямованість розвитку міжнародних фінансових інститутів є причиною виникнення кризових явищ. Тому, суттєві зміни, що відбуваються на глобальному фінансовому ринку, потребують ретельного теоретичного дослідження. Так, курси акцій у багатьох випадках не залежать від фінансового становища їхніх емітентів, від економічної та політичної ситуації у країні. Це притаманно як розвиненим країнам, так і країнам, економіка яких перебуває на стадії глибоких трансформацій. Унікальність ситуації в тому, що позиції, які вважалися загальноприйнятими донедавна, коли сумарна ринкова вартість акцій могла переважати у 4—6 разів обсяг річного прибутку, змінилася кардинально. За

п'ять передкризових років (2001-2006 рр.) відбулися надзвичайні зміни: співвідношення між сумарною ринковою вартістю акцій і річним прибутком у більшості компаній міг сягнути 25—40 разів, а в окремих випадках — сотень разів. Потрібно відзначити, що така ситуація викликає занепокоєння не тільки в економістів-теоретиків, але й у практиків, провідних гравців світового фінансового ринку. Скажімо, відомий фінансист Д.Сорос висловлює думку щодо ключової ролі фінансового сектора (фондового зокрема) у виникненні кризових ситуацій у глобальному світовому просторі [206, с.141].

Фінансовий ринок розвинутих країн здатен генерувати такі ситуації, котрі, на перший погляд, здаються парадоксальними. Наприклад, у США чимало інтернет-компаній із року в рік працюють зі збитком, але курси їхніх акцій зростають вищими темпами, ніж в інших, більш успішних компаніях. Це приклад віртуалізації економіки. Курси акцій у сучасних умовах дедалі частіше залежать не від виробничо-фінансових показників їхніх емітентів, а від психологічного стану потенційних інвесторів, які готові вкладати свої кошти під дією певних психологічних чинників.

Характерною особливістю формування інституційної структури світового фінансового ринку є інтенсивне створення нових фінансових інструментів та формування на їх базі цілих сегментів світового фінансового ринку. Динаміка передкризового розвитку операцій з похідними фінансовими інструментами - фінансовими ф'ючерсами, опціонами, варантами, конвертованими облігаціями, сприяла активній динаміці відповідних фінансових ринків, на яких укладаються угоди без поставки „фізичного” інструменту (акцій, облігацій тощо) та привела до того, що котирування похідних цінних паперів дедалі менше залежить від котирування первинних паперів. Очевидною є тенденція розвитку ринку похідних цінних паперів як віртуального ринку, стан якого не залежить не лише від стану справ у реальному секторі, а й від курсів первинних паперів.

Важливою особливістю розвитку світового фінансового ринку є активне залучення фізичних осіб до операцій з фінансовими інструментами. Відзначається

різке зростання кількості приватних осіб, котрі самотійно інвестують відносно невеликі суми в акції корпорацій, адже достатньо мати звичайний комп'ютер і вихід в Інтернет, щоб самому активно брати участь у біржовій грі в режимі електронних торгів. В передкризовий період населення розвинених країн усе більшу частину своїх вільних засобів переводило у форму різних фінансових інструментів, а частка банківських депозитів скорочувалась. Значна частина населення пов'язувала свій добробут з вкладеннями на фінансових ринках і при цьому спостерігався процес скорочення заощаджень. Наприклад, у США темпи росту заощаджень швидко зменшуються: якщо на початку 90-х років американці зберігали близько 7% ВВП у рік, то в 2000 р. цей показник скоротився практично до нуля. Захопившись швидким зростанням ринку акцій та похідних інструментів, американці не тільки вкладали у вторинний ринок цінних паперів вільні засоби, але і брали кредити під заставу нерухомості.

Слід зауважити, що не маючи професійних знань, приватні інвестори переважно отримують інформацію із засобів масової інформації і повідомлень консалтингових фірм. Але постійний брак об'єктивної інформації сприяє виникненню необгрунтованої фінансової ейфорії чи панічним настроям, що не додають стійкості ринку. Таким чином, на інституційному рівні виникає проблема дезорієнтації господарських суб'єктів у напрямках економічної активності – в плані спрямування інвестицій. Трансакційні витрати господарських суб'єктів зростають, а віддача від інформаційного забезпечення зменшується, адже кількісне зростання учасників фінансового ринку створює умови для розширення об'ємів ринкової інформації, об'єктивна обробка якої є неможливою для приватного інвестора. Тому зростає ситуативна невизначеність фінансового ринку, а відтак збільшується ймовірність появи так званих фінансових „пухирів”, - передкризових станів фінансового ринку, при яких зростання обсягів операцій з фінансовими інструментами має не об'єктивне, а суб'єктивне підґрунтя.

Важливою інституційною особливістю розвитку світового фінансового ринку є зростання конкуренції між банківськими та небанківськими секторами завдяки

проникненню на нетрадиційні сегменти діяльності фінансових інститутів. Підсилюється тенденція до конкуренції банків зі страховими компаніями. Основною причиною є стирання інституційних відмінностей між інструментами банківської і страхової діяльності. В Європі на банківський сектор припадає вже 19% укладених контрактів страхування життя, а у Франції банки взагалі домінують у цій сфері, практично взявши на себе функції страхових компаній.

Багато банків завдяки універсалізації послуг почали витіснити з ринку спеціалізовані консалтингові компанії. Консалтингові послуги складають більше 25% у доходах великих банків. Уже тривалий час вони беруть участь у проектному фінансуванні: не тільки оплачують кошторисні витрати, але і беруть активну участь у проектуванні силами своїх фахівців, забезпечують кваліфіковані консультації. Розрахунок здійснюється з прибутку проектованого об'єкта, без залучення інших засобів замовника. У ряді випадків банки навіть можуть стати співвласниками об'єктів.

Одночасно на деяких національних ринках з кожним роком зростає конкуренція з боку небанківських фінансових організацій. Страхові компанії, пенсійні та різні інвестиційні фонди останнім часом потіснили банки на фінансових ринках. Особливо помітно це в США, де частка небанківських фінансових організацій у загальних залучених засобах населення вже перевищує 50%. Сукупні активи цих організацій оцінюються в 28 трлн. дол. Більш 90% їхніх інвестицій направляються на фондові ринки.

Висока динаміка розвитку у докризовий період була властива американським взаємним фондам, активи яких в 2006 році оцінювались більш ніж в 4 трлн. дол.. Значного поширення набули хедж-фонди — закриті клуби багатих інвесторів, що не підпадають під чинність американського Закону про інвестиційні компанії і можуть не відкривати інформацію про себе і не дотримувати визначену законодавством структуру активів. Число таких фондів перевищило 3 тис., і хоча їхні активи відносно невеликі (близько 400 млрд. дол.), вплив на світових фінансових ринках значний: іноземний капітал на ринках країн, що розвиваються,

представлений майже винятково хедж-фондами.

Особливе значення у структурі світового фінансового ринку набув так званий інвестиційний бізнес – придбання фінансових інструментів окремих національних фінансових ринків з метою формування інвестиційних портфелів, у яких відбувається диверсифікація фінансових ризиків шляхом придбання різних за національним походженням (а отже з різним рівнем ринкового ризику і різною прибутковістю) цінних паперів. В даний час інвестиційний бізнес, по суті, став системним і безупинним двигуном змін в міжнародному банківському і корпоративному бізнесі. Ця сфера фінансової діяльності набула глобального і революційного характеру, що стимулює міжнародну конкуренцію та прискорює впровадження нових фінансових технологій, таких як: електронний інвестиційний бізнес; інтернет-банківництво; інтернет-страхування. Вони істотно знижують трансакційні витрати і ризики, а також роблять фінансовий бізнес більш прибутковим, прозорим і доступним для широкого кола приватних інвесторів.

Завдяки інтернет-технологіям до інвестиційного бізнесу одержали доступ численні середні і невеликі, але високотехнологічні інтернет-корпоративні клієнти. Вони збільшили свою частку присутності на фондовому ринку за останні три роки з 3,5 до 12%, і така тенденція зберігається. Це стало можливим внаслідок об'єднання таких клієнтів в асоціації й альянси на чолі з одним з великих професійних гравців (банків), що здійснюють первинне розміщення акцій чи альянсів асоціацій (Initial Public Offering) на біржах під свої гарантії на великі суми.

Під впливом розвитку інвестиційного бізнесу став радикально змінюватись характер банківського бізнесу. Банки, які традиційно одержують дохід від внесків населення в депозити і від наданих кредитів, втрачають конкурентоспроможність на ринку й врешті-решт уступають свою клієнтуру могутнішим інвестиційним банкам чи взагалі припиняють свій бізнес. Спроби традиційних банків пристосуватись до змін на фінансовому ринку призвели до переорієнтації банківської діяльності у напрямі фондових операцій, і якщо 15 років тому частка щорічного доходу великих банків від операцій з цінними паперами на біржах за доручення своїх клієнтів

складала в середньому не більш 8%, то тепер вона перевищує 60%. При цьому використання електронних технологій зменшило витрати від загального щорічного обороту банків в 10 - 15 разів при щорічному прирості капіталізації бізнесу на 30 - 40%. До того ж, клієнтура банків, що вкладає гроші в цей вид бізнесу, стабільно росте в середньому в рік на 12% [53, с.25].

Успіхи в банківському інвестиційному бізнесі обумовлені насамперед масштабами росту економіки в США, країнах Європейського Союзу, Японії та інших розвинутих країнах і зростаючими потребами у довгострокових фінансових ресурсах. Такі ресурси може дати тільки світовий фондовий ринок, але за умови, коли кожен учасник ринку використовує відповідну інфраструктуру, що здійснює трансформацію „коротких” грошей, яких у банків є в надлишку, у „довгі” із заданим коефіцієнтом „подовження”, прийнятним для реальної економіки. У сучасних умовах така інфраструктура дозволяє банку інвестувати в економіку довгострокові ресурси, оперативно випускаючи під них і продаючи різні форми боргових зобов’язань, при цьому змушуючи фондовий ринок компенсувати погіршення капіталізації і рентабельності банку (внаслідок виданих кредитів і інвестицій) за рахунок росту обороту і швидкості прямих продажів цих зобов’язань на біржах світу, у тому числі й спекулятивними методами.

Ядро такої інфраструктури створюють численні електронні біржі, що використовують єдині правила і стандарти ведення біржової діяльності. Операції на них прозорі та не обкладаються високими податками. Біржова торгівля деривативами служить основним джерелом „подовження” грошей і капіталізації фондового ринку, а через нього — банківського і корпоративного секторів економіки. Природно, чим більше торгових площадок використовується банком для обігу своїх зобов’язань оформлених у деривативи, тим швидше він реагує на зміну кон’юнктури ринку; скоріше здійснює реєстрацію, постачання зобов’язань проти платежів, і тим нижчі ризики та витрати, вище оборот і приплив ресурсів по рахунках клієнтів, легше утримувати свій сегмент клієнтів; швидше зростає капітал банку, підвищується його рентабельність, забезпечується можливість роботи з

реальною економікою.

Разом з тим, активна участь у операціях на ринку цінних паперів може призвести до спрямування банків на здійснення спекулятивних операцій. Вже у 1994 р. спекулятивні операції склали 80% усього прибутку найбільшого швейцарського банку United Bank of Switzerland (UBS) і тільки 20% — доходи від традиційної банківської діяльності (кредитів). Доходи від валютних спекуляцій стояли на першому місці в таких банках, як Chase Manhattan Bank, Barclays Bank, Societe Generate Bank, Swiss Bank Corporation, ABN-Amro Bank, Kreditanstalt Bankverein тощо.

В даний час на світових фінансових ринках знаходяться у обігу кілька тисяч фінансових інструментів та їхніх похідних. Середній денний обсяг торгівлі — більш 2 трлн. дол. На частку спекулятивних операцій припадає приблизно 80% цього обсягу. Якщо ж порівняти спекулятивний фінансовий оборот з обсягом звичайних товарних угод, то співвідношення буде - 9:1. Більшість операцій — спекулятивна торгівля самими грошми і їхніми заміниками. Можна зробити висновок про те, що саме така торгівля приносить найбільшу вигоду і це цілком зрозуміло з психологічної точки зору. Прибуток, що може принести біржовому гравцю один незначний порух ринку, виглядає занадто звабним, особливо при значних обсягах операціях з валютними чи фондовими активами, при яких коливання біржового курсу навіть на десяту частину процентного пункту приносить мільйонні прибутки. Проте величезні активи транснаціональних банків іноді зосереджуються у руках конкретних осіб з сумнівною професійною репутацією. Наприклад, непрофесіоналізм фондового брокера транснаціонального банку PNB-Paribas призвів не тільки до колосальних прямих збитків банку, але прискорив ескалацію фінансової кризи у банківській системі Західної Європи.

Отже, негативним інституційним наслідком зближення банківського та фондового сегментів фінансового ринку є порушення стабільності банківської системи та трансмісія кризових явищ з фондового сектору у банківській, що є однією з причин виникнення світової фінансової кризи.

Важливою тенденцією, що відкриває перспективи інтеграції локальних господарських суб'єктів у глобальну структуру фінансового ринку, а відтак створює передумови для інституційних змін, є впровадження стандартів та фінансових технологій, за допомогою яких фінансові інститути (банки, страхові компанії, пенсійні фонди, інвестиційні фонди тощо) можуть працювати спільно, якщо дотримуються єдиних повноцінних стандартів реєстрації, збереження, сек'юритизації власності, розрахунків по цінних паперах. Важливим також є уніфікація і організація діяльності депозитаріїв, реєстраторів, клірингових розрахункових палат, банків, що працюють з онлайн-рахунками клієнтів.

Стандарти стосуються наступних корпоративних дій: дроблення, консолідація капіталу, надання капіталу в заставу при кредитуванні, надання інформації інвесторам про менеджмент компанії-емітента, діях акціонерів і засновників, а також категорій і форм документів, що супроводжують транзакцію. Це способи захисту від несанкціонованого доступу до електронних документів, інтерфейсів користувачів, класифікаторів реквізитів і даних у документах і вимог до програмних засобів, головним з яких є онлайн-режим роботи з рахунками усіх видів і онлайн-повноцінний контроль транзакцій з боку клієнтів.

Кожен великий професійний учасник транснаціонального бізнесу зобов'язаний відповідно до прийнятих регламентів і кодексів використовувати єдину нормативну базу (наприклад, типові заставні та лімітні договори на проведення транзакцій) із установленим порядком внесення змін у масив нормативних актів. На додаток до цього учасник повинний застосовувати єдині стандарти депозитного обліку, реєстрації власності, проведення єдиних клірингових платежів, фінансової і бухгалтерської звітності тощо. При цьому він може здійснювати внутрішню діяльність за своїми стандартами, переводячи свої документи, передані зовнішнім бізнесам-партнерам, у формати, обумовлені міжнародною угодою, через спеціальні шлюзові технології. Слід відмітити, що ці ж вимоги стосуються і національних, локальних гравців, що прагнуть залучити іноземний капітал. Скажімо, національному емітенту для презентації акцій в обігу

на міжнародній біржі необхідно:

— пройти офіційний лістинг акції, представивши в біржову раду необхідну документацію у встановлених біржових стандартах ISSA (International Society of Securities Administrators);

— одержати дозвіл біржової ради на допуск до обігу акції на біржі і відповідний ідентифікаційний номер згідно зі стандартом ISO 6166-94;

— зареєструвати випуск у відповідному міжнародному агентстві (наприклад, у міжнародному агентстві TELEKURS у Швейцарії) у стандартах SSAB (Securities Standards Advisory Board);

— одержати підтвердження про реєстрацію в банку даних агентства акцій, котрі обертаються на біржах Європи, США, у стандартах SSAB;

— підтвердити збереження і реєстрацію акцій у депозитарії відповідно до стандартів онлайн-ових міжнародних систем постачання акцій проти платежів, наприклад, по стандартах MT 598 INTER-SETTLE.

Чим більше вимог стандартів виконує інфраструктура, що обслуговує біржу, тим менші витрати і ризики інвесторів та емітентів, вищий їхній дохід, менша участь посередників в угодах. Для національного фінансового ринку, в даному аспекті, формуються інституційні передумови для систематизації інформаційного поля вітчизняних емітентів, переведення його на рівень, що відповідає світовим стандартам.

У глобальному фінансовому середовищі відбуваються істотні зміни в інвестиційних процесах і інвестиційних технологіях, що застосовуються, зокрема, джерелом системного розвитку стають інформаційні технології, що разом з організаційними вдосконаленнями складають основу піраміди управлінських рішень.

Для інституційної структури фінансового ринку впровадження новітніх технологій управління інформацією може характеризуватися наступними особливостями:

- уніфікацією інформаційного відображення й актуального супроводу, глибокою характеристикою кожного об'єкта інвестицій і бізнесу, що дозволяє в будь-якій частині світу одержати оперативну та достовірну інформацію про об'єкт інвестування;
- законодавчим забезпеченням вірогідності інформації будь-якого рівня, узгодження такого забезпечення міждержавними багатосторонніми угодами всіх країн світового співтовариства;
- організаційним забезпеченням проведених угод на ринках товарів, фінансів, послуг і інвестицій у середовищі Internet, уніфікація елементів господарського права країн світу, що забезпечують безпеку таких угод;
- остаточний перехід особистого (індивідуального) фінансово-банківського супроводу бізнесу в середовище інформаційних і віртуальних технологій.

Враховуючи тенденції еволюції світового фінансового ринку, розвиток інститутів національного фінансового ринку, на наш погляд, повинен визначатись наступними змінами й основними тенденціями:

По-перше, глобалізація фінансових інститутів, їхнє злиття й інтернаціоналізація є процесом об'єктивним, і хоча проходить без участі вітчизняних структур, з часом проникне на національний ринок.

По-друге, інвестиційні інститути повинні більше орієнтуватися на взаємодію зі світовим фінансовим ринком. Мова йде про страхування інвестиційних ризиків, облік різниці валютних ставок національних валют, надання гарантій довгостроковості інвестиційних ресурсів, ліквідності заставних активів і наданих гарантій. Саме організаційні структури, що реалізують вищезгадані функції, є першочерговим завданням найближчого часу для суб'єктів інвестиційного ринку.

По-третє, розвиток інвестиційного інструментарію повинен здійснюватися через інформаційне моделювання інвестиційних послуг, і тільки потім є можливим вибудовування необхідних матеріальних елементів інституційного забезпечення.

Інституційна структура національного фінансового ринку повинна стати більш інтернаціональною й інтегрованою. Вона не повинна замикатися на території

держави чи окремої його частини. Чим більшим буде функціональний склад такої структури, тим повніше вона зможе реалізовувати можливості різних фінансових технологій і залучати ресурси на більш зручних і вигідних умовах. Інституційна структура фінансового ринку повинна дозволити здійснювати побудову фінансових мультиплікаторів, створювати можливість розміщення щодо дешевих ресурсів під забезпечення різних інструментів і гарантій, рівнів прибутковості та інвестиційних ризиків. Крім того повинна бути сформована ефективна фінансова інфраструктура, що повинна бути зрозумілою і звичною інвестору, здатною комплексно обслуговувати фінансові інститути та здобувачів інвестицій. Важливою є розробка модельних, типових пакетів організації і функціонування основних елементів інституційної структури фінансового ринку.

Національна інституційна фінансова структура, її модельні форми повинні будуватись з урахуванням процесів глобальної інтеграції функцій та інструментів фінансового ринку. Неможливо сьогодні розглядати фінансові інститути поза їхнім професійним представленням на інформаційному ринку, поза аналітичним і експертним забезпеченням їхніх проектів і програм, поза організаційним супроводом проектів. Універсалізація інститутів – невід’ємна риса фінансового ринку й основних тенденцій його розвитку.

При розбудові інституційного середовища фінансового ринку необхідно враховувати зовнішні економічні загрози, зумовлені негативним впливом глобального інвестиційного середовища на національну економіку. Тенденції, які спостерігаються на світових фінансових ринках, дають підстави вважати, що в ближчому майбутньому в Східноєвропейський регіон може посилитися потік портфельних інвестицій. Починаючи з 2002 р., фондові біржі Східної Європи виявилися більш конкурентоспроможними, ніж фондові біржі Західної Європи, не в останню чергу поясненням цього є переважне розміщення IPO східноєвропейських фірм на даних фондових площадках і активна участь спекулятивного капіталу у придбанні цінних паперів первинного розміщення. У східноєвропейському регіоні спостерігається підвищення уваги міжнародних інвесторів до банківських установ,

які в умовах погіршення кон'юнктури фінансового ринку в США і Західній Європі розглядаються як перспективний напрям інвестування зі значним потенціалом. Зовні це виглядає як додатковий приплив іноземних інвестицій і в цілому оцінюється позитивно. Проте, як відзначає вітчизняний економіст М. Гостюк, вплив введеного капіталу на економіку країн- реципієнтів є неоднозначним і багато в чому залежить від форм його застосування [53, с.48].

Аналіз 183 проектів зарубіжних інвестицій, проведених у 30 країнах протягом 20 років, показав, що більша частина з них сприяла економічному зростанню країн, у економіку яких здійснювалось інвестування. Але близько 40% з них справили досить негативний вплив на економіку країн, де впроваджувалися такі проекти. Позитивний вплив спостерігається, коли зарубіжні компанії на всі 100% належать компанії-матері та повністю впроваджуються в її міжнародну діяльність. Найгіршими інвестиціями вважаються ті, які користуються пільгами і протекцією в приймаючій країні та співпрацюють в основному з місцевими компаніями шляхом заснування спільних підприємств.

Сприятливий режим, створений у країнах з перехідною економікою, виявився досить привабливим і іноземний капітал у найкоротші строки зайняв провідні позиції в економіці країн зі значною часткою масштабних інвестиційних проектів, ініційованих іноземними інвесторами. За даними з відкритих джерел, серед кращих компаній Центральної та Східної Європи перші місця посідають зарубіжні концерни.

У окремих країнах інтенсивний приплив іноземного капіталу зумовив досить істотні зміни в галузевій структурі економіки цих країн, аж до обмеження і вузької спеціалізації власної експортної бази. Наприклад, 90% експорту Угорщини припадає на транснаціональні корпорації, а кожний другий угорець працює в зарубіжній компанії. У Польщі практично весь експорт здійснюється під зарубіжними товарними марками.

Зарубіжний капітал забезпечує приймаючим країнам доступ на зовнішні ринки, але як покупець він діє в інтересах компанії-інвестора й тим самим сприяє

збільшенню імпорту. Наприклад, “Renault”, придбавши контрольний пакет “Dacia”, всю систему коопераційних зв’язків переорієнтував на зовнішніх постачальників і практично повністю відмовився від румунських суміжників, що призвело до занепаду ряду підприємств, пов’язаних з румунським автовиробництвом.

Негативним явищем є також виведення капіталу інвестором. Досвід показує, що прибуток, як правило, реінвестується лише на період освоєння потужностей і виконання умов приватизації, а потім інвестор надає перевагу його поверненню за кордон країни-реципієнта. Так, щороку з Угорщини в формі репатрійованого прибутку від зарубіжних інвестицій вивозиться понад 3 млрд. дол., або одна шоста від загального обсягу прямих іноземних інвестицій в економіку країни. Фактично, останніми роками зафіксовано переважання величини прибутку, що вивозиться, над обсягом іноземних інвестицій, які надходять до країни [53, с.50].

Тож розбудовуючи інституційне забезпечення національного фінансового ринку, необхідно враховувати, що його інструментарій здатен не тільки посилити інтеграцію в світовий економічний простір, але й може бути використаним таким чином, що національна економіка потрапить у залежність від глобального економічного середовища з перспективою перетворення на сировинний додаток для розвинутих країн. Врешті-решт, ефективним шляхом розвитку фінансового ринку є врахування як новітніх тенденцій у розвитку глобального економічного середовища, так і національної специфіки з метою побудови такої моделі фінансового забезпечення інвестиційного процесу, у якій би кожен з учасників економічної взаємодії отримувал би максимальний економічний ефект.

Підсумовуючи, ми вважаємо, що формування структури фінансового ринку відображає історичні особливості становлення ринкових відносин у конкретній країні і визначає особливості взаємодії та взаємовпливу різних сегментів фінансового ринку між собою. Також слід зазначити, що фінансовий ринок є достатньо складною структурою, основними елементами якої є фінансові інститути, згруповані у ринкові сегменти згідно з специфічними завданнями, які вони виконують у процесі економічної діяльності, а тому вважаємо за потрібне

сконцентрувати увагу на подальшому вивченні системи взаємозв'язків між фінансовими інститутами, котра формує інституційну структуру фінансового ринку.

Висновки до Розділу 1

Розглянувши теоретичні аспекти функціонування фінансового ринку можна зробити наступні висновки:

1. Фінансовий ринок - це особлива сфера ринкових відносин, що регулюють і направляють кошти, котрі тимчасово вивільняються в економіці, шляхом їхнього запозичення чи залучення від власників заощаджень або посередників та надання їх іншим суб'єктам за визначену винагороду. У результаті тривалого історичного розвитку цей механізм сформувався в економічну систему, яка володіє такими важливими характеристиками, як цілісність, структурність, взаємозалежність та ієрархічність складових елементів і продовжує активно еволюціонувати.

2. Фінансовий ринок має складну структуру, яка містить у собі безліч секторів, різним чином пов'язаних між собою, при цьому досить часто між ними немає чітких меж, а також відбувається постійне переміщення грошей з одного сектора ринку в інший, мотивоване кон'юнктурою ринку і конкретикою завдань, що у даний момент вирішує власник чи позичальник заощаджень. Складне взаємопроникнення між окремими секторами ринку, на наш погляд, є аргументом на користь трактування фінансового ринку як сукупності ринкових відносин, що забезпечують акумуляцію і перерозподіл грошових ресурсів суспільства за допомогою специфічних посередників - фінансових інститутів, з використанням інституційних контрактів - фінансових інструментів.

3. Фінансові інститути - це така соціально-економічна форма, яка опосередковує фінансові відносини людей, надаючи їм певну процедурну складову. Роль інститутів у житті суспільства - бути незмінними постійними утвореннями в їх соціальному існуванні.

4. Згідно з інституційним підходом, фінансовий ринок виконує три основні функції: перша - це акумуляція і розміщення грошових ресурсів (потоків); друга - фіксація прав власності, що склались, у формі фінансових інструментів (контрактів); третя - зниження ризиків фінансових втрат через невизначеність у майбутньому.

5. Інституційний аспект аналізу структуру фінансового ринку, в нашому розумінні, повинен концентруватись на структуруванні фінансових інститутів в залежності від їх впливу на рух фінансових активів. З цих позицій, виділено дві форми інститутів фінансового ринку - інститути-регулятори та функціональні інститути (інститути-посередники фінансового ринку).

6. Інститути-регулятори головною функцією мають забезпечення виконання офіційних та неофіційних правил. Вони здатні самостійно створювати нові правила і одночасно використовувати існуючі правила, скеровуючи їх на здійснення дій, спрямованих на підтримку основних засад функціонування фінансового ринку. До основних форм їхнього впливу на ринок ми відносимо фінансові важелі та фінансові інструменти. Перші визначають вектор інституційної взаємодії на ринку, другі визначають форму взаємодії на ринку.

7. Фінансові інститути-посередники головною функцією мають зниження трансакційних витрат для приватних інвесторів (індивідів, господарських суб'єктів). Реалізація головної функції цих інститутів, - власне, в науковому середовищі їх називають "фінансовими інститутами" , - здійснюється за допомогою фінансових інструментів, які є активною формою інституційних угод та фінансових послуг, що надають можливість більш ефективно використовувати наявні фінансові ресурси.

РОЗДІЛ 2

СУПЕРЕЧНОСТІ ТА ТЕНДЕНЦІЇ РОЗВИТКУ ІНСТИТУЦІЙНОЇ СТРУКТУРИ ФІНАНСОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ

2.1. Особливості формування інституційної структури фінансового ринку України

Актуальність питання розвитку фінансових інститутів є очевидною для будь-якої соціально-економічної системи. Розвинуті чи трансформаційні національні господарства завжди вирішують дилему ефективного використання фінансових ресурсів, адже фінансове забезпечення виконує роль дієвого стимулятора економічного розвитку. Переміщення тимчасово вільних коштів між секторами національного господарства дозволяє спрямовувати господарську активність у найбільш актуальному напрямку задоволення суспільних потреб. Звідси, швидкість руху фінансових ресурсів між тими господарськими суб'єктами, які володіють їх надлишком, і тими, які потребують фінансового забезпечення розвитку, визначає ефективність функціонування національної економіки.

Переміщення фінансових ресурсів між господарськими суб'єктами в умовах сучасного ринкового господарства здійснюється за допомогою розвинутої системи фінансових інститутів. Рівень розвитку фінансових інститутів та функціонування системи зв'язків між ними є ключовим чинником розвитку національного господарства. Таким чином, дослідження інституційної структури фінансового ринку дозволяє виявити можливості та перспективи розвитку економічної системи та запропонувати дієві стимули поживлення економічної діяльності. Отже, на наш погляд, важливим методологічним питанням є дослідження організації інституційної структури фінансового ринку України в розрізі конкретизації місця і ролі фінансових інститутів в системі перерозподілу фінансових ресурсів у національній економіці.

На нашу думку, інституційну структуру фінансового ринку слід аналізувати, опираючись на розгляд тих функцій, що виконують її елементи. З цих позицій, ми

вважаємо, що інститути фінансового ринку, за їх впливом на процес переміщення капіталу в національній економіці, можна поділити на три основних рівні:

- інститути-регулятори фінансового ринку;
- функціональні інститути фінансового ринку;
- інститути інфраструктури фінансового ринку.

Опираючись на інституційний метод дослідження економічних процесів, на кожному з цих рівнів можна виділити ряд загальних та специфічних функцій, що характеризують вплив конкретних фінансових інститутів на процес переміщення капіталу в національній економіці.

Згідно з інституційним підходом до загальних функцій фінансових інститутів, можна віднести:

- інформаційну: задоволення потреби господарських суб'єктів у знанні параметрів ринкової взаємодії та можливих діях інших учасників ринків;
- трансакційну: зниження витрат господарських суб'єктів на укладення угод на ринку;
- контролюючу: забезпечення виконання угод та захист прав власності господарських суб'єктів.

Специфічні функції фінансових інститутів конкретизують їх місце і роль в інституційній структурі фінансового ринку. Опираючись на специфічні інституційні функції, можна здійснити сегментацію фінансового ринку та виявити групи (сегменти) фінансових інститутів, що відрізняються за організаційними формами діяльності, але близьких по інституційній ролі у перерозподілі фінансових ресурсів. До специфічних функцій фінансових інститутів ми відносимо:

- акумуляція і розміщення тимчасово вільних грошових ресурсів (потоків);
- зниження ризиків фінансових втрат через невизначеність у майбутньому;
- фіксація прав власності у формі фінансових інструментів (контрактів).

Повертаючись до структурних елементів інституційної структури фінансового ринку, на другому рівні інституційної структури фінансового ринку ми визначаємо функціональний рівень. На наш погляд, на цьому рівні мають бути представлені

інституційні одиниці, що зорієнтовані на проведення операцій з фінансовими ресурсами, тобто фінансові інститути в традиційному розумінні цього терміну (інститути-посередники фінансового ринку).

В інституційному аспекті основними завданнями функціональних інститутів є:

- формування інституційного середовища як системи зв'язків між власниками та споживачами фінансових ресурсів з приводу забезпечення ефективного переміщення фінансових ресурсів на фінансовому ринку у визначених функціональних формах;
- забезпечення ефективного використання інституціоналізованих контрактів – фінансових інструментів у процесі перерозподілу фінансових ресурсів;
- побудова ефективної системи стимулювання діяльності економічних агентів-власників фінансових ресурсів на фінансовому ринку як передумови забезпечення перерозподілу фінансових ресурсів.

На нашу думку, інститути-посередники прямо визначають рівень розвитку фінансового ринку. Вони є тими організаційними одиницями, які опосередковують рух фінансових ресурсів між власниками та позичальниками. Дія даних інститутів на ринку полягає у пропозиції можливостей з використання тимчасово вільного капіталу і одночасно пропозиції джерел фінансування потреб у фінансових ресурсах для тих господарських суб'єктів, які їх потребують.

Функціональні фінансові інститути виступають у якості координаторів інтересів економічних суб'єктів, що виходять на фінансовий ринок з метою задоволення власних економічних потреб. За допомогою визначеної функціональної спрямованості вони скеровують наявні фінансові ресурси тими каналами перерозподілу, які доступні у національній економіці, та дозволяють узгодити економічні інтереси господарських суб'єктів з різновекторною спрямованістю. Тому ми виділяємо специфічні завдання функціональних фінансових інститутів наступним чином:

- перерозподіл тимчасово вільних грошових коштів;
- перерозподіл ризиків;

- перерозподіл власності.

Запропонована система функціонування фінансових інститутів пояснюється наступним чином. По суті, на фінансовому ринку рух коштів від власників визначається трьома основними мотивами:

- забезпечення використання тимчасово вільних з метою збереження їх вартості та використання у майбутньому;
- забезпечення певного „запасу ліквідності”, - за визначенням Д.М. Кейнса[90], - з метою уникнення несприятливих економічних умов у майбутньому;
- забезпечення більш високого рівня доходу та накопичення капіталу як мотив економічної діяльності.

Зважаючи на вищенаведену мотивацію, господарські суб'єкти-власники фінансових ресурсів надають перевагу інституційним контрактам трьох типів:

- таким, що дозволяють направити вільний капітал в певний об'єкт на умовах часової визначеності (строковості), поверненості та платності за використання;
- таким, що дозволяють знизити втрати від непередбачуваних обставин шляхом фіксації у договірних умовах передачі певних фінансових ресурсів фінансовим інститутам з метою їх накопичення і створення у майбутньому своєї „подушки безпеки”;
- таким, що дозволяють зафіксувати як гарантію отримання більш високого доходу право власності на певні активи.

В свою чергу, інституційна побудова фінансового ринку за цими трьома напрямками ідентифікується з наступними його структурними сегментами.

По-перше, - це ринок боргових (грошово-кредитних) інструментів. Ці інструменти, характеризуючи кредитні відносини між їх покупцем і продавцем, зобов'язують боржника погасити в передбачені терміни їх номінальну вартість і заплатити додаткову винагороду у формі відсотка (якщо вона не входить до складу номінальної вартості боргового фінансового інструменту, який погашається). Прикладом боргових фінансових інструментів є депозитні сертифікати (договори), облігації, векселі, чеки тощо.

По-друге, - це ринок страхування та пенсійний ринок. На першому діють інструменти страхового ринку - страхові послуги, які пропонуються на продаж (страхові продукти), а також розрахункові документи та окремі види цінних паперів, які обслуговують цей ринок. На другому - інструменти пенсійного ринку: різного типу договори пенсійного забезпечення. Об'єднання інструментів цих двох ринків в одну структуру ми пояснюємо тим, що страхування, як і пенсійні вкладення, хоч і в різних формах, але одновекторно спрямовані на зниження ризиків настання несприятливих для господарського суб'єкта ситуацій. В першому випадку (для страхових компаній) - практично будь-яких економічних ситуацій, що призводять до прямих фінансових втрат, у другому (для пенсійних фондів) - ситуації втрати джерела економічного доходу (настання непрацездатності людини за віком).

По-третє, - це ринок пайових фінансових інструментів. Вони підтверджують право власника на частку (пай у статутному фонді їх емітента) і на отримання відповідного доходу (у формі дивіденду, відсотка тощо). Пайовими фінансовими інструментами є, як правило, цінні папери відповідних видів (акції, інвестиційні сертифікати та ін.).

В застосуванні до видів фінансових інститутів ми вважаємо, що відповідними елементами інституційної структури на функціональному рівні будуть:

- на рівні інститутів, головною функцією яких є забезпечення функції перерозподілу вільних грошових ресурсів: комерційні банки, кредитні спілки, фінансові компанії;
- на рівні інститутів, головною функцією яких є перерозподіл ризиків: страхові компанії, пенсійні фонди;
- на рівні інститутів, що здійснюють функцію перерозподілу власності: інститути спільного інвестування.

Більш детально функціональні особливості цих трьох груп інститутів, а саме: комерційних банків, кредитних спілок, страхових компаній, пенсійних фондів та інститутів спільного інвестування розкрито нижче.

В Україні продовжується процес формування інституційної структури

фінансового ринку, тому показники розвитку функціональних груп фінансових інститутів свідчать про суттєві зміни, що відбуваються як у кількісних параметрах фінансових інститутів-посередників, так і в якісних, в першу чергу показнику активів на один фінансовий інститут. Кількісні показники динаміки фінансових інститутів ілюструють різні темпи розвитку фінансових інститутів (рис. 2.3).

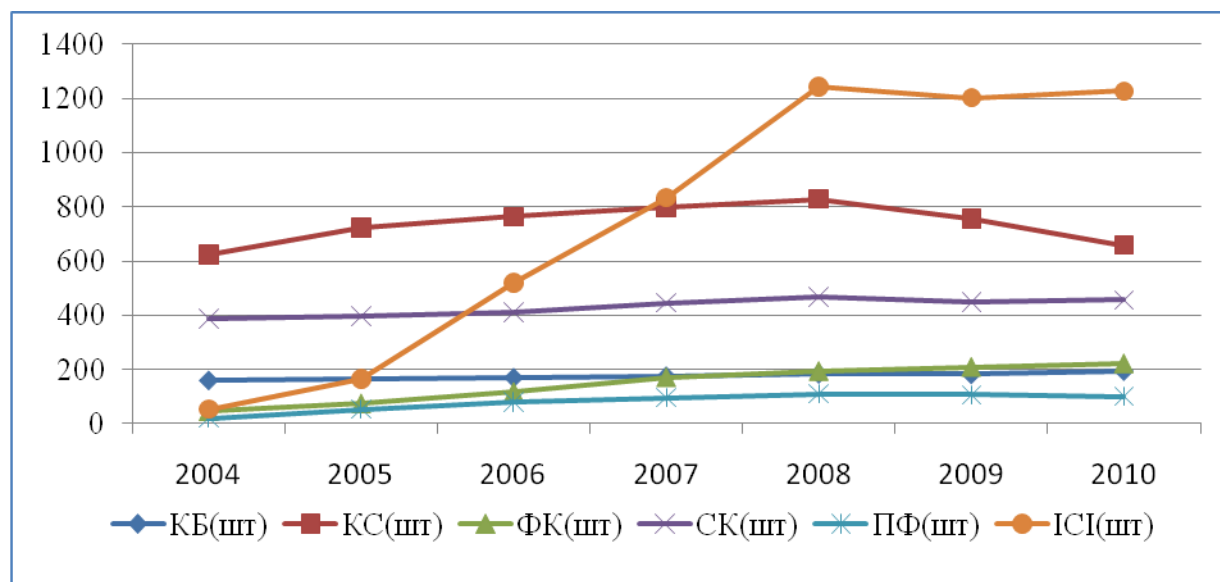


Рис. 2.3 Динаміка кількості фінансових інститутів протягом 2004-2010рр.*

* Складено автором за даними джерел: [298, 302, 303].

В структурі фінансового ринку системо-утворюючу роль, як правило, виконують комерційні банки. Економічне призначення банків полягає, насамперед, у сприянні рухові фінансових активів від власників - постачальників вільних фінансових ресурсів до їх споживачів - позичальників.

Як стверджує проф. В. Корнеєв, банки реалізують посередницьку функцію через надання різних послуг своїм клієнтам, виконуючи при цьому відповідні укладені угоди — інституціоналізовані контракти. Виняткова значущість банківських послуг підкреслюється, у першу чергу, тим фактом, що саме банки безпосередньо оперують грошами як найбільш ліквідними фінансовими активами, а тому в системі інститутів фінансового ринку головна роль належить банкам як інститутам, через які проходить рух основної частини грошових ресурсів. Така позиція дозволяє оцінювати банки в якості основних носіїв і організаторів грошово-кредитних відносин [104, с. 18].

Банківська система має особливе значення на ринку фінансових послуг у країнах з трансформаційною економікою, адже майже всі країни Центрально-Східної Європи, а також колишні радянські республіки, зформували банківсько-орієнтовану модель фінансового ринку, за прикладом західноєвропейської моделі з визначенням у якості основи фінансування інвестицій кредитів комерційних банків. Цьому процесу сприяло, по-перше, те, що на перехідному етапі банки вже існували, а ринок цінних паперів та небанківські фінансові інститути необхідно було створювати заново. По-друге, для країн з трансформаційною економікою була нагальною потреба швидкої адаптації банківського законодавства до директив Європейського Союзу щодо ринків фінансових послуг із метою інтеграції в Європейський Союз. До того ж багато хто з економістів відстоював позицію розвитку тільки універсальної банківської сфери і як основний аргумент висуваючи той факт, що вона здатна повністю забезпечити ефективний розподіл фінансових ресурсів.

Проте, банківським структурам, які формуються у перехідних економіках, нелегко розширювати сферу послуг, оскільки керувати універсальними банками і контролювати їхню діяльність набагато складніше, ніж спеціалізованими фінансовими установами з гнучкою системою організації та добрим володінням ринковою інформацією про ринок та клієнта.

Слід відзначити, що провідний вплив на формування розвинутого ринкового середовища справляє інституційне становлення банківської системи, адже система акумулювання, нагромадження і перерозподіл фінансових потоків вимагає високого ступеня професійної спеціалізації для задоволення попиту учасників ринку, а отже розвиток комерційних банків створює передумови для професійного зростання учасників фінансового ринку.

На сьогодні, за даними НБУ [293], банківська система України має наступні кількісні та якісні характеристики свого розвитку: на 01.01.2011р. ліцензію Національного банку України на здійснення банківських операцій мали 176 банків, у тому числі: 175 банків (99,4% від загальної кількості банків, що мають ліцензію) –

акціонерні товариства (з них: 16 банків (9,1%) – відкриті акціонерні товариства, 1 банк (0,6%) – закрите акціонерне товариство, 158 банків (89,7%) – публічні), 1 банк (0,6%) – товариство з обмеженою відповідальністю. У стані ліквідації перебуває 18 банків, з них 17 банків ліквідуються за рішеннями НБУ, 1 – за рішеннями господарських (арбітражних) судів.

Власний капітал банків склав 141,7 млрд.грн. або 15,0 % пасивів банків. Власний капітал банків має таку структуру. Сплачений зареєстрований статутний капітал складає 102,9% від капіталу; дивіденди, що спрямовані на збільшення статутного капіталу – 0,3%; емісійні різниці – 6,0%; загальні резерви та фонди банків – 8,9%; результати минулих років – (-20,5%); результати звітнього року, що очікують затвердження – 0,3%; результати поточного року – (-6,2%); результат переоцінки основних засобів, нематеріальних активів, цінних паперів у портфелі банку на продаж та інвестицій в асоційовані компанії – 8,3%.

Зобов'язання банків становили 803,8 млрд.грн.

Основні складові зобов'язань:

- кошти фізичних осіб – 270,7 млрд.грн., або 33,7% від зобов'язань;
- строкові вклади (депозити) інших банків та кредити, що отримані від інших банків, – 172,8 млрд.грн., або 21,5%;
- кошти суб'єктів господарювання – 144,0 млрд.грн., або 17,9%.

З точки зору строковості банки мають таку структуру коштів населення. Строкові кошти складають 206,6 млрд.грн., або 76,3% від загальної суми коштів населення, а кошти на вимогу – 64,1 млрд.грн., або 23,7%.

Активи банків становили 945,5 млрд.грн., загальні активи – 1090,1 млрд.грн.

Банки мають таку структуру загальних активів. Готівкові кошти, банківські метали та кошти в НБУ – 4,9% від суми загальних активів, залишки коштів на коррахунках, що відкриті в інших банках, – 6,2%, кредитні операції – 69,3%, вкладення в цінні папери – 7,7%, дебіторська заборгованість – 1,9%, основні засоби та нематеріальні активи – 4,0%, нараховані доходи до отримання – 4,6%, інші активи – 1,4%.

Повертаючись до конкретизації форм банківської діяльності, на наш погляд, інституційно можна виділити умовно „безпосередні” форми діяльності — банківські операції та умовно „опосередковані” форми банківської діяльності — банківські послуги. Відмінність між ними криється у механізмі реалізації їх інституційних функцій, зокрема, як зазначає професор В.Корнєєв, банківські послуги, в окремих випадках набувають матеріалізованої форми (наприклад, ощадна книжка, платіжні картки, чеки тощо), в той час як банківська операція означає виважену процедуру дій, спрямованих на управління власним і клієнтським капіталами. Зрозуміло, що такі дії дематеріалізовані і створюють додаткову вартість шляхом продажу послуги на ринку [104, с. 22].

Взагалі банківських послуг набагато більше, ніж банківських операцій. Сучасний комерційний банк може надавати до 300 різних фінансових послуг. Банківське посередництво диференціюється у наданні традиційних і нетрадиційних фінансових послуг. Перші з них пов'язані з формуванням і розміщенням банківських ресурсів, а також здійсненням взаєморозрахунків між клієнтами [110, с. 22]. Потреба ж у других виникає при необхідності диверсифікувати ринкові позиції у суміжних сегментах фінансового ринку, де присутні небанківські установи-партнери. Нетрадиційні форми обслуговування клієнтів пропонуються і з огляду на посилення конкурентного тиску на тому чи іншому сегменті ринку.

За дослідженнями В.Корнєєва, у групі традиційних банківських послуг домінуючим залишається кредитування клієнтів: індивідуальне, що надається одним банком за рахунок його власних коштів і депозитних надходжень, та синдиковане, або паралельне, за участю кількох кредиторів – комерційних банків, для одного позичальника чи визначеної групи позичальників. Кредитування є традиційним і найприбутковішим видом банківського бізнесу. Привабливими є також надання позик за міжнародними кредитними лініями, кредитування за овердрафтом, гарантійна підтримка різного роду, обслуговування власників різних чеків і карток. Депозитні та депозитарні послуги орієнтовано, відповідно, на зберігання грошей і цінних паперів. Розрахунково-касовий сервіс передбачає відкриття рахунків і

проведення по них платежів, інкасацію і видачу готівки. Реалізація необхідних валютних трансакцій вимагається клієнтами при купівлі-продажу валюти на міжбанківському ринку, а також при розрахунках під зовнішньоекономічні контракти [110, с. 54].

Нетрадиційні послуги є своєрідним свідченням зрілості банківського менеджменту і активності фінансової поведінки на ринку. За відповідних інституційних та економічних умов комерційні банки можуть здійснювати не тільки інвестиційні операції з цінними паперами, але й надавати брокерські послуги, здійснювати дилерську діяльність на ринку цінних паперів, забезпечувати андеррайтингове обслуговування цінних паперів при розміщенні нових емісій на первинних ринках, реалізовувати корпоративні домовленості щодо концентрації та деконцентрації капіталу.

В процесі розвитку фінансового ринку у діяльності комерційних банків набувають розвитку трастові послуги щодо управління активами клієнтів, факторинг, форфейтинг, участь у фінансуванні лізингових угод, операції з дорогоцінними металами. Практикується різноманітний фінансовий консалтинг - типовий та індивідуальний на замовлення клієнта. В окремих випадках можливим є спеціальне VIP - обслуговування клієнтів, яке здійснюється в інтересах інсайдерів та афілійованих осіб.

Для сучасного розвитку банківського сегменту характерним є те, що банки приваблюють клієнтів пакетом пропонованих послуг і конкурентними цінами на них, в результаті чого відмінність між традиційними і нетрадиційними послугами поступово зникає, а останні стають масовими і звичними [108, с. 80]. Нерідко користування однією банківською послугою спонукає до необхідності споживання додаткових послуг, а тому банки зацікавлені у можливості надавати повноцінний комплекс послуг для задоволення попиту клієнтів, а іноді й випереджати і формувати цей попит, що вимагає додаткової активності на ринку. Більш того, саме завдяки розширенню обсягів та видів фінансових послуг банки отримують конкурентні переваги в умовах посилення ринкової боротьби.

Для вітчизняної економіки особливої ваги набуває факт активного розвитку банківських послуг на фондовому ринку, адже саме завдяки банківській системі ринок цінних паперів України отримує стимули для розбудови. За дослідженням В. Корнєєва, банківські посередницькі послуги на ринку цінних паперів мають широкий спектр: це депозитарні послуги банку як зберігача фондових активів, купівля-продаж цінних паперів у власних інтересах і на замовлення, кліринговий облік руху цінних паперів, діяльність як первинних дилерів при організації розміщення паперів, портфельні та трастові варіанти інвестування коштів у цінні папери інших емітентів, підтримання необхідного рівня ліквідності окремих цінних паперів на біржових і позабіржових майданчиках [104, с. 20].

Крім комерційних банків, в сегменті фінансових інститутів, що перерозподіляють фінансові ресурси за допомогою кредитних інструментів, важливе місце займають кредитні спілки. Кредитна спілка - це неприбуткова громадська організація, що діє на кооперативних засадах для соціального захисту своїх членів шляхом здійснення взаємокредитування за рахунок їхніх акумульованих заощаджень. Неприбутковість кредитної спілки полягає в тому, що вся її діяльність спрямована не на отримання прибутку, а на надання кредитних та ощадних послуг спілчанам. Кредитна спілка - це самоврядна демократична організація, в якій тільки її учасники визначають види послуг, що надаються, та встановлюють умови їх надання [301]. Як свідчить міжнародна практика та історія України, кредитні спілки завжди виникали тоді, коли приватним особам потрібні були певні фінансові послуги, але цих послуг не надавала жодна фінансова інституція через непривабливість цього сектору фінансового ринку з точки зору можливості отримання прибутку, або ж такі послуги пропонувались іншими фінансовими інститутами на не вигідних, часто грабіжницьких умовах, користуючись своєю монополією і тим, що люди в інший спосіб не могли отримати дрібне кредитування.

Кредитні спілки пропонують фінансовий механізм, завдяки якому індивіди кооперуючи свої фінансові ресурси можуть отримати необхідні послуги значно дешевше, аніж в тому випадку, коли б кожен з них намагався діяти самостійно.

Таблиця 2.4

**Показники інституційного розвитку кредитних спілок в Україні*
у 2005-2010 рр.**

Показники	Період					
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Кількість зареєстрованих кредитних спілок (на кінець періоду)	723	764	800	829	755	659
Включено до Державного реєстру (за період)	113	49	64	12	7	21
Виключено з Державного реєстру (за період)	12	8	28	2	73	114
Частка перших 10 КС у загальному обсязі залишків кредитів на кінець періоду, %	33,5	34,9	36,8	31,9	27,3	37,2
Кількість членів КС, тис. осіб, з них	1 236,0	1 791,4	2 391,6	2 669,4	2190,3	1 570,3
члени, які мають внески на депозитних рахунках	78,8	103,0	245,3	164,0	117,0	78,9
члени, які мають заборгованість за кредитами	496,5	566,1	561,5	578,1	423,6	343,0
Активи, млн. грн., з них	1 938,4	3 241,2	5 260,6	6 064,9	4218,0	3 432,2
<i>Продуктивні</i>	1 752,4	2 934,9	4 802,4	5 550,2	3630,5	3 059,4
<i>Непродуктивні</i>	186,0	306,3	458,2	514,7	587,5	372,8
Капітал, млн. грн.	671,0	1 097,9	1 551,5	1 714,0	765,8	1 117,3
Дохід КС, млн. грн.	456,8	759,7	1 288,5	1 799,9	1086,1	706,2
Витрати КС, млн. грн.	368,7	610,9	1 073,1	1 642,0	1533,0	681,8
Нерозподілений дохід (непокритий збиток), млн. грн.	15,5	24,4	6,4	-67,6	-612,5	-247,0
Кредити надані членам КС (залишок на кін. періоду), млн. грн.	1438,5	2 596,7	4 512,3	5 572,8	3909,1	3 349,5
Обсяг кредитів, наданих членам КС (за період), млн. грн.	2 434,3	4 253,9	6 381,0	6 908,8	2415,9	2 134,9
Кількість кредитів, наданих членам КС (за період), одиниць	663 539	958 499	856 848	680 316	289633	300 319
Внески членів КС на депозитні рахунки (залишок на кін. періоду), млн. грн.	1 137,6	1 926,5	3 451,2	3 951,1	2959,3	1 945,0
Заборгованість за неповерненими та простроченими кредитами (залишок на кін. періоду), млн. грн.	93,1	156,9	283,5	675,0	1177,9	1 357,5

*- складено за даними джерела: Ринок кредитних спілок [електронний ресурс]: Режим доступу:

<http://www.dfp.gov.ua/1059.html> - назва з екрана.

Діяльність кредитних спілок визначається такими особливостями. По-перше, кредитна спілка завжди створюється і діє на базі певної спільноти людей, об'єднаних

відповідно до своїх інтересів, спільної діяльності або місця проживання. Така спільнота є потенційною базою, або полем членства для своєї кредитної спілки, що може бути створена у трудових колективах, громадських організаціях, професійних спілках, церковних приходах і територіальних громадах. Ця ознака відрізняє кредитні спілки від будь-яких суб'єктів підприємницької діяльності, які засновує довільна група осіб, об'єднаних з метою отримання прибутку в процесі господарського обороту вкладених інвестицій.

По-друге, кредитні спілки надають послуги лише своїм членам. Таким чином, на відміну від суб'єктів підприємницької діяльності, члени кредитної спілки є одночасно і власниками, і клієнтами, а головною метою спілки є забезпечення дешевими джерелами фінансування за рахунок акумульованих фінансових ресурсів.

Інституційна динаміка розвитку кредитних спілок в Україні свідчить про достатньо активний розвиток цього сегменту фінансового ринку України. Зокрема, до початку фінансової кризи 2008 року, дані інститути мали один з найвищих темпів розвитку в кількості. При цьому спостерігалось збільшення числа учасників, що свідчило про формування позитивного сприйняття кредитних спілок населенням, адже саме приватні грошові заощадження формують кредитну базу кредитної кооперації.

На рівні інститутів, головною функцією яких є перерозподіл ризиків, в Україні провідну роль відіграють страхові компанії. Головним завданням страхових компаній є здійснення фінансових операцій, що визначаються як страхування. Страхування є економічною категорією, яка представляє собою сукупність особливих замкнутих перерозподільних відносин між його учасниками з приводу формування за рахунок грошових внесків цільового страхового фонду, призначених для відшкодування надзвичайної шкоди підприємству, організації, надання грошової допомоги громадянам [64, с. 420]. Страхування виступає, з одного боку, засобом захисту виробництва, підприємництва, майна, добробуту людей, а з іншого - як вид діяльності, що приносить прибуток.

Таблиця 2.5

**Показники інституційного розвитку страхових компаній в Україні*
у 2005-2010 рр.**

Показники	Період					
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Кількість зареєстрованих страховиків	398	411	446	469	450	456
з них: компанії зі страхування життя	45	55	65	72	72	67
Кількість укладених договорів страхування (млн.шт)	336,8	554,6	599,8	676	575,0	619,1
Включено до Державного реєстру	36	33	54	45	15	5
Виключено з Державного реєстру	21	20	19	22	34	10
Активи по балансу, млн.грн.	20 920,1	23 994,6	32 213,0	41 930,5	41 970,1	45 234,6
Активи, визначені ст. 31 Закону України "Про страхування", млн.грн.	12 346,5	17 488,2	19 330,3	23 904,9	23 690,9	27 695,0
Обсяг сплачених статутних фондів, млн. грн.	6 641,0	8 391,2	10 633,6	13 206,4	14 876,0	14 429,2
Сформовані страхові резерви, млн.грн.	5 045,8	6 014,1	8 423,3	10 904,1	10 141,3	11 371,8
Валові страхові премії, млн.грн., з них:	12 853,5	13 830,0	18 008,2	24 008,6	20 442,1	23 081,7
від страхувальників-фізичних осіб	1 616,2	2 945,8	5 170,4	7 630,2	5 949,0	6 171,1
від перестраховальників	3 398,1	4 962,9	4 588,1	6 362,5	5 846,5	7 050,3
у т.ч.від перестраховальників-нерезидентів	20,8	21,5	112,2	317,5	242,1	192,3
Валові страхові виплати, млн. грн., з них:	1 894,2	2 599,6	4 213,0	7 050,7	6 737,2	6 104,6
Страховальникам-фізичним особам	616,6	1 012,8	1 788,5	3 206,4	2 804,0	2 436,4
Перестраховальникам		231,6	822,0	1 546,3	1 727,1	2 045,4
у т.ч. перестраховальникам-нерезидентам		13,5	504,1	1 055,6	1 049,7	1 837,1
Рівень валових виплат, %	14,7	18,8	23,4	29,4	33,0	26,4
Частка валових страхових премій, належна першим трьом страховикам, %	12,2	11,8	11,7	11,5	11,2	13,6
Частка валових страхових премій, належна першим 50 страховикам, %	73,7	72,3	67,1	70,1	75,2	76,6
Чисті страхові премії, млн.грн.	7 482,8	8 769,4	12 353,8	15 981,8	12 658,0	13 327,7
Чисті страхові виплати, млн.грн.	1 546,7	2 326,2	3 884,0	6 546,1	6 056,4	5 885,7
Рівень чистих виплат, %	20,7	26,5	31,4	40,9	50,0	44,2
Обсяг страхових платежів, сплачених перестраховикам, млн. грн.	6 050,0	5 697,6	6 423,9	9 064,6	8 888,4	10 745,2
з них: перестраховикам-нерезидентам	676,3	576,1	769,5	1 037,8	1 104,3	991,3

*- складено за даними джерела: Страховий ринок [електронний ресурс]: Режим доступу:

<http://www.dfp.gov.ua/734.html>. - назва з екрана.

Економічна сутність страхування проявляється в його функціях, які обумовлюють суспільне призначення даної категорії. Як зазначає В Фурман, страхування виконує такі основні функції:

1. ризикова, оскільки страхування пов'язане з ризиковим характером економічної діяльності. В рамках дії ризикової функції здійснюється перерозподіл грошових резервів серед учасників страхування у зв'язку з покриттям збитків, зумовлених наслідками настання страхових подій;
2. попереджувальна функція. Значна частина перерозподільних відносин пов'язана з функціонуванням попереджувальних заходів зі зменшення страхових ризиків. Організація цих відносин часто залежить від рівня захищеності майна і життя страхувальників, від моменту визнання настання страхової події;
3. заощаджувальна функція. Довгострокові види страхування є окремим засобом накопичення населенням коштів до настання певної події в їх житті аж до закінчення строку страхування [247, с. 147].

Інституційна сутність страхування полягає в створенні гарантованого запасу фінансових ресурсів, котрий забезпечує почуття безпеки та дозволяє розвивати мотивацію в напрямку позитивних очікувань, адже принцип субсидійованості дозволяє при витратах незначної суми коштів, призначених для страхування, отримати гарантії щодо виплати досить суттєвих фінансових компенсацій при настанні несприятливих подій, пов'язаних зі значними втратами індивіда певних життєвих благ.

Іншою важливою складовою інституційної структури фінансового ринку серед функціональних інститутів, спрямованих на перерозподіл ризиків, є пенсійні фонди.

Пенсійні фонди — порівняно нове явище на фінансовому ринку. Перший сучасний недержавний пенсійний фонд був створений у США “Дженерал моторз” 1950 року. Відтоді спостерігається бурхливий розвиток інститутів даного типу. Сьогодні понад 40% працездатного населення США бере участь у тих чи інших пенсійних схемах (профанах). Активи пенсійних фондів США перевищують 4,7 трлн. дол., а виплачувані ними пенсії становлять майже третину щорічних пенсійних виплат [294].

В Україні пенсії отримують близько 14,5 млн. громадян. Чинна солідарна система пенсійного забезпечення не відповідає сучасним потребам і має цілу низку серйозних проблем. Так, здійснювані сьогодні пенсійні виплати недостатні для забезпечення навіть мінімально допустимого рівня життя осіб похилого віку, а середня трудова пенсія становить трохи більше двох третин прожиткового мінімуму для непрацездатних осіб. У існуючій методиці розрахунку трудової пенсії та її сумі нівелюється стаж роботи і розміри попереднього заробітку, що демотивує працівників та сприяє приховуванню отриманих доходів, а високі ставки обов'язкових відрахувань до Пенсійного фонду (32% для роботодавців) посилюють процес тінізації економіки. Загалом пенсійна система має, по суті, адміністративно-розподільчий характер, де за рахунок внесків на пенсійне страхування здійснюються окремі види соціальних виплат, які не залежать від участі кожного окремого громадянина у фінансуванні пенсійного забезпечення [214, с. 50].

Реформування пенсійного забезпечення, що відбувається в Україні, спрямоване на створення трирівневої системи і передбачає удосконалення нинішньої розподільчо-солідарної системи (перший рівень), створення загальнообов'язкової накопичувальної системи (другий рівень) та поступове запровадження елементів добровільної накопичувальної системи (третій рівень).

Процес трансформації пенсійної системи є досить складним і неоднозначним. Так, впровадження другого рівня, шляхом формування загальнообов'язкової накопичувальної системи, вимагає достатньо тривалого часу і при цьому окремі вікові групи працездатного населення фактично позбавляються можливостей скористатись вигодами від накопичення в періоди отримання відносно високих доходів. Крім того, демографічна структура населення визначає скорочення загального обсягу відрахувань до Пенсійного фонду при одночасному збільшенні виплат за окремими віковими групами, що призводить до виникнення проблем з балансом надходжень та витрат Пенсійного фонду та може зменшити розмір індивідуальних виплат, незважаючи на накопичення.

Інституційною особливістю недержавного пенсійного забезпечення є те, що воно ґрунтується на засадах добровільної участі громадян, роботодавців та їхніх об'єднань у формуванні пенсійних накопичень із метою отримання додаткових пенсійних виплат до загальнодержавних трудових пенсій.

Основна частина існуючих пенсійних фондів зареєстрована відповідно до Закону України „Про господарські товариства” у формі закритих акціонерних товариств, товариств з обмеженою відповідальністю й товариств із додатковою відповідальністю і діє на основі Статті 42 Конституції України, відповідно до якої „...кожна особа має право займатись підприємницькою діяльністю, яка прямо не заборонена законом ”[76]. Більшість таких фондів засновується професійними спілками та підприємствами, а керується професійними адміністраторами - компаніями з управління активами, або іншими фінансовими інститутами, що мають відповідну ліцензію.

Таблиця 2.6

Динаміка основних показників діяльності недержавних пенсійних фондів у 2005-2010 рр.*

Показники	Період					
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Кількість НПФ (на кінець періоду)	54	79	96	109	107	101
Кількість адміністраторів НПФ (на кінець періоду)	37	41	50	50	44	43
Кількість учасників за укладеними пенсійними контрактами (наростаючим підсумком з початку діяльності) (тис.осіб)	88,4	193,3	278,7	482,5	497,1	569,2
Загальна сума пенсійних внесків (наростаючим підсумком з початку діяльності) (млн.грн.), з них:	36,4	114,4	234,4	582,9	754,6	925,4
- від фізичних осіб	2,2	5,3	14,0	26,0	31,8	40,7
- від фізичних осіб-підприємців	0,01	0,02	0,04	0,1	0,1	0,2
- від юридичних осіб	34,2	109,1	220,4	556,8	722,7	884,6

* - складено автором за даними: Українська асоціація інвестиційного бізнесу [електронний ресурс] : [сайт]. - Режим доступу: http://www.uaib.com.ua/analituaib/year_analit_uaib.html.

З прийняттям Закону України „Про недержавне пенсійне забезпечення” створилось правове поле для функціонування інститутів, що здійснюють

недержавне пенсійне забезпечення, і було забезпечено можливості формування добровільних пенсійних заощаджень.

Зокрема передбачено, що недержавне пенсійне забезпечення може здійснюватися недержавними пенсійними фондами, страховими організаціями та банківськими установами. Відповідно до закону, недержавний пенсійний фонд — це юридична особа, яка має статус неприбуткової організації, функціонує і провадить діяльність тільки з метою накопичення пенсійних внесків учасників пенсійного фонду (з подальшим управлінням і розміщенням), а також здійснює пенсійні виплати учасникам зазначеного фонду.

Передбачається також створення трьох основних типів недержавних пенсійних фондів — відкритих, корпоративних та професійних, що відповідає міжнародній практиці організації пенсійних фондів [70].

Залежно від визначених у статутах та відображених в інвестиційних деклараціях обмежень інвестиційної діяльності з пенсійними активами, відкриті пенсійні фонди можуть утворюватися як агресивні, помірковані або консервативні.

Корпоративні та професійні пенсійні фонди можуть утворюватися лише як помірковані й консервативні. Вид фонду, його інвестиційну політику, обмеження щодо управління і розміщення пенсійних активів, порядок визначення структури активів визначає інвестиційна декларація, що є обов'язковим додатком до його статуту і підлягає обов'язковій реєстрації в Державній комісії з регулювання ринків цінних паперів та фондового ринку [70].

Діючим в Україні Законом визначається структура активів пенсійного фонду, до яких можуть належати активи у коштах, активи у цінних паперах, інші активи. Причому до пенсійних активів пенсійного фонду не дозволяється вносити: цінні папери, емітентами яких є банківська установа-зберігач, компанії, що здійснюють управління пенсійними активами, адміністратор, аудитор (аудиторська фірма) та особи, які надають консультаційні послуги, з якими пенсійним фондом укладено відповідні договори, та пов'язані з ними особи, засновники пенсійного фонду; цінні папери, не внесені до лістингу фондових бірж або торговельно-інформаційних

систем, зареєстрованих в установленому порядку; цінні папери, емітентами яких є інститути спільного інвестування за винятком акцій, емітованих індексними взаємними фондами відкритого типу.

Недержавна пенсійна система є безпечним, а у більшості випадків і привабливішим засобом забезпечення після виходу на пенсію більш високого життєвого рівня, ніж той, що його спроможна забезпечити лише солідарна система. Інша, не менш важлива функція недержавної пенсійної системи полягає в тому, що вона, як підкреслюють багато дослідників, є джерелом довгострокових інвестицій, необхідних для економічного розвитку країни [25, 31, 54].

Акумулюючи заощадження населення у межах пенсійних програм та інвестуючи їх у акції, облігації підприємств, державні цінні папери, венчурні фонди тощо, пенсійні фонди забезпечують довгострокове фінансування економіки і держави. У таких країнах, як США, Великобританія та Нідерланди, обсяг інвестицій недержавних пенсійних фондів значно перевищує половину ВВП.

Величезне значення має ще й мотиваційна складова. Через участь у пенсійному фонді індивід активно реалізовує власні мотиви забезпечення прийняттого рівня споживання у віддаленій перспективі, тобто заохочується до продуктивної економічної діяльності, котра приносить такі прибутки, які дозволяють задовольнити не тільки поточні потреби, але й потреби майбутніх періодів. Він також може вибрати об'єкт розміщення заощаджень, що посилює почуття власної незалежності і дозволяє підвищити рівень матеріальної зацікавленості власника заощаджень.

Важливе місце в структурі інститутів-організаторів фінансового ринку у розвинутих країнах належить інститутам спільного інвестування (далі - ІСІ). На наш погляд, ІСІ є основним інститутом, що визначається як третій складовий елемент інституційної структури фінансового ринку - це рівень інститутів, що здійснюють функцію перерозподілу власності.

**Динаміка розвитку інститутів спільного інвестування в Україні
у 2005-2010 рр.**

Показник	Рік					
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Всього ІСІ	284	519	577	888	985	1095
Пайові інвестиційні фонди:						
- відкриті	4	10	14	25	32	36
- інтервальні	19	25	24	41	47	48
- закриті диверсифіковані	3	3	3	4	8	9
- закриті не диверсифіковані	20	29	15	22	26	32
- закриті венчурні	119	377	423	636	690	755
Корпоративні інвестиційні фонди:						
- інтервальні	0	0	0	1	2	2
- закриті не диверсифіковані	20	42	63	107	130	141
- закриті венчурні	19	33	34	45	50	72
Компанії з управління активами(КУА)	169	228	334	409	380	339
Кількість ІСІ на одну КУА	1,68	2,27	2,5	3,04	3,16	3,62

* складено автором за даними: Українська асоціація інвестиційного бізнесу [електронний ресурс] : [сайт]. - Режим доступу: http://www.uaib.com.ua/analituaib/year_analit_uaib.html

ІСІ – фінансова станова, організаційно-правовою формою якої є корпоративний інвестиційний фонд або пайовий інвестиційний фонд, який провадить діяльність, пов'язану з об'єднанням (залученням) грошових коштів інвесторів з метою отримання прибутку від вкладення їх у цінні папери інших емітентів, корпоративні права та нерухомість. Основні положення функціонування інститутів спільного інвестування викладено в Законі „Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)” [67].

Для здійснення операцій з цінними паперами пайовими інвестиційними фондами передбачено існування компанії з управління активами. Компанія з управління активами - господарське товариство, яке здійснює професійну діяльність з управління активами ІСІ на підставі ліцензії.

ІСІ, залежно від порядку здійснення його діяльності, може бути відкритого, інтервального та закритого типу. ІСІ належить до відкритого типу, якщо він (або компанія з управління його активами) бере на себе зобов'язання здійснювати у будь-який час на вимогу інвесторів викуп цінних паперів, емітованих цим ІСІ (або компанією з управління його активами). ІСІ належить до інтервального типу,

якщо він (або компанія з управління його активами) бере на себе зобов'язання здійснювати на вимогу інвесторів викуп цінних паперів, емітованих цим ІСІ (або компанією з управління його активами) протягом обумовленого у проспекті емісії строку, але не рідше одного разу на рік. ІСІ належить до закритого типу, якщо він (або компанія з управління його активами) не бере на себе зобов'язань щодо викупу цінних паперів, емітованих цим ІСІ (або компанією з управління його активами) до моменту його реорганізації або ліквідації [67].

ІСІ може бути строковим або безстроковим. Строковий ІСІ створюється на певний строк, встановлений у проспекті емісії, після закінчення якого зазначений ІСІ ліквідується або реорганізується. Безстроковий ІСІ створюється на невизначений строк. ІСІ закритого типу може бути лише строковим.

ІСІ може бути диверсифікованого і недиверсифікованого виду. ІСІ вважається диверсифікованим, якщо він одночасно відповідає таким вимогам:

- кількість цінних паперів одного емітента в активах ІСІ не перевищує 10 відсотків загального обсягу їх емісії;
- сумарна вартість цінних паперів, що становлять активи ІСІ, в кількості, більшій, ніж 5 відсотків загального обсягу їх емісії, на момент їх придбання не перевищує 40 відсотків вартості чистих активів ІСІ;
- не менш як 80 відсотків загальної вартості активів ІСІ становлять грошові кошти, ощадні сертифікати, облігації підприємств та облігації місцевих позик, державні цінні папери, а також цінні папери, що допущені до торгів на фондовій біржі або у торговельно-інформаційній системі [67].

Диверсифікованим ІСІ забороняється:

- тримати в грошових коштах, на банківських депозитних рахунках, в ощадних сертифікатах та облігаціях, емітентами яких є комерційні банки, більше ніж 30 відсотків загальної вартості активів ІСІ;
- придбавати або додатково інвестувати в цінні папери одного емітента більше ніж 5 відсотків загальної вартості активів ІСІ;

- придбавати або додатково інвестувати у державні цінні папери, доходи за якими гарантовано Кабінетом Міністрів України, більше ніж 25 відсотків загальної вартості активів ІСІ. При цьому забороняється інвестувати кошти ІСІ менше ніж у три види державних цінних паперів;
- придбавати або додатково інвестувати в цінні папери органів місцевого самоврядування більше ніж 10 відсотків загальної вартості активів ІСІ;
- придбавати або додатково інвестувати в облігації підприємств, емітентами яких є резиденти України (крім комерційних банків), більше ніж 20 відсотків загальної вартості активів ІСІ;
- придбавати або додатково інвестувати в акції українських емітентів більше ніж 40 відсотків загальної вартості активів ІСІ;
- придбавати або додатково інвестувати в цінні папери, доходи за якими гарантовано урядами іноземних держав, більше ніж 20 відсотків загальної вартості активів ІСІ;
- придбавати або додатково інвестувати в акції та облігації іноземних емітентів, які допущені до торгів на організованих фондових ринках іноземних держав, більше ніж 20 відсотків загальної вартості активів ІСІ;
- придбавати або додатково інвестувати в інші активи, дозволені законодавством України, більше ніж 5 відсотків активів ІСІ;
- придбавати або додатково інвестувати в цінні папери, доходи за якими гарантовано урядом однієї іноземної держави, більше ніж 10 відсотків загальної вартості активів ІСІ;
- придбавати або обмінювати цінні папери, емітентами яких є пов'язані особи ІСІ, компанії з управління активами або зберігача [67].

Згідно Законе, ІСІ, які не мають усіх ознак диверсифікованого ІСІ, є недиверсифікованими. У разі якщо недиверсифікований ІСІ закритого типу здійснює виключно приватне розміщення цінних паперів власного випуску та активи якого більш ніж на 50 відсотків складаються з корпоративних прав та цінних паперів, що не допущені до торгів на фондовій біржі або у торговельно-

інформаційній системі, він вважається венчурним фондом. Учасниками венчурного фонду можуть бути тільки юридичні особи [67].

Дивіденди по цінних паперах ІСІ відкритого та інтервального типу не нараховуються і не сплачуються. ІСІ відкритого та інтервального типу можуть бути тільки диверсифіковані.

Корпоративний інвестиційний фонд - це ІСІ, який створюється у формі відкритого акціонерного товариства і провадить виключно діяльність із спільного інвестування.

Пайовий інвестиційний фонд - це активи, що належать інвесторам на праві спільної часткової власності, перебувають в управлінні компанії з управління активами та обліковуються останньою окремо від результатів її господарської діяльності. Мінімальний обсяг активів пайового інвестиційного фонду не може бути меншим розміру початкового статутного фонду (капіталу) корпоративного інвестиційного фонду.

Цінні папери ІСІ закритого та інтервального типу підлягають вільному обігу на ринку цінних паперів. Обіг цінних паперів ІСІ відкритого типу обмежується.

Відчуження інвесторами цінних паперів ІСІ відкритого типу може здійснюватися лише шляхом їх викупу компанією з управління активами. Відчуження цінних паперів ІСІ відкритого типу третім особам не дозволяється, крім випадків правонаступництва, успадкування та дарування [67].

Повертаючись до діяльності господарських суб'єктів-отримувачів, можливості одержання необхідних фінансових ресурсів для них визначаються використанням фінансових інструментів на двох основних сегментах фінансового ринку – грошово-кредитному ринку та ринку цінних паперів.

В свою чергу, фінансові інститути, в залежності від функціональної спрямованості у перерозподілі фінансових ресурсів, зорієнтовуються у економічній діяльності на наступні сегменти фінансового ринку:

- фінансові інститути з функцією перерозподілу грошових ресурсів – на грошово-кредитний ринок;

- фінансові інститути з функцією перерозподілу ризиків – на грошово-кредитний та ринок цінних паперів;
- фінансові інститути з функцією перерозподілу власності – на ринок цінних паперів.

Продовжуючи дослідження загальної інституційної структури фінансового ринку, на третьому рівні її організаційної моделі ми виділяємо інститути інфраструктури фінансового ринку.

Інфраструктура фінансового ринку — це система взаємопов'язаних, взаємодіючих, субординованих інститутів, саморегульованих і регулюючих організацій, інформаційних систем і мереж, інституційних інвесторів, ринкових посередників, котрі забезпечують нормальне функціонування фінансового ринку[233, с.153].

Інфраструктура фінансового ринку є інституційно-економічним ланцюгом, що об'єднує попит і пропозицію на фінансові потоки, інструменти, перерозподіляє капітал, забезпечує перехід від грошового ринку до ринку цінних паперів і далі до фондового. Як і фінансовий ринок, інфраструктура також має складну структуру. Її можна розділити на інституціональну і економічну.

За визначенням вітчизняних дослідників В.Федосова, В.Опаріна, С.Львовчкіна [240, с.16], фінансова інфраструктура може розглядатися у двох вимірах: по-перше, враховуючи забезпечувальну роль фінансів відносно економіки, у їх розумінні як однієї з вихідних, основоположних і домінуючих складових економічної інфраструктури, по-друге — як сукупність різних елементів, що забезпечують функціонування фінансів в якості суспільного інституту, в організаційному й інструментальному наповненні.

Організаційна фінансова інфраструктура є сукупністю відповідних структур, що забезпечують функціонування фінансів й управління ними, та включає три складові: управлінську, інституційну й обслуговуючу. Управлінська фінансова інфраструктура представлена сукупністю фінансових органів, на які покладено функції оперативного управління у сфері державних фінансів і регуляторної

діяльності щодо інституцій фінансового й страхового ринків і ринку фінансових послуг, а також фінансовими службами галузевих міністерств, відомств, підприємств, організацій і установ. Інституційна фінансова інфраструктура — це сукупність фінансових інституцій, які функціонують на фінансовому й ринку фінансових послуг, виконуючи функції з мобілізації, переміщення й інвестування грошових ресурсів. Обслуговуюча фінансова інфраструктура включає суб'єкти, одні з яких виконують функції організаційних посередників на фінансовому ринку (біржі, брокерські й дилерські контори тощо), інші — допоміжні функції на ринку цінних паперів (реєстратори, депозитарії, клірингові центри та ін.). До неї належать також юридичні особи, які, не будучи фінансовими за змістом своєї діяльності, надають послуги різним суб'єктам у сфері фінансової діяльності (аудиторські й консалтингові фірми, інформаційні, рейтингові й аналітичні агенції, ріелтерські контори, бюро кредитних історій).

Суб'єкти організаційної фінансової інфраструктури виконують свої функції, використовуючи сукупність різноманітних фінансових інструментів (інструментальне наповнення фінансової інфраструктури). Результативність і ефективність їх діяльності багато в чому залежать від дієвості, надійності, передбачуваності й керованості використання цих інструментів. Фінансовий інструментарій постійно розвивається у частині як удосконалення діючих інструментів, так і запровадження нових їх видів.

п. 2.2. Сучасні тенденції та проблеми розвитку інститутів фінансового ринку
України

Розгляд інституційної структури фінансового ринку України вимагає деталізації виконання функцій фінансових інститутів в залежності від їх місця у системі перерозподілу фінансових ресурсів.

В попередньому підрозділі нами було визначено, що загальна інституційна структура фінансового ринку складається з трьох основних рівнів: інститути-регулятори забезпечують інституційні умови діяльності фінансового ринку, функціональні інститути здійснюють перерозподіл фінансових ресурсів за допомогою інституціалізованих контрактів – фінансових інструментів та інститути інфраструктури забезпечують більш якісну реалізацію функцій фінансових інститутів функціонального рівня.

На наш погляд, розвиток фінансових інститутів функціонального рівня детермінує процес та ефективність перерозподілу фінансових ресурсів в національній економіці, а отже вивчення їх дії, механізму реалізації функцій є важливим методологічним питанням, що визначає предмет нашого дослідження.

Як уже нами зазначалось, в застосуванні до видів фінансових інститутів відповідними елементами функціональної інституційної структури, які необхідно дослідити, є:

- на рівні інститутів, головною функцією яких є забезпечення функції перерозподілу вільних грошових ресурсів: комерційні банки, кредитні спілки, фінансові компанії;
- на рівні інститутів, головною функцією яких є перерозподіл ризиків: страхові компанії, пенсійні фонди;
- на рівні інститутів, що здійснюють функцію перерозподілу власності: інститути спільного інвестування.

На сегменті перерозподілу вільних грошових ресурсів ми виділяємо три основні елементи структурної організації. Це комерційні банки, кредитні спілки та

фінансові компанії. Ключовим та найбільш розвиненим в українській економіці є банківський сектор. Історично він найпершим сформувався і став визначником розвитку фінансового ринку України з початку 90-х років XX століття і дотепер.

Стартовий стан розвитку банківської системи (початок 90-х років) не зовсім адекватно відповідав вимогам побудови розвинутого ринкового господарства. Як зазначає О. Голубцова, у спадок від СРСР банківська система молодій українській державі отримала ряд характерних особливостей, а саме:

- наявність державних гарантій покриття збитків;
- відсутність системи управління ризиками;
- стандартність та нерозвиненість банківських продуктів;
- незначний вплив державного втручання у банківську діяльність;
- відносна відокремленість власних активів банків від загальнодержавних;
- нерозвиненість банківського законодавства;
- відсутність залежності від місцевих та глобальних фінансових криз [43, с.14].

Хоча не можна стверджувати про виключно негативний вплив вказаних особливостей функціонування, все ж у процесі побудови ринкового господарства вони надавали банківській системі вразливості, адже сприяли проявам „тепличності”, ізольованості її функціонування від розвитку національної економіки.

Трансформація фінансових ресурсів, головним джерелом яких є заощадження населення та вільні кошти підприємств, у реальні кредити та інвестиції сама по собі виступає одним з головних завдань функціонування банківської системи, а в умовах трансформаційних змін стає детермінантом розвитку національного виробництва. Більш того, саме через грошово-кредитний ринок банки безпосередньо впливають на процеси розширеного відтворення, визначаючи можливості перетворення заощаджень у обігові кошти підприємств. Масштабне інвестування сприяє поживленню діяльності підприємств, підвищує рівень їх конкурентоспроможності, відповідно стимулює зростанню обсягів випуску продукції, дозволяє збільшити

фонди оплати праці найманих працівників, врешті-решт призводить до збільшення рівня підприємницького та інших факторних доходів, тобто вмикає “маховик” активного розвитку економічної системи. В свою чергу, економічне пожвавлення поліпшує базові умови існування банків – через збільшення рівня доходів відбувається зростання заощаджень, тобто початкові імпульси активізації господарського життя, сформовані банківською системою стосовно зовнішнього економічного оточення, здатні докорінно покращити внутрішнє середовище існування самих банків.

Слід відмітити, що банківська система на сьогодні є базовим сектором фінансового ринку, а її розбудова справляє стимулюючий вплив на інші сегменти фінансового ринку. Банківський сектор випереджає інші сегменти як за кількісними, так і за якісними параметрами. Зокрема, частка вартості активів банківського сектору в загальних активах фінансових установ збільшилася з 85,5% [розраховано за даними: 293, 297, 300], у 2004-му до 88,7% у 2009-му, а абсолютних вимірах приросту більш ніж в 7 разів (див. табл. 2.8). Середня вартість активів на один банк зросла за цей період в шість разів, а на одну небанківську фінансову установу — лише на 72,2 % (див. Додаток Д). Якщо брати співвідношення між середніми активами на одну банківську установу та середніми активами на суму всіх небанківських інститутів, то співвідношення становитиме 1 до 0,03, що свідчить про значно переважаючу фінансову потужність банківських фінансових інститутів порівняно з небанківськими фінансовими інститутами.

Однією з особливостей розвитку банківського сектору є динамічне зростання активів. Так, станом на 01.01.2010 загальні активи банків становили 914,7 млрд. грн. і збільшилися порівняно з 2004 роком майже на 780 млрд. грн., або у 7 разів. Основна частка у структурі загальних активів належала банківським кредитам (78,0 %), тоді як частка вкладень у цінні папери, хоча вони зростали за абсолютною величиною, зменшувалася. При цьому відношення загальних активів банківської системи України до ВВП у 2008 році вперше сягнуло рівня більшого за обсяг номінального ВВП (102 %), аналогічно в 2009 році – 103%, для порівняння: у 2004

році частка активів банківських установ по відношенню до ВВП сягала 38%, що свідчить про нарощування потенціалу банківської системи України та її провідне значення у фінансуванні економічного розвитку.

Таблиця 2.8

**Показники інституційного розвитку окремих сегментів фінансового ринку
України
у 2004-2009 рр.**

Показник	Рік					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009
ВВП номінальний, млрд.грн.	353,6	441,4	544,1	720,7	948,0	914,7
Загальні активи банків, млрд.грн.	134,34	223,02	353,09	619	973,3	941
Частка в ВВП, %	38%	50%	65%	86%	102%	103%
Частка в загальних активах фінансових інститутів, %	85%	87%	87,5%	87,9%	88,7%	88,7%
Загальні активи кредитних спілок млрд.грн.	0,84	1,94	3,24	5,26	6,06	4,218
Частка в ВВП, %	0,2%	0,4%	0,5%	0,7%	0,6%	0,4%
Частка в загальних активах фінансових інститутів, %	0,5%	0,7%	0,8%	0,7%	0,5%	0,3%
Загальні активи фін. компаній, млрд.грн.	0,816	1,81	1,87	3,24	6,01	6,37
Частка в ВВП, %	0,2%	0,4%	0,5%	0,4%	0,6%	0,6%
Частка в загальних активах фінансових інститутів, %	0,5%	0,7%	0,4%	0,4%	0,5%	0,6%
Загальні активи страхових компаній, млрд.грн.	20,01	20,92	24,0	32,21	41,93	41,97
Частка в ВВП, %	5,6%	4,7%	4,4%	4,4%	4,4%	4,6%
Частка в загальних активах фінансових інститутів, %	12,6%	8,2%	5,9%	4,5%	3,8%	3,9%
Загальні активи пенсійних фондів, млрд.грн.	0,011	0,05	0,14	0,28	0,61	0,857
Частка в ВВП, %						
Частка в загальних активах фінансових інститутів, %	0,007%	0,02%	0,03%	0,04%	0,05%	0,08%
Загальні активи інститутів спільного інвестування, млрд.грн.	1,93	6,09	17,14	40,78	63,26	82,54
Частка в ВВП, %	0,5%	1,3%	3,1%	5,6%	8,7%	9,0%
Частка в загальних активах фінансових інститутів, %	1,2%	2,3%	4,2%	5,8%	5,7%	7,7%
Загальні активи фінансових інститутів, млрд.грн.	157,95	253,88	403,49	703,85	1097,7	1060,7

*- складено за даними джерел: [293, 300].

Слід відмітити негативний вплив фінансової кризи на банківську систему, що виявився у зменшенні загальних активів на 32,3 млрд.грн. у 2009 році, або 3,2% порівняно з 2008 роком. Характерно, що відносне зменшення загальних активів банківської системи було практично ідентичним зменшенню ВВП України у 2009

році порівняно з 2008 роком на 3,5%, що опосередковано свідчить про тісний зв'язок між розвитком національної банківської системи та реального сектору національної економіки та кореляцію між тенденціями розвитку банківської діяльності та економічним розвитком господарських суб'єктів нефінансової сфери.

Оскільки в структурі активів провідне місце належить кредитам, то необхідно більш детально здійснити аналіз структури банківських кредитів (див. Додаток Г).

В здійсненні кредитування спостерігається чітка диференціація його розвитку у передкризовий(2005-2008 рр.) та кризовий(2009 р.) період. Показники кредитів, наданих суб'єктам господарювання, свідчать, що протягом 2005-2008 років їх частка скоротилася, тоді як частка кредитів, наданих фізичним особам, зросла на відповідну величину. Приріст споживчих кредитів за період 2004-08 рр. становив майже 65% за часткою у структурі (зріс з 23,4% у 2005 до 38,2% у 2008 р.), при цьому в абсолютному виразі обсяг кредитування зріс у 10 разів, щорічно збільшуючись вдвічі, а кредитування у корпоративний сектор зросло у 5 разів. При цьому, відбувся розрив у фінансовому забезпеченні сформованому з коштів фізичних осіб та наданими кредитами для приватних споживачів (мал. 2.4), що підвищило системний ризик банківської системи та спровокувало залежність банківських установ від суб'єктивних очікувань фізичних осіб-вкладників.

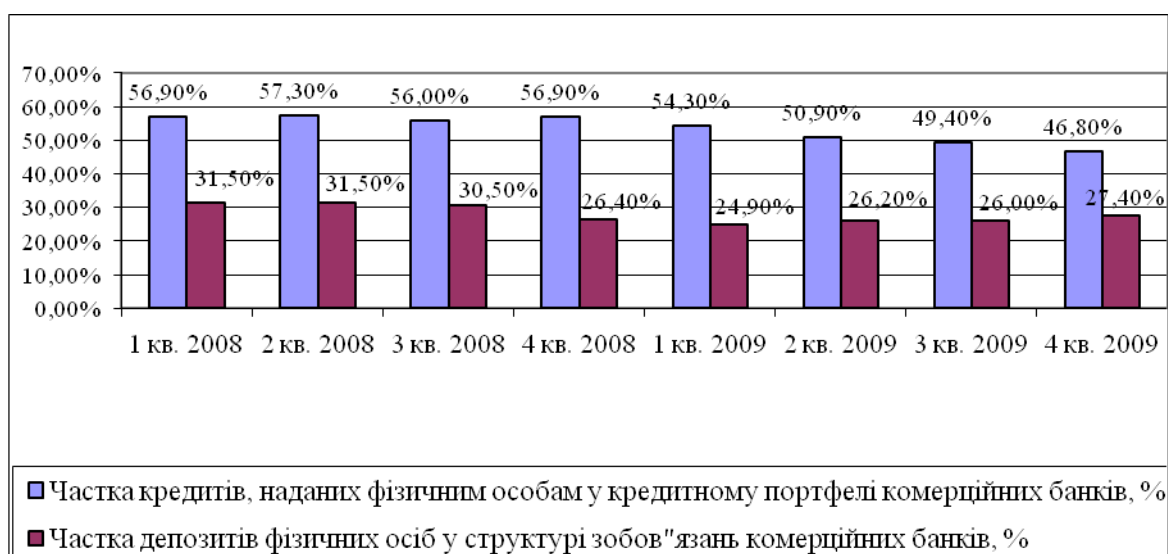


Рис. 2.4 Частка кредитів та депозитів фізичних осіб у кредитному та депозитному портфелях комерційних банків в період розгортання фінансової кризи, 2008-2009 рр, %*

* Складено автором за даними: [293, 300].

Диспропорція між кредитуванням у виробництво та споживчим кредитуванням потенційно небезпечна тим, що знижує інвестиційний потенціал реального сектору та здатна стимулювати інфляційні процеси. Разом з тим, у 2009-2010 році спостерігалась протилежна тенденція: незважаючи на загальне зниження обсягів кредитування на 1,5%, кредити у корпоративний сектор зросли на 4% (на 18,51 млрд.грн.), в той час як кредитування споживчого сектору скоротилось на 14% (майже на 40 млрд. грн.) (табл. 2.9).

Таблиця 2.9

Структура зобов'язань комерційних банків у 2008-1 кв.2011 рр.*

№ з/п	Показники	Дата				
		01.01. 2008	01.01. 2009	01.01. 2010	2011	
					01.01	01.04
1.	Зобов'язання банків, млн. грн..	529818	806823	765127	804363	856603
	з них:					
1.1	кошти фізичних осіб, %	30,8	26,4	27,44	33,65	33,45
1.1.1	з них: строкові кошти фізичних осіб, %	23,7	21,7	20,28	25,6	25,4

* Складено автором за даними: [293].

Потрібно зауважити, що дана ситуація є достатньо неоднозначною у економічних наслідках для національної економіки, адже скорочення споживчого кредитування знижує купівельну спроможність населення, а відтак скорочує споживчий попит, що обмежує економічне відновлення в післякризовий період. Однак, приріст кредитування національної економіки в умовах скорочення ВВП частково може свідчити про здійснення реструктуризації заборгованості частини комерційних організацій, але аж ніяк не здійснення кредитування з інвестиційною метою.

В розрізі функціональної спрямованості банківських інститутів на перерозподіл тимчасово вільних коштів та їх трансформацію в інвестиції, на наш погляд, динаміка кредитування свідчить про перетік позичкового капіталу з виробничої сфери у сферу споживання, що створює навіть без врахування зовнішніх чинників передумови для виникнення національної економічної кризи, або принаймні зниження купівельної спроможності національної грошової одиниці, а

при ескалації світової фінансової кризи вказаний процес пришвидшився і переріс у катастрофічний обвал національної економіки у 2009 році.

Аналізуючи проблеми формування грошово-кредитного ринку під впливом банківської системи та його системи економічного стимулювання національної економіки, важливо розглянути механізм безпосереднього переміщення мотиваційних імпульсів та виявити перешкоди у каналах їх розповсюдження. В цьому сенсі ключовим питанням є розвиток інвестиційного спрямування кредитного забезпечення процесів відтворення, тобто тієї частки кредитних ресурсів, котрі спрямовуються у сферу забезпечення фінансових потреб господарських суб'єктів, орієнтованих на розвиток матеріальної бази виробництва. За природою свого використання це є переважно довгострокові кредити, котрі використовуються для формування та оновлення основних виробничих фондів.

При уважному розгляді діяльності банківської системи на кредитному ринку стає добре помітним головний недолік – високі процентні ставки, при досить обмежених обсягах довгострокового кредитування. Очевидним є те, що друге витікає з першого, - чим вищий процент за кредит, тим важче його повернути. Особливо якщо взятий кредит – довгостроковий.

Таблиця 2.10

Розподіл кредитів комерційних банків за строками та середня відсоткова ставка за кредитами (у відсотках)*

Показник	Рік										
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Довгострокові кредити(%)	7,9	20,4	24,9	45,0	54,0	62,0	65,0	69,2	69,8	68,2	66,9
Короткострокові кредити(%)	82,1	79,6	75,1	55,0	46,0	38,0	35,0	30,8	30,2	31,8	33,1
Середня відсоткова ставка(%)	40,3	31,9	24,8	17,9	17,3	14,7	13,9	13,1	15,5	18,0	14,6

* Складено автором за даними джерела: Бюлетень національного банку України. – 2011. - №2: [Електронний ресурс.] – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua>.

Як видно з даних, наведених у таблиці, протягом досить тривалого періоду (1992-1997рр.) частка довгострокових кредитів у складі кредитного портфеля національної банківської системи була досить малою. З одного боку поясненням такого стану може виступати зниження рівня економічного розвитку, адже саме на даному проміжку часу відбувались найбільш болючі процеси трансформації, котрі супроводжувались катастрофічним падінням рівня виробництва та гіперінфляцією. Проте, з іншого боку, при проведенні паралельного аналізу динаміки середньозваженої щорічної ставки за надані кредити виявляється цікавий факт досить неоднорідних змін.

Ми можемо констатувати принаймні три неоднакових ситуації на кредитному ринку, пов'язаних з певними фазами його становлення. Так, протягом 1992-1993 рр. зростання процентної ставки, спричинене розкручуванням інфляції, призвело до катастрофічного падіння обсягів довгострокового кредитування (до 2,7% - у 1993р.), що в принципі є явищем об'єктивно зумовленим, адже в таких умовах довгострокове кредитування не вигідне як банкам, так і підприємствам. В період 1994-1997, одночасно з подоланням гіперінфляції та стабілізацією грошового ринку, відбувається поступове зменшення процентних ставок по кредитах, хоча частка довгострокових кредитів є незначною (фіксується на рівні 10-11%). Як ми припускаємо, такий стан речей може свідчити про несприйнятливність банківської системи до проблем виробничої сфери. Тобто кредитний ринок в даних умовах зорієнтований на забезпечення потреб банків, а отже не здатен сформувати дієві імпульси пожвавлення реальної економіки. Причини такої ситуації лежать в площині розвитку національного фінансового ринку, зокрема в тому, що в даний проміжок часу існувала можливість функціонування фінансового ринку, незалежно від інших сегментів економіки.

Протягом 1995-1998 рр. держава виступала у ролі активного гравця на ринку боргових зобов'язань. Були створені умови максимального сприяння обігу державних боргових зобов'язань, що різко підвищило їх привабливість. За вказаний період обсяги позик держави на ринку цінних паперів зросли із 0,6% ВВП, до

8%(більше ніж в 13 разів). При цьому держава відійшла від класичної схеми розміщення ОВДП, згідно з якою головним контрагентом і джерелом залучення коштів виступало населення. Натомість провідного значення набули кошти банківської системи, а це призвело до того, що більш привабливі в плані гарантій та прибутковості ОВДП, почали “висмоктувати” фінансові ресурси банківської системи, що виявлялось у скороченні кредитування виробничої сфери.

Врешті-решт, криза 1998 року стала знаковою подією, фінансовий ринок і ринок кредитних ресурсів в тому числі, поступово почав зосереджуватись на потребах процесу відтворення. Останній період 1998-2009 років, виявив тенденцію до зростання частки довгострокових кредитів при одночасному зменшенні відсоткової ставки. Крім того, як нам здається, можливим є виявлення “процентного порогу” довгострокового кредитування - такого розміру процентної ставки по кредитах, при котрому сектор реальної економіки стає сприйнятливим до мотиваційних імпульсів, сформованих у середовищі дії кредитного ринку. У випадку національної економіки кредитний поріг знаходиться на рівні 20% - рівень кредитної ставки (досягнуто у 2003 році), при якій обсяг довгострокових кредитів, порівняно з короткостроковими, зріс майже вдвічі, при цьому було майже подолано “психологічний” бар’єр у співвідношенні 50х50 між довгостроковими та короткостроковими кредитами. Наступне зниження кредитних ставок дозволило встановити перевагу довгострокового кредитування над короткостроковим.

Активний розвиток банківської системи, як зазначає проф. Науменкова С.В., відбувся завдяки істотному підвищенню концентрації банківського капіталу. Наприклад, тільки за період 2005-2007 рр. кількість банків із капіталом понад 20 млн. євро збільшилася в 5,6 разів, а їх частка в банківській системі зросла з 35,14 % до 82,78 % [156, с.58].

Поряд зі зростанням капіталу банків істотно збільшилися й їхні зобов'язання. Так, станом на 01.01.2010 вони становили 656,38 млрд. грн. і порівняно з 2005 роком зросли у чотири рази. Відношення зобов'язань банків до ВВП у 2009 році порівняно з 2005-м збільшилося з 36,7 % до 69,7 %.

На наш погляд, важливим є аналіз структури зобов'язань та їх динаміки упродовж передкризового періоду 2005-2008 рр.. В першу чергу, на основі розгляду аналітичних матеріалів, наведених у Додатку Г, очевидним є стрімке зростання зобов'язань банківських установ за вказаний період. Щорічно темпи приросту зобов'язань становили в середньому близько 60% від попереднього року, що свідчить про стрімке нарощування ресурсного потенціалу банків та їх виключну роль у економічному зростанні національної економіки в аналізованому періоді.

Разом з тим, структурний аналіз зобов'язань свідчить про досить суттєві диспропорції між різними джерелами залучення фінансових ресурсів. Можна констатувати факт пришвидшеного залучення іноземного капіталу в якості ресурсної бази банківської системи. Якщо у 2005 році частка зобов'язань перед нерезидентами становила 16,26%, то в 2008 році їх частка в загальній структурі зобов'язань банківських установ становила вже 40%. Зобов'язання перед нерезидентами протягом п'ятирічного періоду збільшились за обсягами у 9 разів, в той час як зобов'язання перед резидентами (депозити) збільшились лише у 2,6 рази. Щорічно темпи зростання зобов'язань перед нерезидентами становили в середньому близько 123%, в той час як приріс депозитів за аналогічний період становив в середньому 44%, частка в загальній структурі зобов'язань скоротилась з 82,57% до 50%, що є досить показовим фактом заміщення в структурі ресурсної бази банківських установ вітчизняного капіталу іноземним.

На нашу думку, наведена динаміка зобов'язань свідчить про поступову втрату комерційними банками інституційної ролі перетворювачів національних заощаджень у інвестиції. Заміщення вітчизняних фінансових ресурсів іноземними спонукало шукати такі активи, які б могли приносити відносно швидку віддачу. В умовах непропорційного розвитку національної економіки таку віддачу міг забезпечити не виробничий, а споживчий сектор, тож було створено передумови для перманентного зростання споживчого кредитування, що могло спровокувати у майбутньому досить проблемну ситуацію.

Зростання зобов'язань перед нерезидентами крім всього іншого викликало

створення інституційної залежності між стабільністю національної одиниці та стійкістю банківської системи. Будь-яке порушення валютного курсу при значних обсягах зобов'язань перед нерезидентами потенційно загрожувало здатності банківських установ виконати дані зобов'язання і, як показав розвиток кризи в Україні, саме в цьому плані диспропорція у структурі зобов'язань мала суттєвий негативний вплив на стійкість національної банківської системи.

Оскільки основу зобов'язань все ж становлять кошти на депозитних рахунках, важливо відзначити наступні зміни у їх структурі. За період 2006-2008 рр. загальний обсяг депозитів зріс більш ніж вдвічі. При цьому спостерігалось зниження з одного боку частки депозитів до запитання (з 37,4% до 29,9%), що в загальному свідчить про довіру вкладників до банківської системи, і в той же час значний обсяг вкладень фіксується у формі короткострокових депозитів. В період загострення кризових явищ, у 2009 році, загальні депозити скоротились майже на 25 млрд.грн., або на 7% у відносному вираженні, одночасно структурно значно зросла частка депозитів на вимогу (на 11%) та короткострокових депозитів (на 145%), при скороченні довгострокових депозитів вдвічі.

Ступінь довіри до банківської системи ілюструє також структура депозитів за секторами економіки. В ній за цей період зафіксовано збільшення частки депозитів населення з 55,1% у 2005 р., до 60,6% у 2008 р. В загальному це свідчить про позитивне сприйняття банківської системи населенням, але, на наш погляд, така ситуація генерує потенційні загрози для банківської системи, пов'язані з суб'єктивними очікуваннями населення, адже розвиток ситуації в кінці 2008 року показав, що за певних умов пришвидшений відтік депозитів населення може похитнути підвалини банківської системи в цілому. Хоча, в загальному населення виявилось більш стійким до збереження заощаджень, порівняно з корпоративним сектором, – якщо у 2009 році депозити населення порівняно з 2008 роком зменшились майже на 2% (частка у загальній структурі депозитів по суб'єктах господарювання зросла з 50,6% до 63,9%), депозити корпоративного сектору знизились на 20%.

Важливим інституційним моментом формування депозитної бази банківського сектору є диспропорція між депозитами за видами валют. Якщо у 2005 році переважали депозити у національній валюті (65,7%), то в 2008 році частка депозитів у іноземній валюті зросла з 34,4% до 44%, а у вітчизняній скоротилась до 56%. У 2009 році недовіра до національної валюти сприяла скороченню частки депозитів у національній валюті до 51,6%. Показник співвідношення депозитів і кредитів, який тривалий час залишався стабільним (близько 90 %), із 2005 року почав різко зменшуватись і у 2007-му становив 67 % (а у 2009-му знизився до 46%). Згідно з Інфляційним звітом Національного банку України, зростання корпоративного боргу в іноземній валюті зумовило зниження норми збереження з 12 % у 2005-му до 5 % у січні—квітні 2008 року. Причиною цього явища, на наш погляд, є інтегрування вітчизняної банківської системи у іноземні банківські установи. Саме за період 2005 - 2007 рр. частка банків з іноземним капіталом зросла з 23% до 47% (більш ніж у два рази), що становило майже 25% всіх діючих банківських установ, при цьому їх сукупні активи наблизились до 40% всіх комерційних банків. Саме нарощування капіталу банків з іноземною участю дешевими іноземними запозиченнями сприяло швидкому збільшенню зовнішнього боргу та спрямувало кредитний сектор на збільшення частки споживчих кредитів, що в умовах розгортання фінансової кризи у останньому кварталі 2008 року стало досить проблемним питанням для національної економіки.

Переважання банківських фінансових інститутів призводить до домінування у пропозиції фінансових інструментів банківських інструментів і є однією з ключових проблем розвитку вітчизняного фінансового ринку адже обмеження ринкового вибору фінансових інструментів зумовлює значну частку банківських депозитів у структурі активів фінансових інститутів (рис.2.5) та обмежує можливості створення нових, альтернативних форм фінансових інструментів та послуг, зумовлює відносно високу вартість наявних фінансових інструментів.

Обмежене використання фінансових інструментів небанківськими фінансовими інститутами створює умови формування залежності у економічній

діяльності, обмежує можливості диверсифікації фінансових ризиків одночасно сприяючи виникненню ризиків передачі ринкової нестабільності від комерційних банків до інших фінансових інститутів та в кінцевому підсумку підвищує вартість використання фінансових інструментів та послуг для споживача.

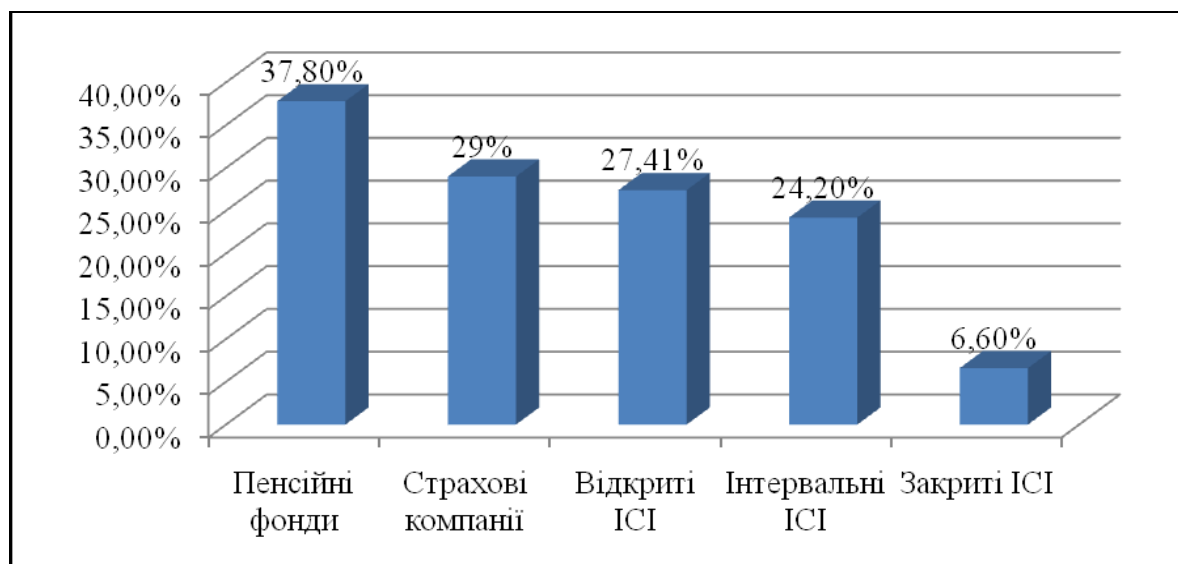


Рис. 2.5. Частка грошових коштів та банківських депозитів в структурі активів небанківських фінансових інститутів у 2010 році, %*

* Складено автором за даними джерел: [298, 302, 303].

В загальному можна зробити висновок, що високі темпи розвитку банківської системи стали дієвим стимулом розвитку національної економіки, проте одночасно посилилась залежність господарської системи від процесів розвитку банківських установ. Наслідком цієї тенденції стало мультиплікативне посилення економічної кризи, адже відчувши вплив світової фінансової кризи на можливість залучення додаткового зовнішнього капіталу та помітивши тенденції зниження господарської активності підприємств-експортерів, банківська система почала знижувати темпи кредитування, що загострило ситуацію у реальному секторі і призвело до обвального скорочення темпів розвитку національної економіки.

Важливим елементом інституційної структури фінансового ринку на функціональному рівні в розрізі виконання функції перерозподілу грошових ресурсів виступають кредитні спілки та фінансові компанії. Станом на 01.01.2010 до Державного реєстру фінансових установ було внесено інформацію про 755

кредитних спілок [тут та далі: 301], а кількість їх членів, становила 2190,2 тис. осіб. Протягом передкризового періоду кредитні спілки демонстрували стійку тенденцію зростання їх кількості, а вплив кризи проявився в першу чергу через скорочення їх кількості на 9% (на 74 спілки) (рис. 2.6).

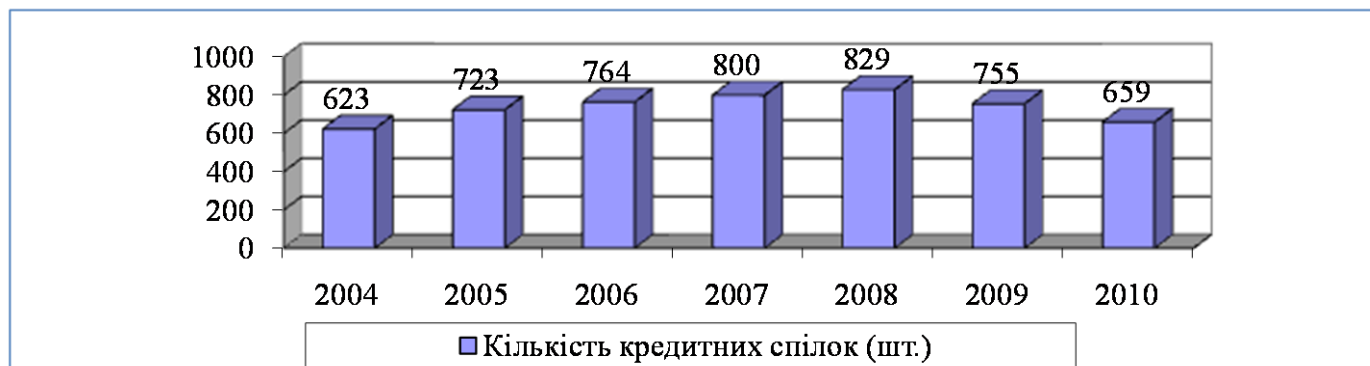


Рис.2.6. Динаміка розвитку кредитних спілок в Україні, 2004-2010 рр.*

* Складено автором за даними: Ринок кредитних спілок [електронний ресурс]: Режим доступу: <http://www.dfp.gov.ua/1059.html> - назва з екрана.

Загальний обсяг капіталу кредитних спілок скоротився з 1,714 млрд. грн. у 2008 році, до 0,765 млрд. грн. на 01.01.2010 (тобто на 55%), а відношення капіталу до зобов'язань скоротилось з 43,3% до 25,8 %, за відповідний період, що свідчить про зниження фінансової стійкості даних фінансових інститутів. При цьому в середньому на одну кредитну спілку припадає близько 5,58 млн. грн. активів(при 7,6 млн.грн. у 2008 році), тобто рівень концентрації залишається низьким.

За обсягами в структурі активів фінансових інститутів кредитні спілки посідають передостанню позицію (див. Додаток Д), якщо у 2007 році їх частка становила 0,7%, то в 2008 – 0,6%, але у 2009 році на ці фінансові інститути припадало лише 0,3% загальних активів інститутів фінансового ринку. Слід зазначити, що частка активів кредитних спілок у загальній структурі активів стабільно зменшується, починаючи з 2008 року. Вважаємо, що дана тенденція ілюструє досить високу чутливість кредитних спілок до кризових явищ, фактично вони з усіх фінансових інститутів відчули найбільш негативний вплив кризи.

Інституційне значення та місце кредитних спілок на грошово-кредитному

сегменті на сьогодні є досить незначним. Існує відчутний дисбаланс між економічним потенціалом комерційних банків та кредитних спілок, ілюстрацією якого є розрахунок співвідношень між кількістю комерційних банків та кредитних спілок та середніми активами на один фінансовий інститут (табл. 2.11).

Таблиця 2.11

Співвідношення між кількістю банків та кредитних спілок та середніми активами на один комерційний банк/кредитну спілку, у 2004-2010 рр.в Україні*

Показник	Рік						
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Кількість діючих банків, од.	160	165	170	175	184	182	194
Загальні активи банків млрд.грн.	134,34	223,02	353,09	619	973,3	1001,6	1090,2
Активи на 1 банк, млн.грн.	839,63	1351,6	2077,0	3537,1	5289,7	5170,3	5619,6
Кількість діючих кредитних спілок, од.	623	723	764	800	829	755	659
Загальні активи кредитних спілок млрд.грн.	0,84	1,94	3,24	5,26	6,06	4,218	3,43
Активи на 1 кредитну спілку, млн.грн.	1,35	2,68	4,24	6,58	7,31	5,58	5,24
Співвідношення між кількістю банків та кількістю кредитних спілок (КС/банк)	3,89	4,38	4,49	4,57	4,5	4,14	3,39
Співвідношення між середніми активами на 1 банк і 1 кредитну спілку банків	621,5	504,1	489,8	773,9	724,5	926,5	1072,3

* Складено за даними: <http://www.bank.gov.ua/>; <http://www.dfp.gov.ua/>

В процесі аналізу динаміки розвитку кредитних спілок та комерційних банків виявляється тенденція випереджального кількісного розвитку комерційних спілок. Якщо у 2004 році на один банк припадало 3,89 кредитних спілки, то в 2007 році вже 4,57(приріст за період 2004-2008 рр.), а показник співвідношення середніх активів на один фінансовий інститут показує, що якщо до 2006 року відносний приріст активів кредитних спілок по відношенню до банків мав позитивну тенденцію (у 2004 році на 1 гривню активів КС припадало 621,5 грн. активів банківської установи, а в 2006 році лише 489,8 грн. на 1 гривню активів банківської установи), незважаючи на фактичну неспівставність по обсягу, все ж можна відзначити позитивну тенденцію з нарощування активів кредитних спілок.

З 2007 року банківські установи суттєво наростили активи, в розрахунку на одну фінансову установу приріст за 2007-2009 рр. становив 46%, в той час як кредитні спілки спромоглись наростити активи тільки на 11% в 2008 році, а в 2009 році фактично знизилась середні активи на 1 КС на 24%. Вказані тенденції яскраво засвідчують глибину проблеми співставного інституційного розвитку банківських

установ та кредитних спілок. Фактично, банківський сектор за обсягами діяльності не просто переважає кредитні спілки, а можна сказати розчиняє їх інституційну активність. Фінансова потужність комерційних банків ставить їх у апріорі більш конкурентне становище, маргіналізуючи кредитні спілки та інші фінансово-кредитні установи.

Аналізуючи стан кредитних спілок, потрібно відзначити два моменти. По-перше, висока динаміка розвитку цих фінансових інститутів до 2008 року. За кількісними характеристиками - це друга, після інститутів спільного інвестування, група з високою динамікою розвитку. Так, за період 2004-2008, активи та депозити зросли в 7 разів, а кредитний портфель майже у 8 разів. По-друге, це досить суттєве зниження приросту показників, починаючи з 2008 року (Додаток 3).

Пояснення такої ситуації полягає у високій чутливості даного фінансового інституту до кон'юнктури фінансового ринку. Оскільки за формою діяльності кредитні спілки є прямими конкурентами більш потужної банківської системи, можливість їх виживання залежить від більш ризикових кредитних (з меншою увагою до кредитоспроможності позичальника) та депозитних операцій (з більшим відсотком по кредиту), а це призводить до виникнення досить високого рівня ризику у фінансовій діяльності кредитної спілки. Жорстка конкурентна боротьба кредитних спілок з більш потужними комерційними банками за ресурсну та клієнтську бази сприяла підвищенню пропонованого кредитними спілками відсотку по депозитах та його фіксації на вищому, порівняно з банками, рівні.

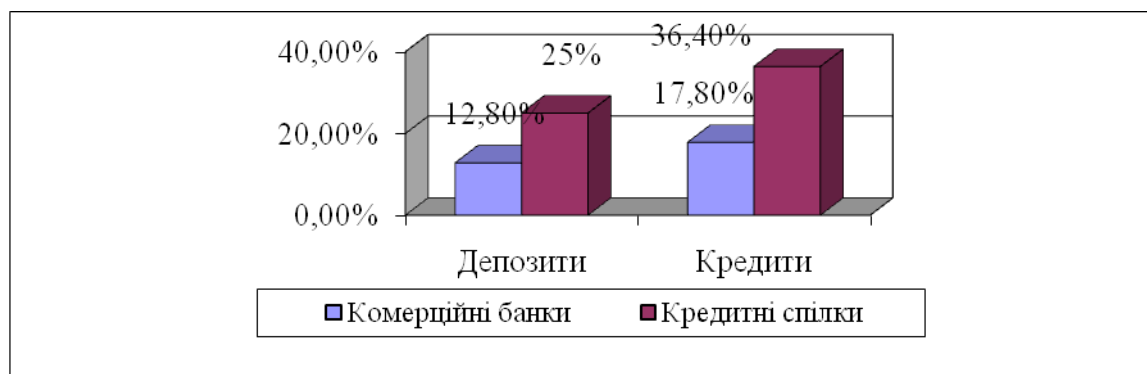


Рис. 2.7. Середньозважені ставки за депозитами та кредитами у комерційних банках та кредитних спілках у 2009 р.*

* Складено автором за даними: [301].

Певним чином це дозволило залучити та утримати вкладників, але при цьому значно підвищилась вартість кредитів, пропонованих кредитними спілками. На рисунку 2.7 проілюстровано порівняння розмірів відсотків по депозитах та кредитах комерційних банків та кредитних спілок. Відсоткова ставка депозитів кредитних спілок (25%) майже вдвічі більша за відсоткову ставку комерційних банків (12,8%), але при цьому відсоток по кредитах більш ніж вдвічі більший у кредитних спілок (36,4%), порівняно з банками (17,8%), що зумовлює зниження числа добросовісних позичальників та маргіналізує клієнтську базу, і головне інституційне завдання функціонування кредитних спілок - зменшення вартості позичкових ресурсів, не виконується.

Висока відсоткова ставка по кредитах кредитних спілок генерує додаткові ризики, пов'язані з простроченням та неповерненням кредитів. На рисунку 2.8 показано динаміку прострочених кредитних зобов'язань учасників кредитних спілок і досить чітко фіксується швидке зростання заборгованості у кризовий період, що, на наш погляд, пояснюється саме високою вартістю кредитів кредитних спілок, адже вплив фінансової кризи досить знизив фінансовий потенціал вкладників, частина з них відчула значне скорочення доходів, а це призвело до невиплат за кредитними зобов'язаннями.

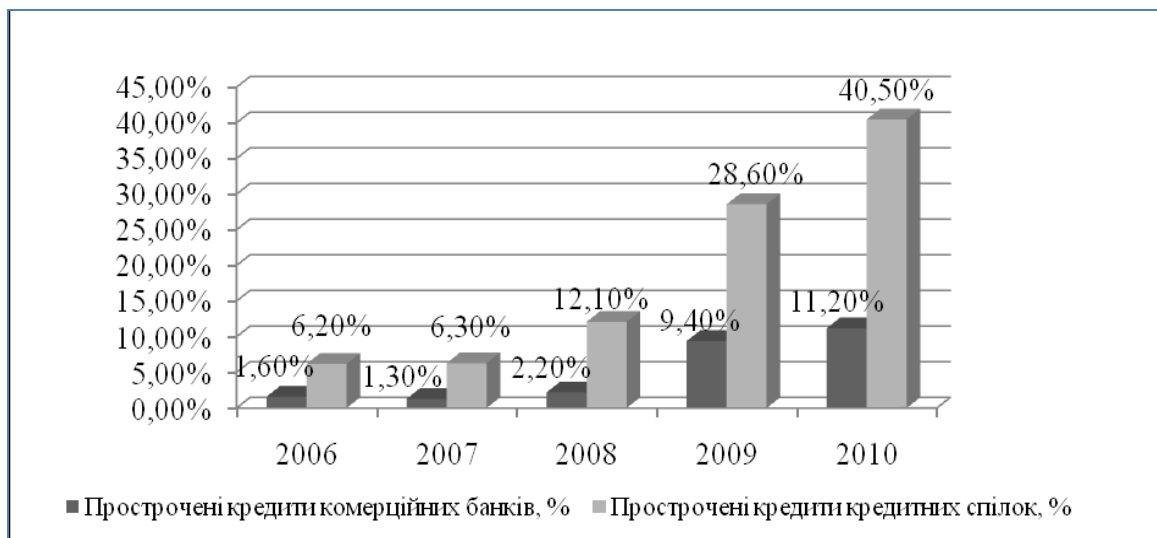


Рис.2.8. Динаміка прострочених кредитів у кредитних портфелях комерційних банків та кредитних спілок у 2006-2010 рр., % * Складено автором за: [293, 301]

На нашу думку, можливість подальшого розвитку кредитних спілок в Україні буде визначатись темпами їх концентрації та нарощування активів. В цьому сенсі перспективним є об'єднання фінансового потенціалу кредитних спілок та забезпечення більшої гнучкості в операційній діяльності за допомогою створення кооперативних банків.

Ще одним важливим інституційним елементом фінансового ринку, поряд з кредитними спілками, є фінансові компанії.

Слід відмітити, що це досить новий ринковий сегмент, формування якого ще не завершилось. Проте фінансові компанії досить впевнено займають ринкові ніші, що в силу певних обставин не охоплені банківськими установами, а в деяких, як от обмін валюти чи переказ коштів, створюють суттєву конкуренцію банкам (див.табл.2.12).

Станом на 01.01.2010 до Державного реєстру фінансових установ внесено інформацію про 208 фінансових компаній [тут та далі: 305], які надають різні види фінансових послуг юридичним і фізичним особам (це компанії, що здійснюють діяльність із довірчого управління майном, лізингові й факторингові компанії). Загальний обсяг активів цих компаній станом на цей час становив 6,01 млрд. грн., або 0,56 % від усіх активів установ фінансового сектору. Найпоширенішим серед зазначених фінансових компаній видом фінансових послуг у 2010 році були операції з обміну валют (71,5 %) і послуги із переказу коштів(11%).

Позитивним є вплив фінансових компаній на процеси фінансування розвитку реального сектору економіки. Динаміка таких специфічних послуг як факторинг (приріст втричі тільки за 2007-2008 рр.), фінансовий лізинг показує їх затребуваність на ринку та визначає перспективи розвитку фінансових компаній. Щоправда, у 2009 році обсяги фінансового лізингу скоротились майже на 50%. А по факторингу зафіксовано приріст наданих послуг на 10%.

**Динаміка надання послуг фінансовими компаніями у 2005-2010 рр.,
млн.грн.*.**

Фінансова послуга	2005	2006	2007	2008	2009
Залучення фінансових активів юр.осіб для фінансування будівництва	125,6	356,4	974,4	4537,2	2361,28
Надання позик	191,6	251,4	72,2	102,4	64,25
Надання поручительств	81,0	16,8	3,9	0,1	0,28
Фінансовий лізинг	14,1	9,8	12,2	10,2	5,19
Факторинг	62,0	141,0	429,1	1448,2	1594,92
Операції з обміну валют	4327,7	7252,5	9140,1	11623,67	17206,47
Операції з переказу грошових коштів	1164,9	1246,1	1406,7	1837,8	2818,6

* Складено автором за даними джерела: <http://www.dfp.gov.ua/>

До напрямів діяльності фінансових компаній, що набули найдинамічнішого розвитку, належить також залучення коштів із метою фінансування будівництва житла. Станом на 31.12.2009 ліцензію на залучення коштів установників та управління майном із метою фінансування будівництва житла отримали 129 фінансових компаній, залучивши від фізичних і юридичних осіб понад 2,3 млрд. грн., незважаючи на кризові явища. В загальній структурі послуг фінансових компаній у 2008 році фінансування будівництва йде на другій позиції. Втім, вплив кризи, зниження обсягів нового будівництва і корекція ринку нерухомості призвели до двократного скорочення обсягів залучення коштів на фінансування будівництва.

Головною інституційною проблемою для функціонування фінансових компаній є правова неврегульованість їх діяльності, що не дозволяє в повному обсязі розвинути їх потенціал. Іншою важливою проблемою є нерівномірність надання окремих видів послуг або навіть їх цілковита відсутність у багатьох регіонах. Слід зазначити, що відбувається посилення сервісної концентрації послуг у м. Києві, де у 2010 році із 208 зареєстрованих в Україні фінансових компаній діяло 115. Водночас не зареєстровано жодної фінансової компанії (головних офісів) у Волинській, Закарпатській, Кіровоградській, Рівненській, Херсонській, Черкаській, Чернівецькій і Чернігівській областях [305].

Узагальнюючи, показники діяльності фінансових інститутів по сектору

кредитування показують випереджувальний розвиток банківських установ порівняно з іншими елементами даного сегменту фінансового ринку. Прискорення розвитку банківського ринку спричинене, передусім, підвищенням рівня фінансового забезпечення вітчизняних банків, посиленням процесів концентрації капіталу, значним зростанням активності банків на ринку кредитування фізичних осіб, відсутністю якісних змін у інших сегментах, незначним попитом на фінансові послуги інших фінансових інститутів тощо.

Слід зазначити: незважаючи на стрімке зростання, вітчизняний банківський сектор за такими показниками, як відношення активів і капіталу до ВВП, досі відстає від більшості розвинутих країн ЄС. Такий стан зумовлений, насамперед, зовнішніми чинниками, такими, як: незадовільні темпи ринкових перетворень, низький рівень розвитку реального сектору економіки, слабкий і недостатньо прозорий фінансовий стан значної кількості підприємств, слабка інфраструктура фондового ринку, невизначеність щодо ринку землі, а також низький рівень захисту прав кредиторів і вкладників. До внутрішніх проблем розвитку банківської системи слід віднести недостатній рівень капіталізації й ліквідності банків, низьку якість управління ризиками, необхідність поліпшення корпоративного управління та підвищення рівня менеджменту.

Надзвичайно важливим елементом інституційної структури фінансового ринку є діяльність фінансових інститутів, що забезпечують можливість мінімізації фінансових втрат в результаті дії певних суб'єктивних чи об'єктивних причин, незалежних від дій економічного суб'єкту. До цих інститутів ми відносимо страхові компанії та пенсійні фонди.

Страхування як специфічний вид фінансової послуги здійснюється страховими компаніями. Так, станом на 01.01.2010 в Україні діяло 450 страхових компаній, із яких діяльність зі страхування життя здійснювали лише 72 (16% від загальної чисельності) [тут та далі: 302]. Упродовж останніх років обсяг сплачених статутних фондів страхових компаній мав стійку тенденцію до зростання й у 2009-му становив 14,876 млрд. грн., що свідчить про зміцнення страхового ринку,

формування його стійкої інституційної складової. Додатковим аргументом на користь останнього положення є факт приросту загальних активів страхових компаній у кризовому 2009 році та збільшення їх ваги у структурі загальних активів фінансових інститутів з 3,8 до 3,9%, при одночасному зростанні активів страхових компаній у структурі ВВП на 0,2%(з 4,4% до 4,6%).

Таблиця 2.13

**Динаміка основних показників діяльності страхового ринку України,
2005-2009 рр., млрд.грн.***

Показник	2005	2006	2007	2008	2009
Валові страхові премії	12853	13830	18008	24008	20442
Валові страхові виплати	1894,2	2599,6	7050	7050	6737
Сформовані страхові резерви	5045,8	6014,1	8423,3	10904	10141
Загальні активи СК	20920	23994,6	32213	41930	41970
Дозволені активи	12346,5	17488,2	19330	23904	23690
Сплатені статутні фонди	6691	8391	10633	13206	14876

* Складено автором за даними: Страховий ринок [електронний ресурс]: Режим доступу: <http://www.dfp.gov.ua/734.html>. - назва з екрана.

За своїми розмірами ринок страхових послуг є третім після банківського та інститутів спільного інвестування, проте частка активів страхових компаній у загальній вартості активів установ фінансового сектору постійно знижується, наприклад, якщо в 2004 році це було 12,7%, то в 2008 році вже 3,8%(див. табл 2.3), а темпи приросту, порівняно з темпами приросту активів інших небанківських фінансових установ, залишаються значно нижчими. Причиною цього явища, на наш погляд, є жорсткі умови, накладені державою щодо капіталу страхових компаній. Так, ще 1996 року вимоги до капіталу страхових компаній були визначені на рівні 100 тис. екю для компаній, створених резидентами України, та 500 тис. екю для компаній, створених за участю іноземного капіталу. Однак, із прийняттям Закону „Про внесення змін до Закону України „Про страхування” від 4 жовтня 2001 р. цю норму було змінено. На сьогоднішній день мінімальний розмір статутного фонду страховика, який займається будь-яким видом страхування, крім страхування життя, становить суму, еквівалентну 1 млн. євро, а страховика, який займається страхуванням життя, - 1,5 млн. євро. З одного боку, такий норматив сприяє консолідації страхової галузі (зменшенню кількості учасників страхового ринку з

одночасним підвищенням надійності цієї галузі), а з іншого - перешкоджає виходу на ринок нових страховиків із недостатнім стартовим капіталом.

Аргументація на користь захисту застрахованих від дій нечесних страховиків, як нам здається, є не досить переконливою. Скоріш проблема криється у відсутності чітких вимог до діяльності страхових компаній, тобто нерозробленість інституційного середовища обмежує розвиток страхового ринку на додачу до високого вступного бар'єру у галузь. Тож для усунення протиріч у системі розвитку страхового ринку необхідно не тільки забезпечити дієві механізми втрат застрахованих осіб при ліквідації страхових компаній, а й створити умови для регульованого злиття компаній.

Станом на 01.01.2010 сукупний обсяг активів страхових компаній становив 41,97 млрд. грн., у тому числі активів, визначених статтею 31 Закону України „Про страхування” (дозволені активи), - 23,69 млрд. грн., а резерви страховиків - 10,14 млрд. грн. (табл. 2.7).

Динаміка показників діяльності страхових компаній протягом 2005-2009 років свідчить про певну невідповідність темпів зростання обсягів сформованих страхових резервів темпам зростання загальних і дозволених активів. Це означає, що надходження страхових компаній від страхової діяльності не використовуються належним чином для здійснення інвестиційної діяльності, основним джерелом якої є сформовані страхові резерви. На противагу іноземним компаніям, основним джерелом прибутків для українських страховиків є надходження страхових платежів, а не управління коштами страхових резервів, тобто інвестування [166, с.54]. Додатковим підтвердженням цього може бути аналіз структури активів страхових компаній, найбільшу частку в якій у 2009 році становили акції — 41 %, банківські вклади — 26 % і права вимоги до перестраховиків — 13 % (Додаток Ж). Однак, частка цінних паперів у структурі активів постійно знижується (з 42,2% у 2004 році до 39,4% у 2008 році), тоді як банківські вклади зростають (з 12,18% до 29,1% за той же період), що знову ж свідчить про пасивність в управлінні активами за допомогою інструментів ринку цінних паперів.

На наш погляд, досить суттєвою причиною пасивності страхових компаній на ринку цінних паперів є відсутність інструментів усунення фінансових ризиків. Перманентна нестабільність, залежність від значних коливань кон'юнктури вітчизняного фондового ринку не дозволяє бути впевненим у забезпеченні гарантованого прибутку від фондових операцій, на додачу обмеженість ліквідних цінних паперів з прогнозованим курсом розвитку підприємств призводить до обмеження у використанні цінних паперів у структурі активів страхових компаній.

Аналіз основних показників розвитку страхових компаній свідчить, що страхові компанії достатньо стабільно нарощували клієнтську базу, щорічно забезпечуючи не менше ніж на 20%, крім 2009 року, у якому кількість укладених угод скоротилась на 2,2%. Слід відзначити, що навіть у кризовий 2009 рік, страховим компаніям вдалось майже на 2,6% збільшити кількість укладених договорів з фізичними особами, а це свідчить про зростання довіри населення до страхового ринку і в майбутньому може виявитись передумовою для якісного зростання інституційного значення даних фінансових інститутів.

Динаміка розвитку страхового ринку досить наочно відстежується за допомогою аналізу структури укладених договорів страхування (табл. 2.12).

Табл 2.14

Кількість укладених страховими компаніями договорів , 2006-2010 рр., тис.шт.*

Укладені договори	Рік				
	2006	2007	2008	2009	2010
Кількість договорів, крім договорів ОСНВТ, шт.	16931	20179	22828	22343	26340
- в тому числі з фізичними особами, шт.	13686	16447	18685	19187	23135
Кількість договорів особистого страхування від нещасних випадків на транспорті (ОСНВТ), шт.	537647	579587	552629	653168	592771

* Складено автором за даними: Страховий ринок [електронний ресурс]: Режим доступу:

<http://www.dfp.gov.ua/734.html>. - назва з екрана.

Серед позитивних зрушень у структурі валових страхових платежів протягом 2005—2008 років варто відзначити помітне скорочення обсягів страхових премій зі страхування фінансових ризиків, що пов'язано з нормативним урегулюванням

процедури перестраховування таких ризиків у зарубіжних компаніях.

Недостатньо високий рівень розвитку страхового сегмента України є наслідком як об'єктивних, так і суб'єктивних причин, серед яких слід назвати низький вихідний рівень і відсутність платоспроможного попиту на страхові послуги. У середньому на одного жителя України припадає близько 80 дол. США страхових платежів на рік, тоді як у Великобританії цей показник становить 37 тис. дол., а у США — 17 тис. дол.[156, с.66].

Важливою складовою економічного та соціального розвитку держави є рівень і якість пенсійного забезпечення. У більшості розвинених країн світу пенсійне забезпечення здійснюється із трьох основних джерел: державних пенсійних систем (у межах державного пенсійного страхування), пенсійних систем підприємств-роботодавців, що створюють корпоративні пенсійні фонди, і через індивідуальні накопичення у незалежних пенсійних фондах, страхових компаніях та інших фінансових організаціях. Старіння населення, постійна тенденція до зростання числа осіб пенсійного віку, що спостерігається у промислово-розвинених країнах, накладає значне соціальне й фінансове навантаження на державу і є причиною підвищеної уваги до розвитку недержавних пенсійних фондів.

Протягом 2005—2010 років зберігалася тенденція до збільшення кількості установ, які надають послуги у сфері недержавного пенсійного забезпечення, зростання вартості активів пенсійних фондів, чисельності їх учасників, обсягів пенсійних внесків і виплат. Станом на 01.01.2010 до Державного реєстру фінансових установ внесено інформацію про 108 недержавних пенсійних фондів та про 37 адміністраторів таких фондів [тут та далі: 298]. Загальна сума активів, сформованих пенсійними фондами, на 01.01.2010 дорівнювала 857,9 млн. грн., у чотири рази більше, ніж у 2004-му, а у структурі активів переважали депозити, акції й облігації українських емітентів (Додаток Е).

Характерним для сегменту пенсійних фондів є збереження позитивних тенденцій в розвитку недержавних пенсійних фондів, що спостерігалися й у кризовому 2009 році. Проте, на сьогоднішній день в Україні рівень їх розвитку

порівняно з іншими країнами ще залишається низьким, а тому розмір залучених вкладів не забезпечує диверсифікації пенсійних активів у дохідні фінансові інструменти. Крім того, ще не набуло поширення інвестування в державні цінні папери й цінні папери місцевих органів влади, які є основними інструментами вкладення пенсійних коштів практично в усьому світі, у зв'язку з низьким рівнем їх дохідності [171].

Загалом, по даній групі інститутів ми можемо констатувати досить низький рівень інституційного розвитку. Причини такої ситуації є як об'єктивні, так і суб'єктивні. До об'єктивних причин можна віднести обмеженість ресурсної бази, відсутність кваліфікованих спеціалістів-управлінців, відсутність необхідних інституційних посередників (для пенсійних фондів це компанії з управління активами), обмеженість інвестиційних можливостей даних фінансових інститутів, оскільки фактично не проводяться операції на фондовому ринку. До суб'єктивних причин обмежень у розвитку пенсійних та страхових інститутів відносяться низький ступінь інформованості господарських суб'єктів про діяльність даних інститутів та консерватизм у сприйнятті економічних реалій значною частиною населення, внаслідок чого відсутня культура користування послугами страхових компаній та пенсійних фондів.

Важливою є роль специфічного сегменту інституційної структури фінансового ринку, інститути якого забезпечують реалізацію прав власності у процесі переміщення фінансових ресурсів. Інституційною складовою даного сегменту виступають інститути спільного інвестування (ІСІ).

Особливістю формуванні ІСІ в Україні є той факт, що їх розвиток в Україні до 2001 року гальмувався відсутністю необхідної законодавчої бази. До прийняття відповідного закону [19], діяльність ІСІ була чітко не визначеною та фактично нерегульованою, а тому їх функціонування часто набувало відверто кримінальних форм, у яких ІСІ виконували невластиву для них роль інструменту злочину, фактично нівелюючи основну функцію їх діяльності на фінансовому ринку - довірче управління активами та при цьому втрачаючи довіру приватних інвесторів у їх

економічну дієвість. Лише прийняття Закону про „Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)”, започаткувало поступовий розвиток цього сегменту фінансового ринку, який набрав швидких темпів розвитку у 2005-2009 рр.

На сьогодні ІСІ займають друге місце після банківських установ у структурі активів фінансових інститутів, і хоча на 01.01.2010 р. це всього 7,78% до загальних активів фінансових інститутів, темпи їх розвитку вражаючі, за шість років (2004-2009 рр.), активи ІСІ зросли більш ніж в 40 разів! Навіть у кризовому 2009 році, при скороченні кількості ІСІ на 3,3%, їх загальні активи, порівняно з 2008 роком, зросли на 26,9%.

Незважаючи на скорочення економічної активності в національній економіці та зниження кількості ІСІ, у 2009 році приріст активів на один ІСІ становив 35% по відношенню до 2008 року, що свідчить про збільшення концентрації капіталу та посилення ваги ІСІ на фінансовому ринку України. Дані таблиці 2.15 свідчать про високу динаміку розвитку ІСІ в Україні. Разом з тим, заслуговує на увагу факт певного непропорційного розвитку кількості ІСІ та активів на один ІСІ. До 2008 року темпи кількісного збільшення ІСІ переважали темпи формування активів на один інститут, що свідчило про певний ринковий ажіотаж, адже інститути створювались у розрахунку на зростання ринку, при цьому засновниками ігнорувались об'єктивні обмеження - інвестиційні можливості вкладників (на основі яких формуються активи ІСІ), які були явно переоцінені.

Кризовий 2009 рік здійснив оздоровлюючий вплив на систему ІСІ, адже хоча кількість інститутів фактично скоротилась (тобто з ринку вийшли найбільш невдалі гравці), але приріст активів на одиницю засвідчив тенденцію до концентрації капіталу та зростання довіри інвесторів до діючих гравців (при тому, що діючи на більш ризиковому сегменті ринку, ІСІ виявились привабливішими, ніж банківські установи, активи яких у 2009 році скоротились на 4%, порівняно з 2008 роком).

**Кількість ІСІ, загальні активи та активи один ІСІ в Україні
у 2004-2010 рр.***

Показник	Рік						
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Кількість діючих інститутів спільного інвестування, од.	54	165	519	834	1244	1202	1227
Загальні активи інститутів спільного інвестування, млрд.грн.	1,93	6,09	17,14	40,78	63,26	82,54	105,8
Активи на 1 інститут спільного інвестування, млн.грн.	35,74	36,91	33,03	48,90	50,85	68,66	86,22

* складено автором за даними: <http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=660>

Головною причиною такого зростання є динаміка фондового ринку, яка прямо стимулює вкладення ІСІ, адже приріст вартості їх активів визначається ринковою вартістю цінних паперів, у які ІСІ інвестують залучені кошти. Важливо відмітити, що розвиток вітчизняних ІСІ тісно корельований із розвитком фондового ринку України. З одного боку, прибуток ІСІ формується за допомогою операцій з цінними паперами, а тому вони зацікавлені у операціях з цінними паперами. З іншого боку, ІСІ стимулюють розвиток ринку цінних паперів через випуск власних цінних паперів. Тенденцією емісії цінних паперів в Україні протягом останніх років стало різке збільшення в обігу на первинному та вторинному ринку цінних паперів інструментів, емітованих ІСІ (рис. 2.9).

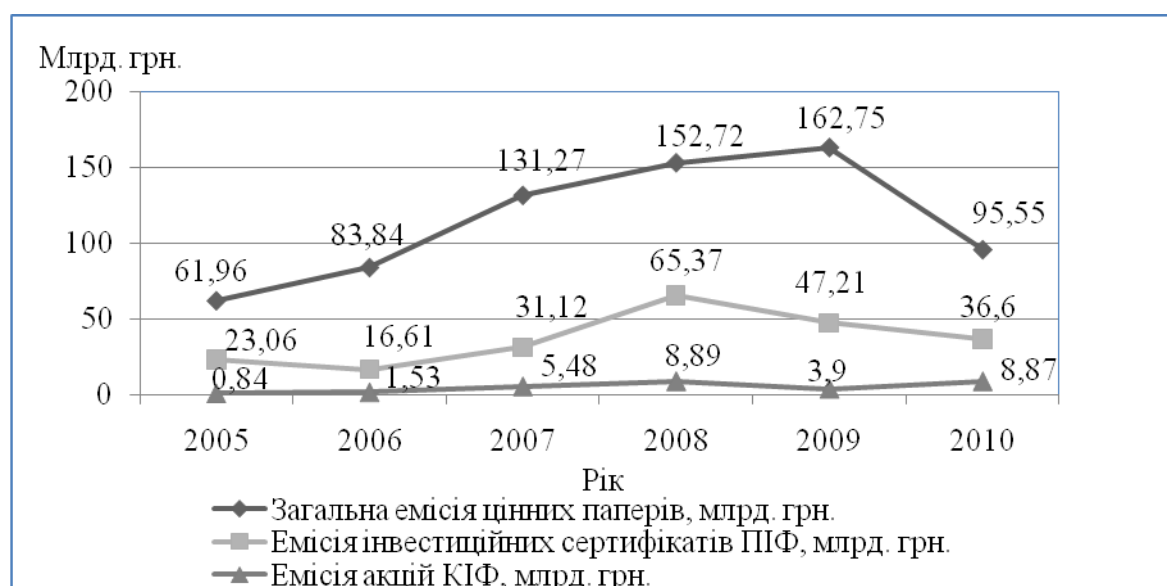


Рис. 2.9. Емісія цінних паперів, сертифікатів пайових інвестиційних фондів та акцій корпоративних інвестиційних фондів в Україні, в 2005-2010 рр., млрд. грн.*

* складено автором за даними: <http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=660>

Якщо в 2003 році цінні папери ІСІ становили всього 5% від загальної емісії цінних паперів, то в 2008 році їхня частка становила вже 49% (43% сертифікати ПІФ та 6% акції КІФ), при тому, що частка емітованих акцій підприємств реального сектору за той же період знизилась вдвічі (з 76% до 30%).

На наш погляд, дана тенденція не є однозначною у своїх наслідках для розвитку національної економіки, адже свідчить про перетікання капіталу з реального сектору у спекулятивний сегмент, хоча безумовно підтверджує активну розбудову фондового ринку. Втім, корекція фінансового ринку у 2009 році призвела до відносного скорочення активності ІСІ - зменшення частки емітованих ними цінних паперів до 29% від загального обсягу.

Важливою особливістю функціонування ІСІ в Україні є їх організаційно-інституційна організація, тобто розподіл за ознаками відкритості та доступності для приватного інвестора. Слід відмітити, що у структурі вітчизняних ІСІ переважну частку в активах мають венчурні ІСІ (92% у 2009 році) - фінансові інститути, діяльність приватного інвестора в яких практично відсутня, адже, згідно з особливостями організаційно-правової форми, учасниками венчурних ІСІ можуть бути лише юридичні особи. Тобто, хоча в розвинутих економіках ІСІ є альтернативою для приватного інвестора стосовно банківського сектору, в Україні поки що їх роль у перерозподілі заощаджень населення є незначною. В основному вони використовуються юридичними особами, а відтак їх розвиток є достатньо обмеженим і спрямованим на обслуговування потреб корпоративних клієнтів, що не дозволяє в повній мірі реалізовувати їх інвестиційний потенціал.

На наш погляд, відповіді на проблемні питання, пов'язані з диспропорціями розвитку вітчизняних ІСІ, криються у теоретичному осмисленні їх інституційних функцій. В застосуванні до ІСІ, як зазначає проф.Корнеєв [120, с.80], їх інституційна роль у ринковому середовищі виявляється у їх функціонуванні в якості продуцентів фінансових послуг та дистриб'юторів фінансових активів, що проявляється у виконанні ними перелічених нижче функцій:

- консолідація (акумуляція) заощаджень індивідуальних інвесторів у єдиний пул і наступне диверсифіковане вкладення накопиченого капіталу в різні проекти з перспективною капіталізацією;
- підвищення ліквідності фінансових вкладень шляхом професійного портфельного управління довіреними і набутими активами;
- забезпечення рівноваги на ринку капіталу через погодження пропозиції та попиту на фінансові ресурси;
- перерозподіл та зниження фінансових ризиків;
- специфікація прав власності клієнтів-довірителів (виняткова функція фінансових посередників).

Розвиваючи попередню думку, в інституційному аспекті основні специфічні завдання ІСІ як фінансових інститутів виглядають наступним чином:

- ◆ перерозподіл тимчасово вільних грошових коштів;
- ◆ перерозподіл ризиків;
- ◆ перерозподіл власності.

Відповідно, через реалізацію специфічних інституційних функцій, ІСІ дозволяють господарським суб'єктам - власникам фінансових ресурсів здійснити вибір між інституційними контрактами трьох типів:

- ◆ такими, що дозволяють направити вільний капітал в певний об'єкт на умовах часової визначеності (строковості), поверненості та платності за використання;
- ◆ такими, що дозволяють знизити втрати від непередбачуваних обставин шляхом фіксації у договірних умовах передачі певних фінансових ресурсів фінансовим інститутам з метою їх накопичення і створення у майбутньому своєрідної "подушки безпеки";
- ◆ такими, що дозволяють зафіксувати як гарантію отримання більш високого доходу право власності на певні активи.

В застосуванні до реалій розвитку вітчизняного фінансового ринку доводиться констатувати інституційну слабкість ІСІ щодо реалізації їх функцій. На наш погляд,

шлях інституційного поліпшення діяльності ІСІ та вектор стимулювання їх розвитку повинен визначатись вирішенням ряду проблем, зумовлених інституційними диспропорціями реалізації функцій ІСІ.

Зокрема, перш за все, нерозвиненість фінансових інструментів, слабкість технічного забезпечення операцій на ринку цінних паперів не дозволяє здійснити адекватний перерозподіл фінансових ресурсів через діяльність ІСІ, а тому існує досить висока ймовірність втрати фінансових ресурсів потенційних інвесторів. В даному контексті слід активізувати процес конструювання нових фінансових інструментів як шляхом їх копіювання із розвинутих фінансових систем з адаптацією до вітчизняних умов, так і шляхом інноваційного самоініційованого їх створення із стимулюючою роллю державних регулюючих інститутів.

По друге. Високий ступінь невизначеності продукує підвищену ризикованість вкладень у ІСІ, проте невизначеність в першу чергу пояснюється непрозорістю функціонування як фінансового ринку, так і, власне, непрозорістю діяльності ІСІ для приватних інвесторів. Шляхом інституційної зміни в даному випадку є застосування єдиних стандартів обліку діяльності ІСІ з обов'язковим розкриттям інформації по діяльності ІСІ та сприяння її доступності широкому загалу інвесторів. Важливим в даному контексті вважається впровадження об'єктивної рейтингової системи оцінювання діяльності ІСІ, що дозволить створити систему зрозумілих критеріїв прийняття інвестиційних рішень приватним інвестором.

По третє. Для повноцінного функціонування ІСІ важливим є чітке закріплення прав власності. Необхідно розробити чітку та ефективну систему захисту прав власності учасників ІСІ з метою недопущення неправомірного використання інвестованих коштів. Але володіння майновими цінними паперами передбачає реалізацію майнових прав - здійснення управління та отримання фінансового результату від володіння цінними паперами - отримання дивідендів. Тому необхідним є створення такого інституційного середовища, яке б повністю реалізовувало права власності та сприяло підвищенню економічної ефективності

володіння цінними паперами як підприємств реального сектору, так і фінансових інститутів, і в тому числі ІСІ.

Оскільки фондовий ринок визначає динаміку розвитку ІСІ, вважаємо за потрібне приділити певну увагу аналізу особливостей його розвитку. Фондовий ринок України за період 2005—2007 років демонстрував відчутне зростання основних показників свого розвитку, таких як капіталізація, обсяг торгів. За підсумками роботи ПФТС, де (на початок 2009 року) зосереджено 93,6 % організованого ринку цінних паперів України, капіталізація українського фондового ринку за 2008 рік зросла на 150 %, хоча у 2008-му у зв'язку із кредитною кризою показники діяльності вітчизняного фінансового сектору істотно погіршилися.

Протягом зазначеного періоду обсяг виконаних договорів на фондовому ринку постійно зростав і на 01.01.2010 становив 883,39 млрд грн, що на 17,1 %, або на 129,08 млрд грн, більше, ніж на 01.01.2008. При цьому у структурі виконаних торгівцями цінних паперів договорів вперше зафіксовано переважання цінних паперів, випущених ІСІ. Якщо у 2007 році в загальній структурі емісії їх частка становила 23%, то в 2008 році - 42%, в той час як емісія акцій первинного випуску нефінансових установ становила відповідно 37% і 30%, при скороченні емісії на 3,86 млрд. грн.(з 50,0 до 46,14 млрд. грн.). Аналогічно емісія облігацій у 2007-2008 рр. скоротилась на 13,13 млрд. грн., а в частці загальної емісії цінних паперів - з 33% до 20%.

Принциповим недоліком вітчизняного фінансового ринку є домінування позабіржового сегмента фондового ринку. Протягом 2005-2009 років переважна кількість операцій (близько 95 %) здійснювалися на позабіржовому сегменті. На нашу думку, така ситуація є наслідком непрозорості діяльності фондового ринку й небажання основних акціонерних товариств розкривати інформацію про себе, що знижує привабливість організованого ринку для інвесторів та є одним із основних чинників стримування розвитку фондового ринку.

Протягом 2008 року індекс ПФТС знизився майже на 40%, а прогноз забезпечення оптимальної цінової позиції за всіма акціями індексного кошика

ПФТС лишається нестабільним. Такий стан є реакцією біржових гравців на світову кризу, що триває, та на очікування щодо прибутковості інвестицій у цінні папери, здійснюваних підприємствами-емітентами України. В перспективі підвищення біржового індексу ПФТС можливе, зокрема, за рахунок збільшення кількості емітентів, акції яких перебувають у вільному обігу на фондовому ринку, поліпшення біржової інфраструктури тощо.

Таким чином доходимо до висновку, що, незважаючи на позитивну динаміку розвитку ринку цінних паперів протягом останніх років, його сучасний стан не відповідає потребам економіки країни, й однією із причин цього є недосконалість законодавчої та нормативної бази щодо регулювання діяльності з цінними паперами.

Як свідчить аналіз, структура фондового ринку України на сьогоднішній день є досить строкатою, що не дає змоги професійним учасникам розв'язувати оперативні і стратегічні проблеми його розвитку: поліпшувати матеріально-технічне забезпечення, підвищувати рівень корпоративного управління, вдосконалювати процедури моніторингу торговельної діяльності й виявлення регулятором порушень.

Наслідком структурної незбалансованості фондового ринку, а також його недостатньої розвиненості, є наявність низки проблем. Це недосконала організація діяльності депозитарно-клірингової системи, що спричиняє дублювання функцій зберігачів і реєстраторів, відсутність повноцінного центрального депозитарію, низький рівень прозорості ринку внаслідок недостатнього розкриття інформації його професійними учасниками й регулятором, домінування позабіржового ринку.

Істотний вплив на розвиток фінансового сектору має політика Національного банку України щодо лібералізації руху капіталу й, зокрема, щодо залучення зовнішніх ресурсів для розвитку економіки. У зв'язку з цим подальший розвиток вітчизняного фінансового сектору повинен: передбачати збільшення частки залучення банками й компаніями кредитів на внутрішніх ринках; заміщення боргового фінансування прямими інвестиціями; вдосконалення інструментарію регулювання припливу в Україну іноземного капіталу на основі створення ринку

похідних фінансових інструментів із метою хеджування ризиків.

п.2.3 Функціональний вимір розвитку інституційної структури фінансового ринку та його вплив на розвиток національної економіки України

Актуальним питанням, що не отримало належного висвітлення у наукових концепціях, є розрахунок кількісного показника розвитку інституційної структури фінансового ринку. Важливість цього питання пояснюється необхідністю інструментального визначення впливу рівня розвитку фінансових інститутів на національну економіку.

На сьогодні найуживанішим прикладним показником, що на думку багатьох економістів дозволяє визначити вплив фінансового сектору на національну економіку, є так званий „рівень монетизації” або коефіцієнт фінансової глибини національної економіки [149]. Розраховується він як відношення приросту показника грошової маси до приросту валового внутрішнього продукту за певний період. Перевагою даного показника є простота його розрахунку і позірна ілюстративність функціонування банківської системи, проте даний показник не враховує зміни у інших сегментах фінансового ринку.

Альтернативний показник до рівня монетизації був розроблений вітчизняним економістом В. Зимовцем. Для кількісної оцінки місця фінансового сектора в системі економічних відносин він запропонував застосовувати балансовий підхід (визначення частки національного багатства, володіння яким опосередковується через фінансовий сектор) і функціональний підхід (вартісні критерії ефективності фінансового сектора для економіки в цілому). За методом В.Зимовця, оцінкою ступеня розвитку фінансового сектора може бути показник розвитку фінансового ринку, котрий розраховується як відношення сукупних фінансових активів діючих фінансових інститутів до обсягів робочого капіталу в реальному секторі. Така оцінка дає можливість встановити ступінь взаємозалежності фінансового і реального секторів наступним чином:

$$R^{fm} = A^i / K \quad (2.1)$$

де R^{fm} - ступінь розвитку фінансового сектора;

A^i - різноманітні фінансові активи i -го фінансового інституту, за винятком фінансових інструментів, випущених іншими фінансовими інститутами; K - реальна залишкова вартість робочого капіталу виробничого сектора (необоротних та оборотних активів за мінусом фінансових активів); i - кількість фінансових інститутів[82].

Як зазначає В. Зимовець, запропонований на початку 70-х років ХХ ст. Р. Голдсмітом і поширений у науковій літературі Р.Маккінноном показник „фінансова глибина” (синонім – “рівень монетизації”), зростання якого свідчить, що осідання фінансових ресурсів у фінансовому секторі відбувається швидше, ніж зростає номінальний ВВП, неадекватно відображає місце цього сектора в економіці, оскільки він за своїм змістовим наповненням не несе в собі інформації щодо пропорцій прямих і опосередкованих (через фінансовий сектор) прав власності на капітал [82, с.24]. По своїй природі рівень монетизації, скоріше, характеризує вплив грошово-кредитного ринку на розвиток національної економіки, проте при цьому ігнорується ринок цінних паперів, який є невід’ємним елементом фінансового ринку. Тому вказаним вченим запропоновано не розглядати рівень монетизації як нормативний показник ступеня розвитку фінансового сектора, як це традиційно робиться.

На наш погляд, не позбавлений недоліків також показник, розроблений В. Зимовцем. Співвідношення між сумарними активами фінансового ринку та активами реального сектору теж досить умовно може показати рівень розвитку фінансового ринку. Наприклад, по методі, наведеній у статті вищевказаного вченого, можна розрахувати вплив лише кредитного сегмента фінансового ринку на залишкову вартість капіталу. Також даний показник потрібно сприймати з врахуванням того, що робочі активи реального сектора можуть змінюватись незалежно від фінансового ринку (наприклад, завдяки реінвестуванню прибутку збільшувати або зменшувати вартість, у зв’язку зі зносом основного капіталу).

Більш ефективною і дієвою є методика розрахунку показника ефективності фінансового ринку на основі вирахування співвідношення вартості активів

фінансових посередників та валового внутрішнього продукту, запропонована Р. Голдсмітом [284]. Вибір в якості бази порівняння ВВП дозволяє оцінити роль фінансового ринку, умовно кажучи, його “вагу” на макроекономічному рівні. Втім, даний показник не надає достатньо інформації про внутрішню динаміку розвитку сегментів фінансового ринку, а також достатньо умовно може бути застосований щодо країн з трансформаційною економікою, адже в деяких випадках (на відміну від розвинутих країн) динаміка активів фінансових інститутів та ВВП може бути різновекторною.

Слід відмітити, що вітчизняними вченими С. Науменковою та С. Міщенко, опираючись на методику Р. Голдсмита, розроблено дієву методику розрахунку показника ефективності фінансового сектору, за допомогою якої через ряд послідовних аналітичних побудов можна вирахувати вплив фінансового сектору на національну економіку [171]. Зокрема, враховано вплив монетарної складової на рівень розвитку фінансового сектору:

$$A/VВП = (A/MЗ) * (MЗ/VВП), \text{ де} \quad (2.2)$$

A – загальні активи фінансового сектору;

MЗ – грошовий агрегат MЗ;

VВП – валовий внутрішній продукт.

Оскільки в основі перерозподільчого механізму фінансового сектору знаходиться ресурсне забезпечення фінансового-кредитних установ, то для врахування кредитної та депозитної складових авторами методика запропоновано врахувати їх у моделі фінансового сектора наступним чином:

$$A / VВП = (A / Д) * (Д / К) * (К * VВП), \text{ де} \quad (2.3)$$

Д – загальна сума депозитів банків,

К – загальна сума кредитів, наданих банками.

Вплив фінансового сектору на реальний сектор (через обсяг загальних інвестицій у основний капітал) та, зрештою, взаємоз’язок між монетарною, інвестиційною та ресурсною складовою, С. Науменковою та С. Міщенко втілено у наступній моделі:

$$A / \text{ВВП} = (A / D) * (D / K) * (K / I) * (I / M3) * (K * \text{ВВП}), \text{ де} \quad (2.4)$$

I - обсяг загальних інвестицій у основний капітал.

Наведена методика достатньо продуктивна і ефективна для виявлення основних факторів розвитку фінансового сектору та кількісного визначення його впливу на ефективність економічного зростання та суспільного виробництва, разом з тим, предмет нашого дослідження є дещо інший, адже фінансовий ринок не входить до структури фінансового сектора [121, с.46].

Тому ми вважаємо за потрібне запропонувати коефіцієнт розвитку інституційної структури фінансового ринку ($K_{\text{ріс}}^{\text{фр}}$), який буде показувати взаємозв'язок між двома параметрами, що, на наш погляд, визначають ефективність діяльності інститутів фінансового ринку. Цей показник буде мати вигляд:

$$K_{\text{ріс}}^{\text{фр}} = A^{\text{нфі}} / A^{\text{бфі}}, \text{ де:} \quad (2.5)$$

$A^{\text{нфі}}$ – загальні активи всіх небанківських фінансових інститутів за період;

$A^{\text{бфі}}$ – загальні активи всіх банківських фінансових інститутів за період;

В розширеному вигляді $K_{\text{ріс}}^{\text{фр}}$ можна представити у вигляді:

$$K_{\text{ріс}}^{\text{фр}} = ((A^{\text{нфі}} / K^{\text{нфі}}) : (A^{\text{бфі}} / K^{\text{бфі}})) : (K^{\text{нфі}} / K^{\text{бфі}}), \text{ де} \quad (2.6)$$

$AC^{\text{нфі}} = A^{\text{нфі}} / K^{\text{нфі}}$, - середні активи небанківських інститутів;

$AC^{\text{бфі}} = A^{\text{бфі}} / K^{\text{бфі}}$, - середні активи банківських інститутів;

$K^{\text{нфі}}$ – кількість небанківських фінансових інститутів;

$K^{\text{бфі}}$ – кількість банківських фінансових інститутів;

Економічна суть запропонованого показника полягає в тому, що його три складових елементи дозволяють виявити взаємовплив кількісних та якісних складових інституційної структури.

Перший елемент – середні активи небанківських фінансових інститутів – ілюструє якісний потенціал небанківського сегменту. Зростання середніх активів небанківських інститутів збільшує показник $K_{\text{ріс}}^{\text{фр}}$, відповідно, чим більше ринкове значення має банківський сектор, тим меншим рівнем розвитку характеризується розвиток небанківських інститутів, а отже даний показник прямопропорційно впливає на загальний показник розвитку структури.

Другий елемент – середні активи банківських інститутів, можуть справляти обмежуючий вплив на коефіцієнт розвитку інституційної структури. Нарощування фінансових активів банків відбувається у результаті використання фінансових ресурсів потенційних вкладників у небанківські інструменти, тобто нарощування середніх активів банків свідчить про втрату ресурсів небанківськими установами.

Третій елемент – це співвідношення між кількістю небанківських та банківських інститутів. Він виявляє мультиплікативний ефект, при його зростанні збільшується загальний коефіцієнт $K^{фр}$. Одночасно зростання відношення $K^{нфі} / K^{бфі}$ не є якісним чинником розвитку інституційної структури, адже збільшення кількості небанківських інститутів може одночасно знижувати середні активи за рахунок розпорошення активів.

В загальному величина інтегрального коефіцієнта розвитку інституційної структури прямопропорційно показує ступінь розвитку фінансового ринку. Причому, якщо досягнуто величини 1 і більше, можна охарактеризувати даний фінансовий ринок як високо розвинутий, адже його $K^{фр}$ свідчить про однаковий потенціал банків та небанківських інститутів.

Показник ефективності дозволяє встановити кореляційний зв'язок між розвитком фінансових інститутів та інвестиційними процесами в національній економіці, при цьому, якщо показник ≤ 1 , є позитивна тенденція перетворення фінансових активів у реальні інвестиції, і навпаки, якщо $K^{фр} \geq 1$, то це свідчить про зростання фінансових активів при низьких темпах інвестування, що стимулює спекулятивні мотиви на фінансовому ринку. Крім того, розрахунок коефіцієнтів кореляції показника $K^{фр}$ та темпів розвитку національної економіки дозволяє виявити вплив ефективності фінансового ринку на економічне зростання.

Застосування в якості розрахункових показників кількісних та якісних параметрів фінансових інститутів у 2007-2кв. 2011 рр. (Додаток К) дозволило побудувати економіко-математичну модель, що характеризує рівень розвитку інституційної структури, у якій:

X_1 – кількість банків;

- X2 – кількість КС;
 X3 – кількість ПФ
 X4 – кількість СК;
 X5 – кількість ІСІ;
 X6 – середні активи банків;
 X7 – середні активи КС;
 X8 – середні активи ПФ
 X9 – середні активи СК;
 X10 – середні активи ІСІ;
 Y - Кріс^{фр}

У результаті розрахунків одержано рівняння:

$$y = -0,125 + 0,015x_1 + 0,004x_2 + 0,083x_3 + 0,059x_4 + 0,009x_5 - 0,029x_6 + 0,016x_7 + 0,015x_8 + 0,012x_9 - 0,003x_{10} \quad (2.7)$$

Тіснота зв'язку результативного показника і обраних факторів становить 0,892, що свідчить про достовірність моделі.

Місце фінансового ринку в системі економічних відносин визначається не лише обсягами його активів, а також його ефективністю та функціональною адекватністю, які мають вартісний вимір. Такими вимірниками є:

- рівень процентної ставки;
- процентна маржа.

Ефективність розвитку фінансового ринку прямо визначається динамікою процентної ставки. Зростання процентної ставки зменшує доступність позичкових ресурсів, але стимулює рух фінансових ресурсів до кредитних установ, а зменшення відсоткової ставки підвищує активність позичальників при одночасному переорієнтуванні руху фінансових ресурсів в напрямку інститутів ринку цінних паперів. Однак, процентна маржа (різниця між відсотковими кредитною та депозитною ставками) виступає індикатором ринкової гнучкості фінансових інститутів. Зниження процентної маржі стимулює розвиток ринку, але при цьому загострюється конкурентна боротьба, а збільшення процентної маржі свідчить про

гальмування темпів розвитку фінансового ринку.

В Україні з 2000 по 2008 р. процентна ставка за кредитами в національній валюті знизилася з 40,3 до 10,9%, в іноземній валюті - з 20,9 до 8,9%. Процентна маржа за цей же період скоротилася з 33 до 11 процентних пунктів (операції у гривні) із 12 до 6 процентних пунктів (операції в іноземній валюті). Ці позитивні тенденції були зумовлені посиленням конкуренції на фінансовому ринку та макроекономічною стабільністю.

Проте слід зазначити, що система інститутів, які підтримують фінансовий ринок, поки відстає від лібералізації економічних відносин, що зумовлює активну взаємодію фінансового і промислового капіталів поза фінансовим сектором з метою зниження трансакційних витрат. Інституційна система України не виконує ряд функцій, важливих з точки зору підтримки інформативності і конкурентності ринків, встановлення та гарантій права власності. В Україні кількісним проявом неефективності захисту прав власності є порівняно високий рівень процентної ставки, яка включає у себе значні інвестиційні ризики. У системі економічних відносин вагомим фактором залишається пошук адміністративної „ренти”, що зумовлює підвищення політичних ризиків (ризик вилучення доходу і капіталу) і рівень трансакційних витрат (необхідність витратити додаткові кошти для ведення бізнесу, у тому числі - на фінансування „адмінресурсу”). Політичні ризики зумовлюють високу вартість капіталу, збільшену на витрати по зниженню ризиків.

На відміну від товарних ринків, де ціна товару залежить від попиту і пропозиції, у вітчизняній економіці вартість фінансових ресурсів визначається не стільки їх обсягами, скільки надійністю позичальника і передбачуваністю фінансового результату. В умовах недосконалої інституційної системи всі позичальники (емітенти) апріорі ненадійні. Ті, хто працює за сприяння влади (за принципом “друзям - усе, а ворогам – закон”, який було сформульовано генералом Франко для обґрунтування перерозподілу власності на користь “відданих” режиму осіб), у разі зміни політичних умов можуть втратити свою тимчасову надійність. Значні систематичні ризики інвестування кількісно віддзеркалюються у низьких

інвестиційних рейтингах України. У свою чергу, висока процентна ставка гальмує економічний розвиток, знижує мобільність капіталу і не сприяє реалізації в цілому правильних загальноекономічних стратегій (інноваційного та випереджувального розвитку економіки).

Високий рівень процентної ставки як дзеркало недосконалості інституційної системи на даному етапі розвитку - це проблема, яка може бути вирішена лише у довгостроковій перспективі у результаті модернізації самої інституційної системи. Еволюційний розвиток фінансового сектора у середньостроковій перспективі не дасть очікуваних результатів, зокрема, у сфері забезпечення ресурсами „інноваційної моделі” розвитку. Набуває актуальності складне завдання створення дійових державних фінансових інститутів з метою ефективнішого розміщення обмежених з об’єктивних причин ресурсів. Під час розробки механізмів державної участі в інвестиційному процесі необхідно зважити очікувану ефективність від дії такого механізму з додатковими витратами на контроль за його функціонуванням. З позицій інституціоналізму саме в цій площині можна очікувати значного опору апарату, для якого перехід на прозорі й ефективні схеми розміщення фінансових ресурсів означає втрату чималих доходів; відповідно, вельми ймовірно, що створюватимуться норми (інститути), які лише імітуватимуть ефективність використання ресурсів (як-от: різноманітні програмно-цільові методи бюджетного фінансування).

На завершення слід особливо підкреслити, що створення ефективно діючих фінансових ринків є найважливішими завданнями реформування економіки країни. Будь-які масштабні економічні перетворення залишаться незавершеними без створення конкурентноспроможного фінансового сектора, здатного мобілізувати, перерозподіляти та надавати реформованій економіці інвестиційні ресурси. Тому розвиток ринку цінних паперів як невід’ємної частини фінансового ринку та важливого сегмента національної економіки набуває першочергового значення.

Розвиток економіки України створив умови для зростання попиту на гроші, зниження ставок за кредитами, підвищення довіри суб’єктів господарювання і

населення до банківської системи та використання фінансових інструментів ринку цінних паперів. Але інвестиційна привабливість національної економіки в цілому залежить від багатьох факторів – політичного середовища, інвестиційної політики, приватизаційної політики, впливу податкової політики, інформаційної політики.

Подальший розвиток інституційної структури фінансового ринку значною мірою буде залежати від вирішення наступних проблем:

- низької ліквідності ринку цінних паперів (компанії здебільшого займаються злиттям та поглинанням вітчизняних виробничих підприємств для себе чи на замовлення клієнтів);
- неоднорідності розвитку ринку цінних паперів у різних регіонах держави;
- недосконалої інституційної структури ринку;
- використання обмеженого обсягу фінансових інструментів, з переважанням таких, котрі сприяють розвитку короткострокових інтересів;
- правового забезпечення;
- нестабільності світових фінансових ринків (у зв'язку з політичною та фінансовою нестабільністю, яка виникла через банкрутство найбільших корпорацій, іракською кризою та зниженням темпів росту світової та американської економіки);
- політичних подій;
- особливостей господарського менталітету тощо.

Незважаючи на таку ситуацію, інвестиційні процеси в Україні не припиняються, існує багато можливостей та напрямів для ефективного вкладення капіталу і розвиток фінансового ринку забезпечить режим сприяння інвестиційному процесу. Тож залишається сподіватись, що національна економіка пройде етап становлення ринкових структур і з часом ринок цінних паперів розпочне повноцінно працювати, формуючи дієві стимули для розвитку економічної діяльності.

Висновки до Розділу 2

Підсумовуючи дослідження теоретичних та практичних аспектів розвитку інституційної структури фінансового ринку України, слід зазначити, що аналіз структури фінансового ринку повинен здійснюватись в розрізі тих функцій, які виконують фінансові інститути. На основі дослідження функцій фінансових інститутів можна зробити наступні висновки:

1. Згідно з інституційним підходом до загальних функцій фінансових інститутів, можна віднести:

- інформаційну: задоволення потреби господарських суб'єктів у знанні параметрів ринкової взаємодії та можливих діях інших учасників ринків;
- трансакційну: зниження витрат господарських суб'єктів на укладення угод на ринку;
- контролюючу: забезпечення виконання угод та захист прав власності господарських суб'єктів.

2. На рівні інститутів-регуляторів фінансового ринку формуються базові умови функціонування фінансового ринку. На наш погляд, державні установи, що регулюють ринок, можна ототожнити з інституціями – формостворюючими суспільними одиницями, головним покликанням яких є зменшення невизначеності шляхом встановлення постійної структури людської взаємодії.

3. В інституційному аспекті основними функціями інститутів-регуляторів є:

- формування інституційного середовища як сукупності інституцій, що визначають можливі форми економічної взаємодії між економічними суб'єктами та фінансовими інститутами на функціональному рівні інституціональної структури фінансового ринку;
- стандартизація типових фінансових угод (контрактів) у формі фінансових інструментів, що дозволяє знизити трансакційні витрати та створити передумови для функціонування окремих сегментів фінансового ринку, спеціалізованих на роботі з певними фінансовими інструментами;

- здійснення контролю за виконанням інституціоналізованих контрактів – фінансових інструментів та забезпечення захисту інтересів всіх зацікавлених сторін на фінансовому ринку.

4. Функціональні інститути прямо визначають рівень розвитку фінансового ринку. Вони є тими організаційними одиницями, які опосередковують рух фінансових ресурсів між власниками та позичальниками. Дія даних інститутів на ринку полягає у пропозиції можливостей з використання тимчасово вільного капіталу і одночасно пропозиції джерел фінансування потреб у фінансових ресурсах для тих господарських суб'єктів, які їх потребують.

5. В інституційному аспекті основними завданнями функціональних інститутів є:

- формування інституціонального середовища як сукупності інститутів та зв'язків між ними, з приводу забезпечення ефективного перерозподілу фінансових ресурсів у визначених функціональних формах;
- забезпечення ефективного використання інституціоналізованих контрактів – фінансових інструментів в процесі перерозподілу фінансових ресурсів; побудова ефективною системи стимулювання діяльності економічних агентів-власників фінансових ресурсів на фінансовому ринку як передумови забезпечення перерозподілу фінансових ресурсів.

6. По суті, на фінансовому ринку рух коштів від власників визначається трьома основними мотивами:

- забезпечення використання тимчасово вільних з метою збереження їх вартості та використання у майбутньому;
- забезпечення певного “запасу ліквідності” з метою уникнення несприятливих економічних умов у майбутньому;
- забезпечення більш високого рівня доходу та накопичення капіталу як мотив економічної діяльності.

7. Зважаючи на вищенаведену мотивацію, господарські суб'єкти, власники фінансових ресурсів, надають перевагу інституційним контрактам трьох типів:

- таким, що дозволяють направити вільний капітал в певний об'єкт на умовах часової визначеності (строковості), поверненості та платності за використання;
- таким, що дозволяють знизити втрати від непередбачувних обставин шляхом фіксації у договірних умовах передачі певних фінансових ресурсів фінансовим інститутам з метою їх накопичення і створення у майбутньому своєї «подушки безпеки»;
- таким, що дозволяють зафіксувати як гарантію отримання більш високого доходу право власності на певні активи.

8. В застосуванні до видів фінансових інститутів відповідними елементами інституціональної структури будуть:

- на рівні інститутів, головною функцією яких є забезпечення функції перерозподілу вільних грошових ресурсів: комерційні банки, кредитні спілки, фінансові компанії;
- на рівні інститутів, головною функцією яких є перерозподіл ризиків: страхові компанії, пенсійні фонди;
- на рівні інститутів, що здійснюють функцію перерозподілу власності: інститути спільного інвестування.

9. Розвиток інституційної структури фінансового ринку України характеризується значними диспропорціями, зокрема, базовим сектором є банківська система, розвиток якої визначає динаміку розвитку фінансового ринку. Разом з тим, інші фінансові інститути як альтернативні агенти перерозподілу фінансових ресурсів мають значний потенціал розвитку і в перспективі матимуть можливість суттєво впливати на розвиток фінансового ринку.

РОЗДІЛ 3 ПЕРСПЕКТИВИ ІНСТИТУЦІЙНОГО РОЗВИТКУ ФІНАНСОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ

3.1. Функціонування інститутів фінансового ринку в умовах розвитку світової економічної кризи

На сьогодні головним питанням, що активно обговорюється у спільноті економістів, фінансистів та й у суспільстві, є світова криза та її вплив на національну економіку. На початок 2009 року українська економіка демонструвала досить чітку тенденцію до зниження темпів зростання суспільного виробництва, зниження рівня реальних доходів, обвальної девальвації національної валюти. Думки вітчизняних економістів щодо причин фінансової кризи охоплюють досить широкий спектр суспільних подій, тенденцій розвитку національної економіки і, напевно, будуть джерелом роздумів для вченої спільноти протягом досить тривалого часу. На наш погляд, важливим питанням є виявлення особливостей розвитку кризових явищ в національній економіці у зв'язку зі світовою кризою та вивчення ролі та впливу інститутів національного фінансового ринку на ескалацію кризи української економіки.

Першим важливим моментом прояву специфіки кризових явищ в Україні є той факт, що гострота світової кризи в першу чергу відбилась на реальному секторі економіки. Починаючи з серпня 2008 року, провідні металургійні підприємства України зіткнулись з проблемою збуту продукції на світових ринках. Скорочення споживання металу та зниження цін на цьому сегменті світового ринку пояснювалось загостренням кризи у США, а відтак зниженням обсягів імпорту країни, що власним споживанням стимулювала розвиток світової економіки. Економічна криза, народжена фінансовим ринком Сполучених Штатів, похитнула основи американської економіки, сильно вдаривши по реальному сектору, а в результаті, зниження обсягів виробничого споживання в США стало передумовою перекидання кризи на виробничі системи країн, пов'язаних господарськими

зв'язками з американською економікою і в числі „імпортерів” кризи виявилась Україна.

Для розвинених країн світу кризові явища почали проявлятися у 2007 році, в першу чергу завдяки загостренню кризи іпотечного ринку США. Стрімке зростання ринку нерухомості протягом 2002-2006 років було стимульовано розвитком фінансових інструментів, що дозволяли населенню вкладати гроші у нерухомість з метою отримання спекулятивного прибутку за рахунок стрімкого зростання цін.

Відправною точкою іпотечної кризи в США став 2003 рік, а передумовою, що визначила майбутню кризову ситуацію, стала програма збільшення доступності іпотечного кредитування, активну підтримку якої здійснював уряд США. Згідно з цією програмою було не тільки створено більш гнучку систему кредитування (зокрема, протягом перших трьох років позичковий відсоток нараховувався на пільгових умовах), але й значно спрощено вимоги до позичальників. Наприклад, існувала програма кредитування Alt-A, що значно спрощувала механізм отримання позики, мінімізуючи вимоги не тільки до фінансового, але й до документального забезпечення позики. Також розвинулась ціла підкатегорія кредитів, так званих „subprime”, для тих категорій позичальників, які мали погані кредитні історії.

Важливим моментом, що став передумовою розвитку кризи, визнають ще й кардинальну зміну ролі Федеральної резервної системи у регулюванні фінансово-кредитного ринку. В передкризовий період ФРС проводила досить непослідовну монетарну політику, підвищуючи облікову ставку та одночасно послаблюючи вимоги до резервування комерційних банків та не відстежуючи ситуацію з кредитуванням іпотечного ринку. Офіційною причиною нових підходів до регулювання грошового ринку було бажання надати нових стимулів розвитку національній економіці та пожвавлення споживчого попиту, при одночасному прагненні запобігти розкручуванню інфляційного маховика.

Доступність позичкового капіталу та надлишок грошових активів виявив стимулюючий ефект на споживання. Більш того, зростання сукупного попиту сприяло підвищенню цін, особливо на ринку нерухомості, що виявилось стимулом

для розгортання спекуляцій на іпотечному ринку. Досить значний прошарок приватних інвесторів почали вкладати кошти у ринок нерухомості, що демонстрував швидкі темпи зростання та давав можливості отримання прибутку, які суттєво перевищували потенціал прибутковості інших інвестиційних інструментів. Доступність кредитних ресурсів стимулювала спекуляції, адже в передкризовий період частина інвесторів отримувала кредити задля спекулятивного вкладення в нерухомість, очікуючи подальшого зростання цін. Фактично, на ринку нерухомості США з'явився черговий спекулятивний "міхур", що є явищем тривіальним та природнім для вільного ринку.

Еволюція спекуляцій на будь-якому ринку закінчується рано чи пізно обвалом та корекцією ринкових цін до їх фактичного рівня з ліквідацією спекулятивної складової, а тому падіння ринку нерухомості в США об'єктивно рано чи пізно мало відбутись. Суттєвою проблемою, що спровокувала перекидання кризи з ринку нерухомості на фінансовий сектор, стало те, що зазначена спекулятивна складова складалась з позичкового капіталу, залученого за допомогою інструментів іпотечного ринку.

Іпотека – це спосіб забезпечення виконання зобов'язань, за якими нерухоме майно, що є предметом застави, залишається у заставця або в третьої особи. З економічної точки зору, іпотека – це застава нерухомості з метою отримання кредиту в банку чи небанківській фінансовій установі[84,с.8]. Іпотечний ринок – система організованих на основі певних принципів та правових норм економічних відносин, які виникають в процесі купівлі-продажу фінансових зобов'язань, забезпечених нерухомістю. До основних функції іпотечного ринку відносяться [84,с.24]:

- концентраційна, - об'єднання дрібних приватних заощаджень, державних вкладень, інвестицій приватного вітчизняного та іноземного бізнесу;
- трансформаційна – перетворює грошові фонди у позичковий капітал, який забезпечує фінансування галузей національної економіки, надання кредитів населенню для забезпечення його потреб у житлі;

- розподільча – розподіляє паї учасників капіталу;
- стимулююча – дозволяє ефективно використовувати та розвивати ринок нерухомості;
- диверсифікаційна – розділяє та мінімізує ризики, що виникають у процесі обігу зобов'язань;
- інформаційна – визначає ціни на нерухомість та допомагає учасникам ринку прийняти виважені рішення у процесі інвестування.

Іпотечний ринок відіграє надзвичайно важливу роль у розвитку економіки, адже він об'єднує фінансовий ринок з ринком нерухомості, сприяє капіталізації ресурсів. Стосовно розвитку кризових явищ в США, іпотечний ринок виявився передавачем кризи з ринку нерухомості на фінансовий ринок, при цьому висока інтегрованість іпотечного ринку в структуру фінансового ринку сприяла поглибленню кризових явищ.

Розвиток механізму функціонування іпотечного ринку в структурі фінансового ринку США на певному етапі дозволив створювати нові фінансові інструменти, які отримали особливу популярність у інституційних інвесторів та сприяли збільшенню обсягів операцій з фінансовими активами, що були пов'язані з ринком нерухомості. Створення згаданих нами нових фінансових інструментів відбувалось шляхом капіталізації іпотечних закладних. Створювались так звані „пули закладних”, що слугували базою для випуску цінних паперів – облігацій, забезпеченням яких виступали закладні на нерухомість.

З одного боку, випуск цінних паперів такого типу дозволяє залучити додаткові фінансові ресурси для емітентів, з іншого – для потенційного інвестора нерухомість як застава виступає гарантією повернення вкладень. Більш того, з метою стимулювання ринку іпотеки, в Сполучених Штатах, існують три федеральних агентства (інститути регулювання) – Урядова національна іпотечна асоціація (Government National Mortgage Association – GNMA, або Джинні Мей), Федеральна національна іпотечна асоціація (FNMA – Фенні Мей) та Федеральна корпорація житлового іпотечного кредитування (Federal Home Loan Mortgage Corporation –

FHLMC, або Фредді Мак), роль яких полягає в гарантуванні платежів по закладних, при цьому їх інституційна роль полягає у забезпеченні кредитоспроможності включених в пул закладних, шляхом заміни кредитоспроможності індивідуального позичальника власною кредитоспроможністю [98,с.160].

Функціонування іпотечного ринку США з активною участю державних регулюючих інститутів протягом тривалого періоду було досить стабільним, але як виявилось, застава якість іпотечних пулів, може поставити під сумнів навіть державне гарантування кредитного забезпечення. До цього часу чітко не можна сказати, що стало причиною, або точніше початком падіння американського ринку іпотеки, але механізм його ескалації та поглиблення кризових явищ пов'язують з початком першого періоду масових платежів по кредитах з пільговим відсотком, що припав на кінець 2006 – початок 2007 року. Саме в цей час зафіксовано масове невиконання зобов'язань позичальниками та початок так званої “корекції цін” на ринку нерухомості, простіше кажучи початок його падіння.

Швидкий розвиток кризи в США, в першу чергу, пояснювався значною спекулятивною складовою, що була присутня на ринку нерухомості та базувалась на кредитному забезпеченні, проте глибина кризи та її перекидання на інші сектори американської економіки, а відтак через фінансовий ринок і на економіки інших країн, зумовлено інституціональними причинами, створеними не тільки на ринку нерухомості чи іпотечному ринку.

На наш погляд, головною інституційною причиною трансформації кризи локального ринку у світову економічну кризу стало неефективне виконання інформаційної функції інститутами інфраструктури фінансового ринку, в першу чергу рейтинговими агенціями (Moody's Investor Service і Standart & Poor's Corporation), головне покликання яких полягає у визначенні за допомогою рейтингування інтегрального показника фінансової стабільності позичальника, а отже зниженні для потенційних інвесторів трансакційних витрат на пошук інформації та визначення ступеня ризику інвестицій. Відомим фактом є присвоєння рейтинговими агенціями найвищого інвестиційного ступеня (категорія А, що має

найнижчий ризик та найкраще забезпечення) для цінних паперів, випущених під забезпечення “пулу заставних”. Високий інвестиційний рейтинг та надійне забезпечення у вигляді нерухомості, при досить високій прибутковості, сприяв вкладенню у данні цінні папери коштів багатьох інституційних інвесторів, в тому числі провідних інвестиційних компаній (Merrill Lynch & Co, Goldman, Sach, Leman Brothers, Bear Stearns), страхових компаній (AIG), пенсійних фондів тощо.

Високий рейтинг цінних паперів іпотечного ринку пояснювався в першу чергу наявністю застави у вигляді нерухомості, а вартість “пулу закладних” визначалась на основі ринкової вартості нерухомості, проте не враховувалась можливість зміни вартості застави під дією ринкових чинників. Масова поява неплатників по пільгових кредитах була звичайно ж явищем негативним, але механізми компенсації втрат, гарантовані державними установами потенційно були здатні вирівняти ринкову ситуацію. Проте перші масові приватні дефолти на іпотечному ринку стали сигналом для спекулянтів про припинення його зростання і спекулятивна складова розпочала пришвидшену „корекцію ринку”, простіше кажучи, розпочався процес втечі капіталу з ринку нерухомості, що супроводжувався значним падінням цін. При цьому, в програші залишилось досить багато приватних інвесторів, а ситуацію загострило те, що джерелом фінансування багатьох з них були кредитні ресурси, повернення яких ставилося в залежність від підвищення цін на нерухомість, а при падінні цін, зрозуміло, що такі інвестори не просто втрачали капітал, а опинялись на межі банкрутства. Таким чином, кризові явища перекинулись на кредитний ринок і почали проявлятися у банківському секторі. Тобто криза ринку нерухомості поступово набувала системного характеру і передавалась на інші сектори економіки через сектори фінансового ринку.

Корекція вартості нерухомості, що відбувалась на ринку, прямо впливала на вартість цінних паперів, в якості забезпечення яких виступали закладні. Зниження вартості нерухомості означало прямі втрати інвесторів при дефолті позичальників, адже “надійне” забезпечення нерухомістю вже не могло компенсувати початкову вартість інвестицій, оскільки ціна нерухомості в умовах кризи зменшилась.

Усвідомлення цього факту інституційними інвесторами фінансового ринку призвело до спроб виведення інвестованих у заставні цінні папери капіталів, проте це тільки загострило ситуацію, призвівши до блокування іпотечного ринку та фінансових втрат, розмір яких виявився критичним для фінансового ринку США.

В кінці липня - на початку серпня 2007 року, на фондовому ринку США відбулося обвальне падіння котирувань цінних паперів (більш ніж на 400 пунктів), в першу чергу банківських установ та інвестиційних компаній, що пояснювалось негативними очікуваннями інвесторів стосовно перспектив подолання іпотечної кризи. Невдовзі падіння відбулось на інших світових торгових фондових майданчиках, проте до кінця року ситуація вирівнялась і навіть у жовтні 2007 року індекс Доу-Джонса досяг історичного максимуму у 13930 пунктів.

Пояснення такої парадоксальної ситуації можна обґрунтувати двома причинами. По-перше, це досить значні обсяги державного фінансування, здійсненні для підтримки банківської системи (в той період ФРС США витратило близько 24 млрд.дол. для підтримки комерційних банків, а європейський центральний банк витратив відразу 94,8 млрд. євро для підтримки банківської системи країн Європейської Співдружності) [281]. Другою причиною, на наш погляд, може бути бажання частини фондових гравців „розігріти” ринок в передчутті фондової кризи, тим більше, що з коригуванням ринку нерухомості, частина виведеного спекулятивного капіталу шукала застосування і могла досить відчутно вплинути на зростання фондового ринку. Опосередковане підтвердження цієї тези ми знаходимо у динаміці вітчизняного фондового ринку, за період вересня – грудня 2007 року індекс ПФТС зріс на 13,5%, сягнувши історичного максимуму у 1174 пунктів, що, на нашу думку, пояснюється припливом іноземного спекулятивного капіталу, котрий до останнього часу визначав динаміку розвитку вітчизняного фондового ринку.

В цей же час вперше намітилась тенденція до перетворення національної фінансової кризи у світову. На наш погляд, “першою ластівкою” цього процесу стало рішення одного з найбільших європейських банків - французького BNP

Paribas, заморозити 2,75 млрд.дол. вкладених у інвестиційні фонди, що мали у своїх портфелях цінних паперів досить значні суми зобов'язань по іпотечних цінних паперах США[301].

Коливання фондового ринку, навіть його зростання у другій половині 2007 року, не відображали гостроти ситуації у реальному секторі економіки США. Між тим, криза ринку нерухомості, знецінення житла прямо вплинули на обсяги нового будівництва, значно обмеживши будівельну галузь, що, в свою чергу, призвело до зниження обсягів виробництва у суміжних галузях – виробництві будівельних матеріалів, машинобудуванні та металургії, які обслуговували будівельний сектор. Більш того, оскільки операції з іпотечними паперами становили значну частку у структурі діяльності фінансових компаній GMAC Financial Service та Cerberus Capital Management, афілійованих з автогігантами General Motors та Ford co., то проблеми з фінансуванням почали відчувати провідні гравці автомобільного ринку, а автомобільна промисловість для США завжди мала системоутворююче значення.

Іншим надзвичайно важливим наслідком кризи стало скорочення споживання американськими домогосподарствами, що не в останню чергу пояснюється зниженням рівня фінансового забезпечення, у зв'язку з обмеженням кредитування, адже в цей час банківська система дуже гостро відчула кризу неплатежів по іпотечних зобов'язаннях і відчула брак ліквідності. На кінець 2007 року ситуація загострилась – зниження обсягів кредитування відбулось не тільки у споживчому секторі, але й у виробництві і призвело до скорочення темпів зростання американської економіки, що в свою чергу, через систему світогосподарських зв'язків прямо вплинуло на реальний сектор світового господарства, розпочавши процес зниження темпів світового економічного зростання, оскільки у структурі світової економічної системи, американська економіка має домінуючу роль.

Початок 2008 року, з усією очевидністю, показав переміщення кризи в американській економіці з фінансового сектору у реальний. В цих умовах гравці фондового ринку почали масового рятувати капітали, простіше кажучи, виводити їх з фондових інструментів, що супроводжувалось падінням котирувань цінних

паперів, а відтак під ударом виявились активи інвестиційних фондів, які вже й так втратили частину вартості через знецінення вкладень у іпотечні цінні папери. Через кризу вартості цінних паперів інвестиційних фондів криза перекинулася на активи банківських установ Європейської Співдружності, адже досить значна частина інвестицій у американські інвестиційні фонди за походженням була європейською. Таким чином, через фондовий сегмент європейського фінансового ринку, інтегрованого у глобальну фінансову систему та тісно пов'язаного з американським фондовим ринком, криза перекинулася на банківську систему європейських країн, а далі механізм її дії був близький до американського – банківська система дуже гостро відчула втрату вартості активів та брак ліквідності, що призвело до скорочення кредитування, а відтак загальмувало зростання сукупного попиту та виробництва через зниження рівня фінансового забезпечення господарських суб'єктів.

В першій половині 2008 року перебіг кризових явищ у реальному секторі світового ринку загострився. Скорочення виробництва у США та країнах Західної Європи призвело до скорочення попиту на сировинні ресурси, основними постачальниками яких є в основному країни «третього світу». Відповідно зменшення обсягів зовнішньої торгівлі та скорочення валютних надходжень для таких країн породило цілу низку проблем, починаючи від зростання безробіття у експортно-орієнтованих галузях та збільшення дефіциту державного бюджету і закінчуючи від'ємним сальдо платіжного балансу, нестабільністю національних валют та виникненням загрози національного дефолту.

На світовому фінансовому ринку в той самий час криза поглибилась у зв'язку з негативними очікуваннями інвесторів та зростанням рівня втрат компаній, докризова діяльність яких була пов'язана з цінними паперами іпотечного ринку. Врешті-решт, незважаючи на спроби ключових гравців фондового ринку вирішити кризову ситуацію, в другій половині 2008 року ситуація на фондовому ринку загострилась, глибина кризи інвестиційних інвесторів США засвідчена банкрутством четвертої за обсягом активів інвестиційної компанії - *Leman Brothers*,

та частковою націоналізацією найбільшої страхової компанії – AIG.

Надзвичайно важливим моментом, що сприяв перетворенню фінансової кризи у світову економічну кризу, стало порушення обігу капіталу на світовому кредитному ринку. Значні втрати американських та європейських банків, викликані обвалом фондового ринку США та втратою вартості іпотечних цінних паперів, призвели не тільки до скорочення обсягів кредитування національних економік, але й до обмеження інвестиційної активності західних інвесторів на ринках країн, що розвиваються. Більш того, західні портфельні інвестори розпочали процес активного виведення інвестицій, здійснених у активи країн з трансформаційною економікою, а цей процес, по мірі його розвитку, призводив до “розхитування” валютних курсів, загострення проблеми зовнішніх платежів та зниження інвестиційної привабливості аж до прогнозування суверенного дефолту (як у випадку з Україною).

В умовах розвитку світової фінансової кризи для трансформаційних економік ситуація на фінансовому ринку набуває особливої гостроти і перетворюється у замкнуте коло невирішених протиріч. Іноземні інвестиції залишають національний фондовий ринок, що призводить до його падіння та виключає можливості інвестування національної економіки з некредитних джерел. Відтік інвестицій відбувається в іноземній валюті, тобто чим активніший цей процес, тим сильніше порушується платіжний баланс, а отже порушується стабільність валютного курсу національної одиниці. Девальвація національних грошей ускладнює виконання зобов'язань по кредитних ресурсах, залучених на міжнародному фінансовому ринку, відповідно, знижується довіра до позичальників, знижується інвестиційний рейтинг не тільки приватних компаній, але й суверенний рейтинг, втрачаються можливості залучення капіталу із зовнішніх джерел (як через посилення вимог кредиторів так і через підвищення вартості залучення капіталу) і ,врешті-решт, зважаючи на загострення проблем у національній економіці, іноземні інвестори починають пришвидшувати процес виведення інвестицій, що тільки ускладнює кризову ситуація для транзитивної економіки.

Характерною ознакою механізму розвитку світової економічної кризи стала

показова неефективність інститутів – регуляторів ринку та неадекватність застосовуваних ними інструментів регулювання. В першу чергу, слід звернути увагу на відсутність адекватної оцінки інвестиційної якості іпотечних цінних паперів, - всесвітньовідомі рейтингові агенції припустились помилки у оцінюванні ризиків, проте відсутність будь-якої незалежної адекватної оцінки їх рейтингів, фактична безконтрольність, спричинили невірні інвестиційні рішення для величезного числа інвесторів, в тому числі інституційних інвесторів – своєрідних “стовпів фінансової системи”.

По-друге, відсутність дієвих інститутів-регуляторів іпотечного ринку призвела до безперешкодного перекидання кризи на ринок нерухомості та фінансовий ринок. Діючі державні інститути (Фреді Мак, Джині Мей та Фені Мей) були готові гарантувати заставні, але не були готові регулювати ринок іпотеки (в принципі це і не входило до їх компетенції) та ринок цінних паперів, випущених під заставу “пулів закладних”.

По-третє, неадекватні дії ФРС: з одного боку - підвищення облікової ставки, що сприяло підвищенню позичкових відсотків та могло спровокувати неплатоспроможність позичальників, а з - відсутність контролю за іпотечним кредитуванням.

По-четверте, відсутність інститутів-регуляторів міжнародного фінансового ринку сприяла перекиданню локальної фінансової кризи на міжнародний рівень.

По-п’яте, діючі міжнародні інститути-організатори виявили нездатність запобігти зростанню трансакційних витрат, викликаних кризовими явищами, більш того, їх діяльність сприяла загостренню фінансової кризи та її переміщення в реальний сектор світової економіки.

По-шосте, з усією очевидністю постала проблема неповноти інформації на глобальному фінансовому ринку та нездатність існуючих інститутів вирішити цю проблему.

Стосовно останнього зауваження, доводиться констатувати, що розвиток світового фінансового ринку сягнув такого рівня проникнення в національні

економіки, при якому локальні економічні проблеми здатні порушити баланс міжнародної фінансової системи, але не існує механізму систематизації, обробки, стандартизації всієї інформації, що характеризує процеси розвитку хоча б локальних фінансових ринків. Не існує інститутів-регуляторів, здатних на міжнародному ринку знизити трансакційні витрати неповної інформації стосовно динаміки локальних (національних) фінансових ринків та їх впливу на світовий фінансовий ринок, а отже, вирішення проблем подолання світової економічної кризи залежить і від створення таких інститутів.

Особливістю прояву кризових явищ в економіці України є їх виникнення у реальному секторі та перекидання їх у фінансовий сектор. Як уже було сказано, першим проявом кризи стало значне скорочення обсягів виробництва у металургії, зумовлене скороченням світового попиту на металопродукцію та зниженням внутрішнього споживання у зв'язку з уповільненням темпів будівництва. Для національної економіки гострота кризи, в першу чергу, пояснюється тим, що металургія є експортною базою національної економіки і формує значну частину валютних надходжень до України. Різка, фактично обвальне, зниження обсягів збуту металургії призвело до суттєвого зниження обсягів валютних надходжень до національної економіки, а відтак стало каталізатором девальвації національної валюти.

Іншим важливим моментом прояву кризи виявилась нестабільність банківської системи. В жовтні 2008 року, завдяки впливу як об'єктивних, так і суб'єктивних чинників, виникли проблеми з довірою клієнтів до ЗАТ "Промінвестбанк". Нездоровий ажіотаж навколо подій, що стосувались шостого за потужністю банку України, спровокував виникнення панічних настроїв серед частини населення, а відтак НБУ було вжито досить жорстких заходів щодо обмеження операцій населення з строковими депозитами. З одного боку це зняло напругу з ліквідністю банків, а з іншого - негативно вплинуло на стабільність національної валюти. В умовах штучного обмеження ліквідності банківських депозитів та відсутності можливостей використання фінансового ринку (завдяки

нерозвиненості інфраструктури), в якості найдоступнішого замітника фінансових інструментів виявилась іноземна валюта, що знову ж таки призвело до послаблення курсу гривні.

Аналіз розвитку ситуації показує, що передумови розвитку кризи та скорочення обсягів виробництва в кінці 2008 на початку 2009 року були створені набагато раніше, а почали здійснювати негативний вплив на економічну систему на початку 2008 року.

Першим, на наш погляд найважливішим чинником, що має системний характер і закладає фундаментальне протиріччя у функціонування економічної системи є інституційна неспроможність фінансового ринку України забезпечити перетворення національних заощаджень на основне джерело стимулювання економічного розвитку. Нерозвиненість фінансових інструментів, відсутність можливостей страхування ризиків, вузька спрямованість на пріоритетний розвиток банківського сектора та інертність держави у стимулюванні розвитку фінансового ринку не дозволили сформувати міцну фінансову структуру національної економіки з широкими можливостями для приватних інвесторів-резидентів. В кінцевому підсумку, це призвело до недостатніх обсягів залучення вітчизняного приватного капіталу у фінансову систему, а відтак до значного накопичення приватних заощаджень поза фінансовим сектором, що значно посилило інфляційну загрозу та сприяло валютному ослабленню національної одиниці, оскільки заощадження в іноземній валюті використовуються як альтернатива фінансовим інструментам і в умовах прояву будь-якої нестабільності на ринку провокують падіння готівкового валютного курсу гривні.

Другим чинником негативного впливу на вітчизняний фінансовий ринок світової економічної кризи, що впливає з першого, є залежність фінансування економічного розвитку від зовнішніх джерел, тобто в основному джерелом залучення додаткового капіталу у провідних галузях промисловості та банківському секторі виступали запозичення капіталу на міжнародних фінансових ринках. Більш того, основними джерелами зовнішніх запозичень були кредитні ресурси, залучені

за допомогою випуску облігацій або комерційного кредитування, а це, як зазначає Д.Стігліц, є однією з найбільших проблем транзитивної економіки в умовах рецесії[280, с.115], оскільки зниження обсягів виробництва знижує виручку, але зниження курсу національної валюти часто робить розмір цієї виручки у переведенні у іноземну валюту меншою, ніж кредитні зобов'язання іноземним кредиторам. Таким чином, не тільки виникає ризик приватних дефолтів по іноземних зобов'язаннях, але й втрачаються можливості з додаткового залучення капіталу із зовнішніх джерел через зниження кредитного рейтингу (читай – кредитної довіри), що скорочує можливості швидкого подолання кризових явищ.

На початок 2008 року розгортання світової економічної кризи викликало певне занепокоєння в уряді, але стосовно вітчизняної економіки головною проблемою було визнано швидке зростання сукупного попиту, що призводило до зростання темпів інфляції. У якості важелів стримування інфляції було використано, з одного боку, ревальвацію національної грошової одиниці, а з іншого – посилення вимог до банківського кредитування, зокрема збільшення норми обов'язкового резервування, особливо стосовно обсягів кредитування споживчого сектору. Результатом цих заходів стало скорочення споживчого попиту, в тому числі на товари тривалого використання та нерухомість, що в кінцевому підсумку порушило хиткий баланс у будівельній галузі, привівши до скорочення обсягів будівництва та наростання песимістичних очікувань у населення та інвесторів.

На початок осені 2008 року обвальне скорочення валютних надходжень від експорту та швидке зниження темпів економічного зростання призвело до напруження суспільно-економічної ситуації. Фактично, будь-яка негативна інформація чи подія могла спровокувати швидку ескалацію кризи. Такою знаковою подією стали чутки про невиконання одним із провідних банків держави зобов'язань перед вкладниками, що викликали і катастрофічне зниження довіри до банківської системи, і падіння валютного курсу національної валюти.

Як наслідок, на початок 2009 року констатується наступна ситуація:

- більш ніж 50% девальвація національної валюти;

- руйнація фондового ринку;
- суттєве обмеження споживчого та виробничого кредитування;
- виникнення загрози банкрутства частини банків;
- припинення фінансування небанківськими фінансовими установами.

Доводиться констатувати системну кризу фінансових інститутів України, вихід з якої можливий при активізації в внутрішньодержавного інвестиційного потенціалу. Тому актуальним є розгляд інституційних форм впливу на фінансовий ринок, в якості яких ми розглядаємо фінансові послуги.

п.3.2 Модель вдосконалення інституційної структури фінансового ринку України

Механізм розгортання та перенесення кризи на небанківський сегмент засвідчив, що передумовою виступає неефективність інститутів-регуляторів, які не здатні існуючими інструментами та методами регулювання (в першу чергу адміністративними) дієво впливати на розвиток фінансового ринку. Таким чином, відсутність у механізмі регулювання ефективного системного бачення принципів розбудови всіх сегментів фінансового ринку призводить до виникнення структурних протиріч і сприяє виникненню фінансових криз.

Ефективний розвиток інституційної структури залежить від належного інституційного забезпечення з системним та поетапним визначенням завдань вдосконалення фінансового ринку по кожному з інституційних рівнів. З цією метою розроблено модель вдосконалення інституційної структури фінансового ринку України (див. рис. 3.10).

В запропонованій моделі в якості етапів реалізації процесу вдосконалення інституційної структури визначено:

- встановлення існуючих суперечностей розвитку інституційної структури фінансового ринку України;
- визначення цілей вдосконалення інституційної структури фінансового ринку;
- визначення інструментів вдосконалення інституційної структури фінансового ринку;
- розробка послідовності застосування інструментів вдосконалення інституційної структури фінансового ринку;
- впровадження змін до інституційної структури фінансового ринку;
- оцінка ефективності нової інституційної структури фінансового ринку України.

Етапи	Елементи процесу вдосконалення інституційної структури фінансового ринку України				
Етап I Визначення суперечностей розвитку інституційної структури фінансового ринку	Аналіз інституційного середовища фінансового ринку	Аналіз діяльності інститутів-регуляторів фінансового ринку	Аналіз діяльності інститутів-посередників	Аналіз діяльності інститутів інфраструктури фінансового ринку	Формування комплексної системи оцінки ефективності фінансового ринку
Етап II Визначення цілей вдосконалення інституційної структури фінансового ринку України	Визначення напрямів розробки необхідного нормативно-правового забезпечення	Побудова ефективної моделі регулювання	Нарощування активів Розширення пропозиції фінансових інструментів Зниження вартості фінансових інструментів	Збільшення пропозиції фінансових послуг Зниження вартості фінансових послуг	Розробка Стратегії розвитку інституційної структури фінансового ринку
Етап III Визначення інструментів вдосконалення інституційної структури фінансового ринку України	Розробка законодавчих актів Розробка регуляторних актів	Розробка принципів регулювання та нагляду	Впровадження нових фінансових інститутів	Впровадження нових інститутів інфраструктури	Розробка Процедури реструктуризації фінансового ринку України
Етап IV Розробка послідовності застосування інструментів вдосконалення інституційної структури фінансового ринку України	Порядок затвердження законодавчих актів Порядок введення в дію регуляторних актів	Порядок реструктуризації напрямків регулювання Порядок реорганізації інститутів-регуляторів	Порядок та вимоги до організації діяльності нових інститутів	Порядок та вимоги до організації діяльності нових інститутів	Порядок реструктуризації фінансового ринку України
Етап V Впровадження змін до інституційної структури фінансового ринку України	Затвердження законодавчих актів Введення в дію регуляторних актів	Реструктуризації регулювання та пруденційного нагляду Реорганізація інститутів-регуляторів у напрямку моделі «за завданнями»	Створення агенції обігу депозитних сертифікатів Створення кооперативних банків Створення хедж-інституту	Створення національної рейтингової агенції	План заходів змін у інституційній структурі фінансового ринку
Етап VI Оцінка ефективності нової інституційної структури фінансового ринку України	Оцінка дієвості законодавчих та регуляторних актів	Оцінка результативності регулювання фінансового ринку	Оцінка кількісних та якісних показників діяльності фінансових інститутів	Оцінка показників діяльності інститутів інфраструктури фінансового ринку	Комплексна оцінка результатів вдосконалення інституційної структури фінансового ринку

Рис. 3.10 Модель вдосконалення інституційної структури фінансового ринку України

Вдосконалення інституційної структури фінансового ринку України повинно підпорядковуватись принципам системності та послідовності у здійсненні організаційних та адміністративних заходів. В першу чергу, опираючись на результати аналізу існуючої інституційної структури, важливим є виділення структурних елементів, які вимагають кардинальних перетворень, з метою формування ефективного фінансового ринку України. Структурними елементами процесу вдосконалення інституційної структури є:

- інституційне середовище (правові та регуляторні акти);
- заходи вдосконалення діяльності інститутів-регуляторів;
- заходи стимулювання розвитку інститутів-виконавців фінансових угод (фінансових інститутів-посередників);
- заходи, спрямовані на розвиток інститутів інфраструктури фінансового ринку України;
- створення формальних параметрів вдосконалення інституційної структури.

Інституційне середовище є сукупністю формальних та неформальних норм, правил, умов, що формуються за участю всіх фінансових інститутів. В ринковій економіці, як правило, зміни у інституційному середовищі відбуваються на основі пошуку нових вигідних для учасників ринкової взаємодії норм, при цьому часто продуцентами змін виступають фінансові інститути-посередники, створюючи неформальні норми, що через певний час «узаконюються» інститутами-регуляторами, набуваючи ваги формальних норм та правил. В якості формальних норм можуть виступати певні фінансові інструменти, наприклад: депозитна угода, страховий поліс чи дериватив, - всі вони на етапі створення були неформальними угодами, що пізніше сформувались у якості формальних інструментів з відповідним законодавчим забезпеченням, та/або нормативним забезпеченням (біржові правила торгівлі дериватами тощо).

В трансформаційній економіці невідповідність інституційного середовища інвестиційним потребам господарських суб'єктів є однією з системних суперечностей розвитку фінансового ринку. Дисбаланс між зростаючими потребами

у фінансових ресурсах та можливостями «узаконення» переміщення фінансових ресурсів виникає в результаті використання або застарілих формальних норм (недосконалого законодавства), або використання формальних норм, що не мають економічних та інституційних можливостей реалізації. Для прикладу, в Україні деривати законодавчо оформлені як окремий вид фінансових інструментів, але практично не використовуються в результаті відсутності відповідної мотивації у практичній діяльності господарських суб'єктів.

Вдосконалення інституційного середовища є достатньо складним і суперечливим процесом, що вимагає системного підходу та комплексних заходів практичного впровадження практичних норм. Тому в трансформаційній економіці нормотворення відбувається переважно в середовищі інститутів-регуляторів і зосереджується на нормативно-правовому забезпеченні функціонування фінансових інститутів. Слід зауважити, що формування інституційного середовища в трансформаційній економіці можливе двома напрямками.

Згідно з першим напрямом, інституційне середовище може формуватись еволюційно, опираючись на поступове законодавче затвердження створених фінансових ринком норм, але такий шлях є достатньо тривалим та не дає впевненості у готовності фінансових інститутів створювати норми, що будуть необхідними в конкретних економічних умовах, адже в трансформаційній економіці існує загроза виникнення так званої рентно-орієнтованої економічної поведінки, при якій господарські суб'єкти опираються не на ринкові можливості отримання прибутку, а на певні угоди, укладені поза ринком та спрямовані на отримання прибутку неекономічними методами.

Другий напрям формування інституційного середовища полягає у штучному перенесенні досвіду розвинених фінансових ринків у трансформаційні економіки. Процес так званого „імпорту інститутів” дозволяє застосувати не тільки уже розроблені у інших економічних системах норми та правила діяльності, але й впровадити у практику господарської діяльності застосування нових фінансових інструментів і навіть функціонування окремих фінансових інститутів. Проблемним

у імпортуванні інститутів є вибір прийнятної для адаптації моделі фінансового ринку, адже неправильний вибір призведе до неможливості застосування імпортованого інституційного забезпечення в умовах трансформаційної економіки та може зумовити нездатність імпортованих фінансових інститутів функціонувати на фінансовому ринку трансформаційної економіки.

Можливість формування інституційного середовища, що відповідає потребам розвитку трансформаційної економіки, визначається зваженим та системним підходом до розбудови фінансового ринку. Перспективним шляхом становлення адекватного ринковим потребам інституційного середовища є визначення етапів його вдосконалення та поступове впровадження нових норм та правил, опираючись як на практику діяльності існуючих інститутів, так і імпортовані та відповідно адаптовані норми з практики розвинутих фінансових ринків. На наш погляд, основними етапами вдосконалення інституційного середовища фінансового ринку України мають бути послідовні зміни у інституційному середовищі в напрямі від виявлення характеристик діючого інституційного середовища та визначення напрямів його вдосконалення до впровадження конкретних нормативно-правових документів та оцінки їх дієвості у вдосконаленій структурі фінансового ринку України (рис.).

Запропонована послідовність зміни інституційного середовища повинна дозволити систематизувати формальне нормотворення та підвищити можливості реалізації керуючих функцій інститутів-регуляторів. На початку необхідним є всебічний аналіз існуючого інституційного середовища, починаючи з юридично-правового аналізу існуючих законодавчих та регулюючих актів та закінчуючи формами типових контрактів, що укладаються на фінансовому ринку. На цьому етапі важливим є залучення міжнародних юридичних компаній з метою визначення відповідності існуючого інституційного забезпечення міжнародному інституційному середовищу.

В процесі всебічного аналізу інституційного середовища встановлюються переваги та недоліки існуючого забезпечення розвитку інституційної структури та

створюються можливості для реалізації другого етапу вдосконалення інституційного середовища - визначення напрямів вдосконалення існуючого нормативно-правового забезпечення. На даному етапі важливим є не тільки встановлення пріоритетів вдосконалення нормативно-правового забезпечення, але і його адаптація до міжнародних стандартів нормативно-правового забезпечення, в тому числі врахування умов реалізації державної Програми адаптації законодавства України до законодавства Європейського Союзу.

У визначенні напрямів розробки необхідного нормативно-правового забезпечення важливим є досвід впровадження вимог Базельського комітету з банківського нагляду щодо принципів регулювання банківської діяльності. Поступове впровадження за активної участі банківських установ вимог Базеля I стало рушієм трансформації правил ведення банківського бізнесу згідно стандартів європейських країн, що, в кінцевому результаті, підвищило інвестиційну привабливість вітчизняних банків для іноземних інвесторів. Проте виконання вимог Базельського комітету важливе не лише для підвищення капіталізації банків, але й для забезпечення збалансованого розвитку банківської системи, особливо зважаючи на те, що додаткові вимоги згідно принципів Базель II, дозволяють перейти від моделі жорсткого адміністрування банківських установ до моделі управління ризиками, що забезпечить ринкову гнучкість банківської системи і дозволить ефективно реагувати на зміни у економічній динаміці, мінімізуючи втрати зумовлені циклічними коливаннями.

Ефективні зміни інституційного середовища можливі при дотриманні принципів послідовності та системності у процесі розробки нормативно-правового забезпечення. Тому необхідним є поетапне узгодження розробки, порядку затвердження та введення в дію нормативних актів спрямованих на вдосконалення інституційного середовища. Дотримання принципу послідовності, в першу чергу, необхідне для досягнення позитивного синергетичного ефекту від впровадження нового інституційного забезпечення, а принцип системності дозволяє розробити алгоритм прийняття нормативних документів, кожен з яких буде забезпечувати

реалізацію конкретних цілей регулювання діяльності фінансових інститутів.

Інституційне середовище є консистенцією дії фінансових інституцій, що впроваджується у практичну сферу інститутами-регуляторами фінансового ринку, а тому важливим елементом процесу вдосконалення інституційної структури фінансового ринку є вдосконалення існуючої моделі регулювання фінансового ринку України. Послідовність вдосконалення регулюючих фінансових інститутів повинна чітко визначати цілі, завдання, можливості та перешкоди на шляху побудови сучасної моделі організації регулювання фінансового ринку.

Формування ефективного інституційного середовища неможливе без дієвої участі інститутів-регуляторів. На сьогодні існуюча секторна модель не відповідає вимогам забезпечення збалансованості фінансового ринку. Формування фінансової кризи та її розвиток були запрограмовані нездатністю існуючих регуляторів попередити кризові явища та забезпечити успішне функціонування фінансових інститутів на етапі подолання наслідків кризи. Така ситуація характерна практично для всіх фінансових ринку, організованих за секторним принципом побудови регулюючого механізму (про що свідчить поглиблення кризових явищ на фінансових ринках Греції, Іспанії, Португалії). Причиною є складність узгодження антикризових явищ між інститутами-регуляторами, адже в секторній моделі кожен з регуляторів здійснює власну політику керування відповідним ринковим сегментом, застосовує різні адміністративні та економічні інструменти регулювання і має різний рівень незалежності від уряду, що зумовлює різний ступінь підпорядкування адміністративно-регулюючих заходів потребам уряду. Тому актуальною є потреба становлення такої моделі регулювання, у якій будуть використовуватись чіткі та послідовні процедури запобігання кризовим явищам.

Розробка нової моделі організації інститутів-регуляторів передбачає визначення суперечностей діяльності НБУ, Держфінпослуг та ДКЦПФР та встановлення чітких цілей вдосконалення моделі регулювання фінансового ринку. Насамперед слід встановити пріоритетність формування нової моделі організації регулювання: або це буде модель «двох вершин», або ж це буде модель

мегарегулятора. Зважаючи на потребу поступового становлення ефективної моделі, вважаємо, що в найближчій перспективі більш доцільним є формування моделі регулювання за завданнями, оскільки існуюча секторна модель може бути достатньо швидко змінена шляхом реструктуризації діяльності НБУ в напрямку реалізації потреб пруденційного нагляду за фінансовими установами, а злиття Держфінпослуг та ДКЦРФР та надання їм можливостей регуляторного впливу на фінансовий ринок дозволить створити регулятор, що буде здійснювати регулювання діяльності небанківських фінансових інститутів.

Формування нової моделі регулювання фінансового ринку вимагає послідовних заходів, спрямованих на створення дієвого механізму впровадження змін у діяльність інститутів регуляторів, структурними елементами якого будуть: розробка нових принципів регулювання та нагляду за фінансовим ринком; розробка порядку реструктуризації напрямків регулювання та реорганізації інститутів-регуляторів фінансового ринку; впровадження інституційних змін в сфері регулювання інституційної структури фінансового ринку та оцінка результативності нової системи інститутів-регуляторів.

Важливим елементом процесу вдосконалення інституційної структури фінансового ринку є забезпечення здійснення якісних змін у діяльності фінансових інститутів-посередників. Вихідним пунктом є встановлення особливостей та суперечностей розвитку фінансових інститутів. Аналіз інституційного розвитку фінансових інститутів здійснений у другому розділі дисертаційного дослідження показує, що головними цілями вдосконалення фінансових інститутів є якісний розвиток їх фінансового потенціалу. Нарощування активів по ринкових сегментах, збільшення обсягів середніх активів на певний вид фінансового інституту, розширення регіонального представлення фінансових інститутів, розширення пропозиції фінансових інструментів та зниження їх вартості є достатньо чіткими цілями, які можуть мати формальні показники, що можуть слугувати орієнтирами здійснення інституційного розвитку фінансового ринку.

Реалізація етапів вдосконалення діяльності фінансових інститутів повинна

забезпечувати створення та впровадження нових фінансових інститутів у практичну діяльність на фінансовому ринку України. В контексті здійснення інновацій у інституційних формах фінансових інститутів важливими етапами є визначення порядку та вимог до організації нових інституційних форм та інституційне моделювання, що повинно опиратись як на існуючу практику та потреби розвитку вітчизняного фінансового ринку так і на зарубіжний досвід впровадження нових форм фінансових інститутів. Тому створення нових форм фінансових інститутів повинно відбуватись шляхом пошуку необхідних для фінансового ринку фінансових інститутів або шляхом імпорту іноземного досвіду впровадження фінансових інститутів з паралельним нормативним та інституційним забезпеченням.

Розвиток фінансових інститутів-посередників залежить не тільки від адекватного нормативно-правового забезпечення, але й від наявності відповідних інститутів інфраструктури фінансового ринку. Важливим моментом розвитку фінансової інфраструктури в Україні є недостатнє інфраструктурне забезпечення фінансового ринку. Головними цілями вдосконалення інфраструктури має бути розширення пропозиції фінансових послуг, що в підсумку сприятиме зниженню їх вартості та доступності для споживачів.

На етапі впровадження нових фінансових інститутів розробка збалансованої моделі розвитку фінансового ринку повинна враховувати потребу у формуванні нових інститутів інфраструктури адекватних існуючим і новоствореним фінансовим інститутам-посередникам. Відповідно поетапне вдосконалення інфраструктури фінансового ринку передбачає визначення нових форм інститутів інфраструктури, розробку процедур та вимог до організації нових інститутів інфраструктури та впровадження у діючу інституційну структуру нових інститутів.

Поетапне вдосконалення інституційної структури фінансового ринку повинно бути формалізованим у вигляді певних формальних параметрів, що дозволять систематизувати інституційні зміни та встановити критерії оцінки ефективності формування нової структури фінансового ринку. В якості формальних параметрів процесу вдосконалення інституційної структури необхідно розробити: комплексну

систему оцінки ефективності фінансового ринку; стратегію розвитку інституційної структури фінансового ринку; процедуру реструктуризації фінансового ринку України; послідовність (програму) реструктуризації фінансового ринку України; план заходів змін у інституційній структурі фінансового ринку та комплексну оцінку результатів вдосконалення інституційної структури фінансового ринку України.

Комплексна оцінка ефективності фінансового ринку може бути представлена у вигляді аналітичних матеріалів здійсненого експертного дослідження стану розвитку фінансових інститутів із залученням як вітчизняних фахівців так і міжнародні консалтингових агенцій.

Стратегія розвитку інституційної структури фінансового ринку повинна мати чіткий часовий критерій розробки (термін, на який вона розробляється). В Стратегії мають чітко детермінуватись цілі вдосконалення інституційної структури по напрямках: створення інституційного забезпечення; впровадження нових моделей регулювання ринку; розвиток нових фінансових інститутів та інститутів інфраструктури фінансового ринку.

Процедура реструктуризації інституційної структури повинна чітко описувати необхідні інструменти вдосконалення інституційної структури та логічно поєднуватись з порядком реструктуризації фінансового ринку України. Процедура як формальний документ повинна бути розроблена для систематизації інституційних змін, опираючись цілі трансформації фінансового ринку, відповідно визначенні у Стратегії. В свою чергу, Порядок реструктуризації фінансового ринку є узгодженим по часовим параметрам планом здійснення, визначених у Процедурі реструктуризації, необхідних змін у інституційній структурі.

Розробка Плану заходів змін у інституційній структурі передбачає створення переліку практичних дій, спрямованих на зміну інституційної структури, з встановленням термінів здійснення окремих заходів. Важливим є узгодження Плану з існуючими та державними програмами економічного розвитку, що реалізуються та розроблюються. Зокрема, актуальним є узгодження цього документу з „Програмою

економічних реформ України на 2010-2014 роки”, розробленою Комітетом з ринкових реформ при Президентові України. В даній програмі є ряд завдань, що можуть бути доповнені пропонованим „Планом заходів..”, наприклад згідно з Державною Програмою важливими напрямками вдосконалення фінансового сектору визначено [296]:

- удосконалити нормативне врегулювання щодо забезпечення виконання зобов'язань позичальників за кредитними договорами з метою підвищення захисту прав кредитора та вкладників банків;
- забезпечення повноцінного функціонування агентства кредитних історій (інститут інфраструктури фінансового ринку);
- створення умов для підвищення якості кредитного аналізу платоспроможності позичальників і забезпеченості кредитів, у т. ч. надати фінансово-кредитним установам можливість перевіряти достовірність поданих документів потенційних позичальників;
- підвищення вимог до розкриття обов'язкової інформації учасниками фінансового ринку, у т.ч. інформації про кінцевих власників фінансових установ;
- запровадження міжнародних стандартів фінансової звітності (МСФЗ) для всіх фінансових установ;
- реструктуризація проблемних активів у банківській сфері, шляхом створення банку проблемних активів;
- посилення пруденційного нагляду за діяльністю банків і введення систему пруденційного нагляду за небанківськими фінансовими установами;
- поліпшення координації діяльності регуляторних органів фінансового сектору з метою моніторингу системних фінансових ризиків і вироблення погодженої стратегії й тактики регулювання фінансових ринків;
- посилення інституційної спроможності й операційної незалежності регуляторів ринку небанківських фінансових послуг і фондового ринку;
- посилення вимог до управління ризиками, забезпечення прозорості

діяльності й розкриття інформації учасниками фінансового ринку;

- підвищити рівня капіталізації страхових компаній, впровадження принципів страхового нагляду відповідно до стандартів Міжнародної асоціації органів страхового нагляду й створення системи гарантування страхових виплат за договорами страхування життя;
- створення законодавчої бази для впровадження нових фінансових інструментів та механізмів перерозподілу коштів, у т.ч. похідних цінних паперів;
- удосконалення регулювання іпотечного ринку, у т.ч. вирішення питання обігу заставних інструментів на іпотечному ринку України;
- створення єдиної системи депозитарного обліку цінних паперів;
- введення єдиних правил розрахунків біржового курсу цінних паперів, запобігання маніпулюванню ціноутворенням на ринку цінних паперів, посилення на законодавчому рівні відповідальність за використання інсайдерської інформації;
- стимулювання збільшення обсягів операцій на організованому сегменті фондового ринку шляхом продажу на фондовій біржі пакетів акцій до 25 відсотків статутного капіталу об'єктів, які приватизуються.

В кінцевому підсумку, в сучасних умовах для запобігання та подолання кризових явищ слід здійснити ряд практичних заходів. В напрямі реструктуризації інститутів-регуляторів, необхідно створити передумови для отримання адміністративної та економічної незалежності Держфінпослуг та ДКЦПФР та забезпечити більш широке використання економічних методів регулювання фінансового ринку. Метою реформування інститутів-регуляторів має бути реорганізація існуючої вітчизняної секторної моделі у напрямі формування моделі нагляду та регулювання фінансових інститутів за завданнями (модель «двох вершин») та з поступовим формуванням передумов для створення єдиного інституту – мегарегулятора, організованого за принципами, які використовуються в ЄС.

Практичними напрямками вдосконалення інституційної структури фінансового

ринку України є розширення пропозиції фінансових інструментів та створення нових форм фінансових інститутів. Зокрема, більш широке використання цінних паперів у банківській практиці можливе завдяки сек'юритизації банківських депозитів за допомогою створення спеціальної державної установи – агенції з обігу депозитних сертифікатів.

В напрямі впровадження нових форм фінансових інститутів перспективним є створення кооперативних банків. Важливим для розвитку страхового ринку є створення фінансового інституту – гаранта операцій з деривативами на фондовому ринку. Оскільки вітчизняні біржі не готові взяти на себе відповідальність за організацію хеджування, державі слід ініціювати створення саморегульованої організації з провідною участю держави, яка б забезпечувала виконання угод хеджування.

Важливим інституційним заходом вдосконалення фінансового ринку, особливо в післякризовий період є створення ефективної системи рейтингування підприємств-резидентів, що емітують цінні папери та використовують фінансові інструменти. Тому необхідним є створення державної установи, яка на законодавчій базі за чіткими і зрозумілими принципами оцінюватиме емітентів та буде формувати базу даних із необхідною для потенційного інвестора інформацією про діяльність кожного з них.

Одним із заходів активізації фінансового ринку може стати вдосконалення механізму отримання кредитів під заставу цінних паперів, які є інструментами власності (акції). З цією метою можливим є створення нових організаційних форм фінансових інститутів - заставних інвестиційних фондів, що здатні залучати фінансові ресурси від приватних, корпоративних чи банківських суб'єктів фінансового ринку, з метою кредитування певного позичальника чи групи позичальників під заставу їх корпоративних цінних паперів, що буде розглянуто нижче.

п.3.3. Інститути фінансового ринку та їх значення у забезпеченні суспільно-економічного розвитку

Формування національного фінансового ринку виявляється досить неоднорідним у різних його сегментах. Як правило, специфікою протікання трансформаційних процесів є суттєве погіршення фінансового стану підприємств, що робить власний прибуток лише допоміжним джерелом фінансування. Недостатній розвиток фінансового ринку і відповідних фінансових інститутів не дає змоги підприємствам широко використовувати таке джерело фінансування як випуск акцій, облігацій.

Створення ефективно діючих фінансових ринків є найважливішими завданнями реформування економіки країни. Будь-які масштабні економічні перетворення залишаються незавершеними без створення конкурентноспроможного фінансового сектора, здатного мобілізувати, перерозподіляти та надавати реформованій економіці інвестиційні ресурси. Тому розвиток ринку цінних паперів як невід'ємної частини фінансового ринку та важливого сегмента національної економіки набуває першочергового значення.

На наш погляд, одним з ключових моментів розвитку фінансового ринку може стати стимулювання використання цінних паперів у банківській практиці шляхом сек'юритизації (випуску спеціальних цінних паперів) банківських депозитів; На наш погляд, розвиток вітчизняної банківської системи можна зорієнтувати до зближення з ринком цінних паперів, шляхом проведення сек'юритизації банківських депозитів. Механізм сек'юритизації повинен забезпечити випуск і обіг депозитних сертифікатів - дозволеного законодавством виду цінних паперів, що засвідчують отримання певної грошової суми по закінченні терміну дії сертифікату. Перевагами сек'юритизації є:

по перше, для вкладника - забезпечення ліквідності грошового вкладу і можливості отримання грошового доходу до терміну повернення вкладу з відносно меншими втратами;

по друге, для банку - усунення небезпеки масового дострокового розірвання депозитних угод і забезпечення більшої фінансової стійкості;

по третє, для контролюючих інститутів - можливість побудови системи моніторингу обігу даних цінних паперів за допомогою обліку номерних реквізитів кожного окремого цінного паперу.

Оскільки дані цінні папери є структуро-утворюючим елементом активів банківських установ, контроль за їх обігом доцільно покласти на національний банк. На наш погляд, корисним також буде створення спеціальної державної установи гарантування обігу депозитних сертифікатів. Фактично, ми ведемо мову про створення спеціального економічного інституту - колектора депозитних сертифікатів, його функції полягають у викупі депозитних сертифікатів у банківських установ, що мають проблеми з ліквідністю. Слід відзначити, що ми пропонуємо не створення аналогу так званого „поганого банку” (як називають деякі економісти державну установу яка здатна поглинути частину заборгованості комерційних банків), а створення установи, яка здатна стабілізувати ситуацію щодо окремого банку, з правом вимоги по зобов'язаннях в більш сприятливих умовах.

В розрізі стимулювання сегментів фінансового ринку важливим є вирішення питань розвитку альтернативних до банківських фінансових інститутів.

Для сектору кредитних асоціацій актуальним є створення кооперативних банків — кредитно-фінансових інститутів, що створюються на пайових засадах для задоволення взаємних потреб у кредиті та інших банківських послугах і подальшого розвитку господарської діяльності. Кооперативні банки є центрами кредитних кооперативів, які об'єднуються зазвичай за галузевими або територіальними ознаками.

До особливостей кредитно-кооперативних спілок можна віднести ряд особливостей, що досить суттєво відрізняють принципи їх функціонування від діяльності комерційних банків, зокрема:

- в кооперативному банку позичальники(кредитні спілки) можуть відносно простіше отримати кредити за меншими процентними ставками, а вкладники - більший процент на свої заощадження;

- кооперативний банк територіально локалізується та об'єднує кредитні спілки певного регіону, що посилює їх фінансовий потенціал на регіональному ринку;

- кооперативний банк контролюється всіма учасниками - кредитними спілками, що забезпечує прозорість та відкритість його діяльності;

- створюється можливість накопичення досить значного фінансового капіталу, при невеликих вкладах та кредитах членів кредитних спілок - його організаторів.

На наш погляд в першу чергу необхідно створити умови для розвитку цього своєрідно фінансового стержня для розвитку кредитних спілок. Ми ведемо мову про створення хоча б одного спеціалізованого кредитного банку з мережею регіональних відділень. Центральний кооперативний банк є важливим детермінантом розвитку кредитної кооперації, без його створення вести мову про активізацію її розвитку фактично немає сенсу. Між тим в Україні до сьогоднішнього дня немає необхідної правової бази, котра б визначала порядок його створення та специфіку функціонування. Поки що, єдиним законодавчим актом, котрий визначає сутність кооперативного банку є Закон "Про банки та банківську систему", в якому даній проблемі присвячена одна невелика стаття(ст.8). В таких умовах, створення цього ринкового інституту не вважається нам можливим.

Як нам здається, сучасний стан розвитку кредитної кооперації вряд чи дозволить створити банк хоча б з мінімальним статутним фондом, визначеним для комерційних банків, тож необхідно пом'якшити умови формування статутного капіталу.

Крім того, як перспективний напрямок поліпшення фінансових можливостей кредитно-кооперативних установ є використання досвіду США – дозволити кредитним спілкам випускати власні боргові цінні папери та розширити законодавчо встановлені обмеження сфер діяльності кредитних спілок, а для цього доведеться вносити зміни до існуючого закону, а також до ряду регулюючих актів.

Отже кредитні спілки є тими інститутами, котрі дозволяють розвивати підприємливість як мотив ініціативної господарської діяльності.

Іншим важливим інститутом фінансового ринку, тісно пов'язаним із забезпеченням суспільного добробуту є страхові компанії. Важливим для розвитку страхового ринку нами вбачається створення фінансового інституту - гаранта хеджових операцій на фондовому ринку, що обмежить ризики за операціями страховиків із фінансовими активами. На розвинутих фінансових ринках, виконання хеджових операцій гарантується самою біржою. Оскільки, вітчизняні біржі не готові взяти на себе відповідальність по організації хеджування, державі слід ініціювати створення саморегульованої організації з провідною участю держави, яка б забезпечувала виконання хеджових угод. Крім державного регулюючого органу(ДКЦПФП), що здійснюватиме загальний нагляд, до управлінської структури цього інституту слід ввести представників фондової біржі та інституційних інвесторів, що забезпечить більшу відкритість у діяльності і стане гарантом виконання укладених угод та стимулюватиме розширення спектра фінансових послуг та зниження рівня ризику фінансових операцій.

Також на дану саморегульовану організацію(умовно назвемо її хедж- інститутом фінансового ринку) можна покласти завдання організації заходів по підвищенню якості розкриття інформації та зміцнення довіри до фінансових установ – учасників та впровадження міжнародних принципів корпоративного управління і процедур консолідованого нагляду.

Важливим також є створення ефективної системи рейтингування підприємств-резидентів, що емітують цінні папери та використовують фінансові інструменти. В даному напрямку, необхідним є створення суто державної установи, яка на законодавчій базі за чіткими і зрозумілими принципами оцінюватиме емітентів та буде формувати базу даних із необхідною для потенційного інвестора інформацією про діяльність кожного з них. Державна форма організації цього інституту гарантуватиме достовірність інформації та комерційну незаангажованість рейтингової установи у встановленні рейтингу емітента, адже як нами зазначалось,

саме комерційна зацікавленість приватних рейтингових агенцій у США призвела до неадекватного оцінювання ризиків та була однією із першопричин виникнення світової фінансової кризи.

Для розвитку національних інститутів спільного інвестування та їх активної участі у функціонуванні фінансового ринку, необхідними є ряд передумов економічного та інституційного характеру. Головною з економічних передумов є наявність у економіці вітчизняних інвесторів, котрі готові активно грати на фондовому ринку. Проте такі гравці з'являються на ринку тільки тоді, коли з одного боку створено досить потужний резерв фінансового капіталу, а з іншого боку, традиційні шляхи розвитку бізнесу не приносять очікуваної вищої норми прибутку, тобто їх потенціал до зростання вичерпано. Поки що, вітчизняні інвестори надають перевагу вкладенням у реальні інвестиції, реінвестують у діючий бізнес або ж виводять капітал закордон. На вітчизняному фондовому ринку грають переважно іноземні гравці, між тим за спостереженнями фахівців-біржовиків, активний розвиток фондового ринку за участю інститутів спільного інвестування можливий лише тоді, коли на ринку фінансові інтереси вітчизняних учасників складатимуть хоча б 50% від загального обсягу біржових угод.

У вітчизняному інвестиційному бізнесі, інститути спільного інвестування мають порівняно меншу гнучкість порівняно з іноземними ринками. Зокрема обмеження, котрі стосуються структури активів не дозволяють гнучко реагувати на зміну ринкової кон'юктури. Для вітчизняних інститутів спільного інвестування, частка депозитів у структурі активів не може перевищувати 30%. Якщо фондовий ринок переживає зниження котирувань цінних паперів, то дане обмеження призводить до втрати доходності інвестиційних фондів, адже вони змушені вкладати кошти у цінні папери вартість яких знижується.

Іншою інституційною проблемою розвитку інститутів спільного інвестування є нерозвиненість законодавчої бази у сфері управління активами інституційних інвесторів (страхових компаній, пенсійних фондів, банків), що призводить до їх низької зацікавленості у вкладенні коштів у інвестиційні фонди.

По оцінках фахівців, в Україні поки що не створено дієвого ринку з конкуренцією між ІСІ та банківськими установами. Наприклад, сьогодні вкладення населення у інвестиційні фонди досягли позначки близько 0,5% заощаджень населення, у Росії цей показник становить 10%, у Східній Європі – більш ніж 30%, а у США – близько 50%. Тобто перспективи зростання інвестиційних фондів є колосальними.

Розвиток інститутів спільного інвестування в Україні стримується однією з головних проблем сучасного фінансового ринку України – відсутністю можливості реалізувати основний мотив інвестування у фінансові інструменти – отримання інвестиційного доходу.

З позицій інвестора, або вкладника, головним мотивом інвестування в тому числі вкладення у цінні папери різних емітентів є отримання прибутку. Еволюція розвинутих економічних систем сформувала чіткий взаємозв'язок між економічними мотивами вкладення у цінні папери та реалізацією прав власності на них. В розвинутих економіках, вкладення інституційних інвесторів стимулюються в першу чергу прибутковістю цінних паперів. Володіння акцією є не просто фіксацією прав власності, а дозволяє отримати реальний прибуток у вигляді дивіденду. Навіть якщо інвестування здійснюється у венчурне підприємство, можливість отримання прибутку з'являється як тільки компанія достатньо впевнено починає почувати себе на ринку, або через самостійний викуп акцій, або через продаж тих самих акцій на ринку. При цьому власник акції захищений не тільки з правової точки зору відповідними державними органами які захищають інтереси приватного інвестора, але також через існуючі взаємозв'язки між господарськими суб'єктами, фактично неформальне інституційне середовище створює ситуацію при якій для реципієнта, забезпечення доходності інвестицій є головним завданням як з позицій управління так і з позицій економічного розвитку підприємства.

Інституційний механізм реалізації прав власності інвестора у розвинутих економіках робить доходність інвестицій постулатом для менеджменту. В акціонерних товариствах, контроль над менеджментом досягається в першу чергу

через можливість реального впливу інвесторів із достатнім пакетом цінних паперів на управлінські рішення та кадровий склад менеджменту. При цьому, формується чіткий і послідовний логічний ланцюжок: менеджмент є успішним якщо корпорація приносить дохід інвестору, інвестор готовий продовжувати вкладати у компанію якщо вона прибуткова. Доводиться констатувати, що в Україні цінні папери не дозволяють реалізувати права власності, а ключовий наслідок із реалізації прав власності – отримання інвестиційного доходу з цінних паперів практично відсутній.

Одним із заходів активізації фінансового ринку може стати законодавче закріплення можливості отримання кредитів під заставу цінних паперів, в першу чергу акцій. Хоча вітчизняне законодавство й передбачає таку можливість, на практиці воно мало розвинуте, хоча світова практика свідчить про досить широке використання цінних паперів в якості застави. Додаткову можливість використовувати інвестовані кошти для інвестора в США, надають взаємні фонди грошового ринку, котрі дозволяють власним інвесторам виписувати чеки на основі суми інвестованого капіталу в їхні цінні папери, тобто пропонують близький замінник банківських поточних рахунків, проте слід зазначити, що вкладення взаємних фондів грошового ринку здійснюються в основному в грошові фінансові інструменти.

На наш погляд, використання цінних паперів у якості застави надасть для потенційних інвесторів ряд переваг, що позитивно вплинуть на розвиток не тільки ринку цінних паперів, але й фінансового ринку в інших секторах. До позитивних сторін використання застави цінних паперів, можна віднести:

- ◆ отримання інвестором додаткової можливості використання фінансових ресурсів, адже інвестуючи у цінні папери, він не “зв’язує” капітал і не обмежує споживання, а через заставу може повернути частину інвестованого капіталу і спрямувати його на задоволення інших споживчих потреб;
- ◆ активізація ринку цінних паперів, адже покращення фінансових можливостей інвесторів завдяки заставі, дозволить підвищити привабливість операцій на фондовому ринку;

- ◆ використання механізму застави власних цінних паперів, дозволить корпораціям(акціонерним товариствам), отримати додаткове джерело фінансування, що стимулюватиме розвиток реального сектора;
- ◆ покращення інформативності та прозорості фінансового ринку як на кредитному так і на фондовому сегменті, завдяки формуванню системи подвійного моніторингу фінансової діяльності, з одного боку інструментального контролю господарської діяльності позичальника з боку банківської установи, з іншого – оцінка ринкових перспектив емітента за допомогою курсу цінних паперів на фондовій біржі;
- ◆ створення можливостей виникнення нових форм фінансових інститутів, наприклад заставних інвестиційних фондів.

Більш детально зупинимось на останній тезі. В нашому розумінні, заставний інвестиційний фонд є фінансовим посередником, що може залучати фінансові ресурси від приватних, корпоративних чи банківських суб'єктів фінансового ринку з метою позики визначеному позичальнику чи групі позичальників під заставу їх корпоративних цінних паперів.

Метою діяльності заставного інвестиційного фонду є отримання прибутку від посередницьких операцій на фінансовому ринку за допомогою капіталізації боргових зобов'язань позичальників під заставу корпоративних цінних паперів.

На наш погляд, доцільно використати існуюче законодавче забезпечення у зв'язку з діючими фінансовими інститутами, а саме інвестиційні компанії, які по вітчизняному законодавству вповноважені створювати інвестиційні фонди та здійснювати менеджмент інвестиційних фондів. По своїй природі заставний інвестиційний фонд близький до традиційних інвестиційних фондів, а тому до його організації можна застосувати ті ж принципи, що й до інших інвестиційних фондів. Відповідно по терміну дії заставні інвестиційні фонди можуть бути строковими, а по можливості повернення інвестицій для вкладника – інтервальними та закритими.

Специфічною рисою заставних інвестиційних фондів є особливості формування активів. Якщо традиційний інвестиційний фонд залучає кошти та

вкладає їх у цінні папери, то заставний інвестиційний фонд отримує цінні папери як заставу, без права операцій з ними(за винятком обумовлених договірних ситуацій) і залучає кошти під заставу цінних паперів позичальника.

Механізм діяльності заставного інвестиційного фонду може бути побудований за наступною схемою:

Етап 1. Потенційний позичальник звертається до фінансового посередника – інвестиційної компанії з пропозицією щодо інвестування під заставу пакету цінних паперів;

Етап 2. Інвестиційна компанія визначає можливість залучення інвестицій, строк, вартість, достатність запропонованого пакету цінних паперів для застави;

Етап 3. Інвестиційна компанія вводить пакет цінних паперів до існуючого пулу(набору) цінних паперів інших позичальників в процесі формування заставного інвестиційного фонду, якщо він формується за ознакою диверсифікованості, або ж на основі пакету цінних паперів створює недиверсифікований(венчурний) заставний інвестиційний фонд, з метою фінансування одного визначеного позичальника;

Етап 4. Інвестиційний фонд емітує(випускає) цінні папери – заставні сертифікати на суму, яка відповідає номінальній(балансовій) вартості цінних паперів позичальників та продає дані цінні папери інвесторам по визначеній ціні. Ціна продажу заставних сертифікатів формується як різниця між балансовою ціною заставлених акцій та маржею інвестиційного фонду.

Етап 5. Інвестиційний фонд здійснює розміщення цінних паперів(заставних сертифікатів) – продаж їх інвесторам. Особливістю заставного сертифікату є:

- строковість – розміщення на певний строк, визначений на бланку;
- забезпеченість – визначення його вартості на основі балансової вартості заставних цінних паперів;
- конвертованість у готівку, або у цінні папери позичальників по закінченню строку його дії.

Етап 6. Інвестиційна компанія здійснює менеджмент заставного інвестиційного фонду. Якщо заставний фонд організовано за інтервальним

принципом, тобто передбачена для інвесторів можливість дострокового повернення вартості сертифікату, при бажанні інвестора повернути інвестиції, сертифікат викупується інвестиційним фондом по вартості номіналу за мінусом маржі інвестиційного фонду, пропорційно до числа періодів(тобто, якщо у інтервальному трьохрічному фонді передбачено можливість щоквартального повернення, то інвестор при поверненні у третьому кварталі другого року, отримує суму, що відповідає балансовій вартості сертифікату мінус $5/12$ маржі, або вартість його початкової покупки плюс $7/12$ маржі інвестиційного фонду (без врахування ціни обслуговування). Повернений сертифікат може бути перерозміщений інвестиційним фондом, або ж позичальник може викупити заставні цінні папери за пропозицією фонду по визначеній вартості.

Етап 7. Інвестиційний фонд закінчує діяльність(ліквідується).

Головними мотивами створення вищенаведеного інституту, на наш погляд, є залучення приватних інвесторів до інвестування у цінні папери новостворених або діючих компаній та організація принципово нового каналу фінансування інвестицій, адже емітент йде "середнім" шляхом між кредитуванням та прямим фінансуванням, при цьому отримуючи ряд переваг - як то відсутність постійного зворотнього грошового потоку(при виплаті кредитних платежів) та відсутність загрози втрати контролю за підприємство(при прямій участі інвестора в управлінні).

Отже, основними завданнями та перспективними напрямками розвитку фінансового ринку й удосконалення його структури, на наш погляд, повинні бути:

- ◆ підвищення рівнів концентрації й консолідації капіталу фінансових установ;
- ◆ стимулювання використання цінних паперів у банківській практиці шляхом сек'юритизації(випуску спеціальних цінних паперів) банківських депозитів; ;
- ◆ створення фінансового інституту - гаранта хеджових операцій на фондовому ринку, - обмежить ризики за операціями страховиків із фінансовими активами;
- ◆ розширення спектра фінансових послуг, зниження рівня ризику фінансових операцій;
- ◆ підвищення якості розкриття інформації та зміцнення довіри до фінансових

установ та запровадження міжнародних принципів корпоративного управління і процедур консолідованого нагляду;

- ◆ удосконалення національної системи рейтингування.

Вирішення зазначених питань сприятиме розбудові стійкого, прозорого й конкурентоспроможного фінансового сектору, що забезпечить довгострокове економічне зростання та інтеграцію України у світовий фінансовий простір.

Висновки до Розділу 3

У третьому розділі – «Перспективи інституційного розвитку фінансового ринку України» виявлено чинники стримування розвитку фінансових інструментів власності та розкрито перспективи розвитку вітчизняного фінансового ринку як ринку фінансових послуг, що надаються фінансовими інститутами. Зокрема:

1. Розглянуто причини та механізм розвитку світової економічної кризи, та визначено, що головною інституційною причиною трансформації кризи локального ринку у світову економічну кризу, стало неефективне виконання інформаційної функції інститутами-організаторами фінансового ринку, в першу чергу рейтинговими агенціями, що сприяло невірній оцінці ризику та вкладенню у і цінні папери зі значним рівнем системного ризику коштів багатьох інституційних інвесторів.
2. Обґрунтовано, що розвиток світового фінансового ринку сягнув такого рівня проникнення в національні економіки, при якому локальні економічні проблеми здатні порушити баланс міжнародної фінансової системи, але не існує механізму систематизації, обробки, стандартизації всієї інформації, що характеризує процеси розвитку хоча б локальних фінансових ринків. Не існує інститутів – регуляторів, здатних на міжнародному ринку знизити трансакційні витрати неповної інформації стосовно динаміки локальних(національних) фінансових ринків та їх впливу на світовий фінансовий ринок, а отже, вирішення проблем подолання світової економічної кризи залежить і від створення таких інститутів.
3. Виявлено, що особливістю прояву кризових явищ в економіці України є їх виникнення у банківському секторі та перекидання у сектор небанківських фінансових інститутів. Основною причиною стало швидке зростання кредитного портфеля банків, орієнтованого на споживчий сектор та сформованого із зовнішніх строкових запозичень. Фактично, можна констатувати появу фінансово-кредитного „міхура” в банківській системі України у 2008 році, корекція якого була зумовлена об’єктивно, а порушення кон’юнктури ринку

експортно-орієнтованих підприємств, зумовлене світовою фінансовою кризою, стало каталізатором системної фінансово-економічної кризи з надзвичайно несприятливими наслідками аж до девальвації національної валюти.

4. Констатовано факт системної кризи фінансових інститутів України, вихід з якої можливий при активізації в першу чергу внутрішньодержавного інвестиційного потенціалу. Тому актуальним є розгляд інституційних форм впливу на фінансовий ринок, в напрямку зближення банківського та небанківського секторів та розвиток нових інституційних форм.
5. Запропоновано модель вдосконалення інституційної структури фінансового ринку, впровадження якої забезпечить стабілізацію фінансового ринку та дозволить забезпечити адаптивний до кризових явищ розвиток фінансових інститутів. Основним елементом системи вдосконалення інституційної структури визначено реорганізацію інститутів-регуляторів фінансового ринку та реструктуризацію їх діяльності в напрямі перегрупування об'єктів регулювання згідно інституційною сегментацією фінансового ринку України.
6. Запропоновано інституційні засади розширеного використання фінансових інститутів-посередників. Обгрунтовано необхідність розвитку кооперативного банку, запропоновано створення нових фінансових інститутів: хедж-інституту; заставного інвестиційного фонду; інституту обігу депозитних сертифікатів. Обгрунтовано необхідність створення державної рейтингової агенції емітентів цінних паперів. В комплексі, пропоновані вдосконалення дозволять вдосконалити інституційну структуру фінансового ринку України та підвищити ефективність діяльності фінансових інститутів.

ВИСНОВКИ

Сутність стимулюючої функції фінансового ринку, полягає у активізації кругообігу капіталів у національній економіці, а відтак її позитивний вплив формується розбудовою структури фінансового ринку і в кінцевому підсумку визначає перспективи економічного розвитку держави. Отже, на основі комплексного дослідження інституційних особливостей розвитку фінансового ринку України можна сформулювати наступні висновки теоретичного та практичного характеру, які розв'язують основні завдання дисертаційного дослідження, а саме:

1. Фінансовий ринок є системою ринкових відносин, що забезпечує акумуляцію і перерозподіл грошових коштів суспільства через специфічні посередники, фінансові інститути, за допомогою численних фінансових інструментів та створює умови для переміщення фінансових ресурсів між господарськими суб'єктами з мінімальними трансакційними витратами, шляхом реалізації його специфічних функцій: акумуляція і розміщення грошових ресурсів (потоків); фіксація прав власності у формі фінансових інструментів (контрактів); зниження рівня ризиків фінансових втрат через невизначеність у майбутньому.

2. Фінансовий інститут є специфічною організаційною формою економічного інституту, що створює умови для переміщення фінансових ресурсів між господарськими суб'єктами та виконує певні функції в структурі фінансового ринку. Інституційна структура фінансового ринку формується на основі субординації виконуваних фінансовими інститутами функцій в процесі виконання фінансових угод та складається з наступних рівнів: рівень регулювання (інститути-регулятори фінансового ринку), рівень виконання (фінансові інститути-посередники) та рівень забезпечення (інститути інфраструктури фінансового ринку).

3. Ефективність реалізації фінансових угод забезпечується фінансовими інститутами, які доцільно класифікувати за критерієм участі у фінансових процесах. Так інститутами, що забезпечують перерозподіл вільних грошових ресурсів, виступають комерційні банки, кредитні спілки, фінансові компанії; інститутами, що забезпечують перерозподіл ризиків, - страхові компанії, пенсійні фонди;

інститутами, що забезпечують перерозподіл прав власності, - інститути спільного інвестування.

4. Сучасний розвиток інституційної структури національних фінансових ринків визначається наступними тенденціями. Глобалізація фінансових інститутів, їхнє злиття й інтернаціоналізація є потужним зовнішнім чинником впливу, здатним змінювати структуру національного фінансового ринку. Підвищення рівня конкурентоспроможності фінансових інститутів на національному рівні повинно орієнтуватися на взаємодію зі світовим фінансовим ринком. Найефективнішим шляхом розвитку національного фінансового ринку є врахування як новітніх тенденцій у розвитку глобального фінансового середовища, так і національної специфіки, з метою побудови такої моделі фінансового забезпечення інвестиційного процесу, у якій би кожен з учасників економічної взаємодії отримував максимальний економічний ефект.

5. Характерною особливістю фінансового ринку України є випереджуючий розвиток банківського сектору порівняно з іншими елементами фінансового ринку, зокрема: загальні та середні активи комерційних банків значно перевищують аналогічні показники небанківських фінансових інститутів; банківські операції є домінуючими інструментами пропозиції на фінансовому ринку для споживачів фінансових послуг; банківське кредитування є основною формою активних операцій на фінансовому ринку. Прискорення розвитку банківського сегменту спричинене: підвищенням рівня фінансового забезпечення вітчизняних банків за рахунок міжнародних запозичень; посиленням процесів концентрації банківського капіталу; збільшенням активності банків на ринку кредитування фізичних осіб; відсутністю якісних змін у інших сегментах фінансового ринку; незначним попитом на фінансові послуги інших фінансових інститутів тощо. Визначено наступні особливості розвитку банківських інститутів України: по перше, активний розвиток банківської системи відбувався завдяки істотному підвищенню концентрації банківського капіталу. По друге, відбувається активне проникнення іноземного капіталу у національну банківську систему як шляхом поглинань так і шляхом активного

кредитування вітчизняних банків, що посилює залежність вітчизняної банківської системи від кон'юнктури міжнародного ринку капіталів, а відтак становить потенційну загрозу трансмісії кризових явищ світового фінансового ринку у національну економіку. По третє, на основі аналізу динаміки депозитів, зафіксовано факт суттєвого впливу суб'єктивних очікувань населення на стабільність банківської системи.

6. Особливістю розвитку небанківських інститутів в Україні є структурні диспропорції на регіональному рівні. Відбувається концентрація небанківських інститутів в регіонах з відносно високою концентрацією виробничо-промислового капіталу при порівняно незначній представленості небанківських інститутів у інших регіонах, що з одного боку посилює конкурентні позиції комерційних банків на регіональному рівні, а з іншого - обмежує можливості диверсифікації вкладень значної частини господарських суб'єктів та підвищує рівень системних ризиків фінансових інститутів.

7. На сучасному етапі розвитку небанківські фінансові інститути (кредитні спілки, страхові компанії, пенсійні фонди, фінансові компанії, інститути спільного інвестування тощо) мають досить низький рівень інституційного розвитку, зумовлений як об'єктивними так і суб'єктивними обмеженнями. До об'єктивних перешкод розвитку відносяться: обмеженість ресурсної бази, відсутність кваліфікованих спеціалістів-управлінців, відсутність необхідних інституційних посередників (для пенсійних фондів це компанії з управління активами), обмеженість інвестиційних можливостей даних фінансових інститутів, оскільки фактично не проводяться операції на фондовому ринку. До суб'єктивних обмежень відносяться низький ступінь інформованості господарських суб'єктів про діяльність небанківських інститутів та консерватизм у сприйнятті економічних реалій значною частиною населення, внаслідок чого відсутня культура користування послугами страхових компаній та пенсійних фондів.

8. Важливу роль у забезпеченості збалансованості фінансового ринку відіграє ринок цінних паперів. В Україні, розвиток ринку цінних паперів не відповідає

вимогам формування сучасного фінансового ринку. Причинами слабого розвитку ринку цінних паперів визначено:

- цінні папери не мають економічної привабливості, тобто вони не приносять власникам реального прибутку;
- власник цінних паперів надзвичайно незахищений з правової точки зору, причому не реалізуються права власності не тільки дрібних акціонерів, але й в деяких випадках права крупних акціонерів, навіть з контрольним та блокуючим пакетом акцій;
- в Україні до цієї пори не сформувалась “економічна культура” власника цінних паперів. Тобто, слабкий розвиток ринку цінних паперів, ґрунтується на елементарному незнанні переважною більшістю потенційних власників правових норм та економічного значення акцій в господарському житті. Наслідком цього є інертність та пасивність, нерозуміння ролі ринку в системі господарювання, переважною більшістю населення.

9. З метою забезпечення розвитку фінансового ринку України запропоновано модель вдосконалення інституційної структури фінансового ринку України як комплекс заходів, що повинні поетапно здійснюватись на кожному з інституційних рівнів з урахуванням інституційного забезпечення, особливостей діяльності фінансових інститутів та формальних параметрів вдосконалення інституційної структури.

10. На основі інституційного дослідження діяльності інститутів-регуляторів запропоновано здійснити комплекс організаційно-правових заходів, спрямованих на реорганізацію сфери регулювання фінансових інститутів, зокрема обґрунтовано доцільність віднесення кредитних спілок до сфери регулювання Національного банку з метою створення чітких механізмів розвитку цього сегменту фінансового ринку. Також визначено доцільність перегляду регулюючого інструментарію Держфінпослуг та ДКЦПФР в напрямку більш широкого використання економічних важелів впливу на діяльність фінансових інститутів, в тому числі через використання спеціальних фондів — аналогів фондів гарантування вкладів

економічних суб'єктів та використання нормативів резервування аналогічних банківським.

11. Пріоритетами розвитку інституційної структури фінансового ринку визначено: реструктуризацію діяльності інститутів-регуляторів та орієнтацію системи регулювання у напрямку моделі регулювання на основі завдань пруденційного та фінансового нагляду; підвищення рівнів концентрації й консолідації капіталу фінансових інститутів з метою нарощування фінансових активів; стимулювання використання цінних паперів у банківській практиці шляхом сек'юритизації (випуску спеціальних цінних паперів) банківських депозитів; створення фінансового інституту-гаранта хеджових операцій на фондовому ринку; удосконалення національної системи рейтингування.

12. Практичними напрямами вдосконалення інституційної структури фінансового ринку України є розширення пропозиції фінансових інструментів та створення нових форм фінансових інститутів. Зокрема, більш широке використання цінних паперів у банківській практиці можливе завдяки сек'юритизації банківських депозитів. Механізм сек'юритизації повинен забезпечити випуск і обіг депозитних сертифікатів, з метою забезпечення обігу яких запропоновано створення спеціальної державної установи – агенції з обігу депозитних сертифікатів, основним завданням якої буде організація обігу депозитних сертифікатів між емітентами (банками) та власниками сертифікатів (інвесторами).

13. В напрямі впровадження нових форм фінансових інститутів перспективним є створення кооперативних банків – спеціалізованих банківських установ, які слугуватимуть для забезпечення ліквідності учасників (кредитних спілок) та дозволять більш ефективно регулювати діяльність кредитних спілок. Важливим для розвитку страхового ринку визначено створення фінансового інституту – гаранта операцій з деривативами на фондовому ринку (хедж-інститута фінансового ринку), що обмежить ризики за операціями страховиків із фінансовими активами. Оскільки вітчизняні біржі не готові взяти на себе відповідальність за організацію хеджування, державі слід ініціювати створення саморегульованої організації з провідною участю

держави, яка б забезпечувала виконання угод хеджування.

14. Важливим інституційним заходом вдосконалення фінансового ринку, особливо в після кризовий період є створення ефективної системи рейтингування підприємств-резидентів, що емітують цінні папери та використовують фінансові інструменти. Тому необхідним є створення державної установи, яка на законодавчій базі за чіткими і зрозумілими принципами оцінюватиме емітентів та буде формувати базу даних із необхідною для потенційного інвестора інформацією про діяльність кожного з них.

15. Одним із заходів активізації фінансового ринку може стати вдосконалення механізму отримання кредитів під заставу цінних паперів, які є інструментами власності (акції). З цією метою запропоновано створення нових організаційних форм фінансових інститутів - заставних інвестиційних фондів, що здатні залучати фінансові ресурси від приватних, корпоративних чи банківських суб'єктів фінансового ринку, з метою кредитування певного позичальника чи групи позичальників під заставу їх корпоративних цінних паперів.

СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. Абалкин Л. Бегство капитала: природа, формы, методы борьбы / Л. Абалкин // Вопросы экономики. – 1998. – № 7. – С. 8 – 14.
2. Алексеенко Л. М. Институціональні засади стабілізації економічної системи України в умовах фінансової кризи / Л. М. Алексеенко, М. Д. Алексеенко // Наука й економіка. - 2009. - № 3 (15), т. 1. - С. 304 — 310.
3. Алексеенко Л. М. Моніторинг учасників фінансового ринку: реалії та пріоритетні напрями гарантування національної безпеки / Л. М. Алексеенко, Н. В. Савчук // Наука й економіка. - 2010. - № 4 (20). - с. 7 — 11.
4. Алексеенко Л. М. Ринок фінансового капіталу: становлення, проблеми та перспективи розвитку / Л. Алексеенко. – К.: “Максимум”, 2004. – 424 с.
5. Алексеенко Л. Розвиток ринку фінансових і страхових послуг у посткризовий період / Л. Алексеенко, Н. Савчук // Світ фінансів. - 2010. - № 4. - С. 189 — 196.
6. Базилевич В. Д. Посилення ролі фінансів у трансформаційній економіці / В. Базилевич // Фінанси України. – 2004. – №5. – С.4 – 10.
7. Базилевич В. Д. Розвиток фінансового ринку в сучасних умовах / В. Базилевич // Фінанси України. – 2009. – № 12. – С. 5 – 112.
8. Башнянин Т. І. Фінансові системи в економіці держави / Т. І. Башнянин // Фінанси України. – 1999. – №10. – С.51 – 55.
9. Бережна І. Ю. Вплив фінансових інститутів на формування інвестиційного потенціалу. / Бережна І. Ю. // Актуальні проблеми економіки. – 2009. – №9. – с. 109 – 195.
10. Быкова Н. И. Формирование финансового рынка в Российской Федерации и роль банков в его развитии: дис...док. эк. наук: 08.00.10 / Быкова Нелли Ивановна.– Спб., 1999. – 250 с.
11. Блауг М. Методология экономической науки / М. Блауг; [пер. с англ. под ред. В.Автономова]. М. : НП «Журнал Вопросы экономики», 2004. - 416 с.

- 12.Блауг М. Экономическая мысль в ретроспективе / М. Блауг; [пер. с англ. под ред. В.Автономова]. - М. : Дело ЛТД, 1994. - 720 с.
- 13.Блохін В. С. Активізація інвестиційних процесів на фінансовому ринку / В. С. Блохін // Фінанси України. – 2003. – №1. – С. 130 – 137.
- 14.Бобров Є.А. Аналіз причин виникнення світової фінансової кризи та її вплив на економіку України / Є.Бобров // Фінанси України. – 2008. – №12. – С. 33 – 43.
- 15.Боди З., Мертон Р. Финансы / З. Боди, Р. Мертон: [пер.с англ.]. – М. : Изд. дом «Вильямс», 2000. – 592 с.
- 16.Божарін І. Деякі методологічні аспекти побудови та використання моделі механізму монетарної трансмісії в Україні / І. Божарін // Вісник НБУ. – 2000. – №11. – С.4 – 6.
- 17.Борщ Л.М. Банківська система України в інвестиційній діяльності / Л.Борщ // Фінанси України. – 2003. – № 5. – С. 5 – 12.
- 18.Бродель Ф. Матеріальна цивілізація, економіка та капіталізм, XV-XVIII ст. Том 2. Ігри обміну / Фернан Бродель [переклав з французької Г.Філіпчук]; - К. : Основи, 1997. – 543 с.
- 19.Брук Н. Банковское дело и финансирование инвестиций / Н.Брук - М. : ИЭР ВБ, 1995. - 360 с.
- 20.Будкін В. Постсоціалістична трансформація власності / В. Будкін // Економіка України. – 2007. – №2. – С. 39 – 44.
- 21.Варналій З. Недержавне пенсійне забезпечення та проблеми розвитку ринку фінансових послуг в Україні / З. Варналій // Банківська справа. – 2003. – № 2. – С. 55 – 62.
- 22.Василик О. Д. Теорія фінансів / О. Д. Василик. - К. : НІОС. – 2000. – 450 с.
- 23.Василик О. Фінанси в економічній системі держави / О. Василик // Фінанси України. – 2000. – №1. – С. 3 - 10.
- 24.Васильченко З. М. Кошти населення у формуванні фінансових ресурсів банків / З. М. Васильченко // Фінанси України. – 2002. – № 4. - С. 94 - 103.

25. Ватаманюк З. Г., Дорош О. Л. Небанківські фінансові інститути в перехідних економічних системах / З. Ватаманюк, О. Дорош // Фінанси України. – 2003. – №8. – С. 77 - 87.
26. Ватаманюк З. Г., Дорош О. Л. Небанківські фінансові інститути в країнах Західної Європи / З. Ватаманюк, О. Дорош // Фінанси України. – 2003. – №12. – С. 98 – 106.
27. Ватаманюк З. Г., Звонар Н. В. Ринок цінних паперів в умовах фінансової глобалізації / З. Ватаманюк, Н. Звонар // Фінанси України. – 2007. – № 6. – С. 82-89.
28. Ватаманюк О.З. Визначники особистих заощаджень в економіці України / О. Ватаманюк // Фінанси України. – 2007. – № 1. – С. 75 - 83.
29. Вахненко Т.П. Фінансова криза в Україні: фактори, механізм дії, заходи подолання / Вахненко Т. // Фінанси України. – 2008. – № 10. – С. 3-21.
30. Вдосконалення координації грошово-кредитної та фіскальної політики: Інформаційно-аналітичні матеріали. Вип 5. / [В. І. Міщенко, О. П. Жак, Д. С. Попов та ін.]. – К. : Національний банк України. Центр наукових досліджень, 2006. – 115 с.
31. Версаль Н.І. Фінансове посередництво в Україні: теоретичні та практичні аспекти / Н.Версаль // Фінанси України. - 2005. - №9. – С. 99-108.
32. Вильямсон О. Частная собственность и рынок капитала / Оливер Вильямсон // Экономика и организация промышленного производства. – 1993. - №5. – С. 66-80.
33. Власенко О.О. Розвиток українського ринку депозитів для фізичних осіб / О.Власенко // Фінанси України. - 2006. - №3. – С.74-78.
34. Вожжов А. П., Новикова Ф. О. Фінансові методи забезпечення економічного зростання / А. Вожжов, Ф. Новикова // Фінанси України. - 2001. - №3. – С. 74-83.

35. Габбарт Г. Гроші, фінансова система та економіка: підручник / Глен Габбарт [пер. з англ.; наук. ред. пер. М. Савлук, Д. Олесевич]. – К. : КНЕУ, 2004. – 889 с.
36. Гальчинський А. Теорія грошей: [навч. посібник] / Анатолій Гальчинський. – К. : Основи, 1998. – 415 с.
37. Гапонюк М. До питання місця та ролі фінансових посередників на ринку нерухомості України / М. Гапонюк // Ринок цінних паперів України. - 2010. - № 7. - С. 17-22.
38. Гапонюк М. А. Ринок облігацій місцевих органів влади в умовах кризи / М. А. Гапонюк, В. М. Телятников // Фінанси, облік і аудит : зб. наук. праць / Відп. ред. А. М. Мороз. – К.: КНЕУ, 2010. – Вип. 16. – С. 43–50.
39. Геєць В. Макроекономічна оцінка грошово-кредитної та валютно-курсової політики України до і під час фінансової кризи / В. Геєць // Економіка України - 2009. - №2. - С. 5-23.
40. Геєць В., Скрипниченко М., Соколик М., Шумська С. Секторальні моделі прогнозування економіки України / В. Геєць, М. Скрипниченко, М. Соколик, С. Шумська // Економіст. - 1998. - №5. - С. 58-68.
41. Геєць В. Розширена економетрична модель фінансового програмування та вихідні положення політики економічного зростання в умовах фінансової нестабільності / В. Геєць // Економіст. - 1998. - №5. - С. 12-16.
42. Глущенко Г. Инновационные методы привлечения денежных переводов мигрантов в официальный финансовый сектор / Г. Глущенко // Вопросы экономики. - 2008. - №7. - С.50-65.
43. Голубцова О. А. Сучасний стан банківської системи України та напрямки її реформування у контексті інтеграції до Європейського Союзу / О. Голубцова // Актуальні проблеми економіки. - 2002. - №6. - С. 14-19.
44. Гончар Микола Семенович. Фондовий ринок та економічний ріст / Микола Гончар. — К. : Обереги, 2001. — 826 с.

45. Гордей О.Д. Фінансування соціальних гарантій як чинник зростання суспільного добробуту / О. Гордей // Фінанси України. – 2002. - №5. – С.49-50.
46. Гостюк М. Зарубіжні інвестиції та економічні інтереси іноземних інвесторів / М. Гостюк // Економіка України. - 2005. - №11. - С.75-83.
47. Грималюк А. Гіпотеза інвестиційних грошей / А. Грималюк // Економіка України. - 2004. - №10. - С.27-36.
48. Гроші та кредит [підручник] ; за заг. ред. М. І.Савлука. – К. : КНТЕУ. – 2001. – 405 с.
49. Губар О. Є. Соціальне страхування у забезпеченні суспільного добробуту / О. Губар // Фінанси України. - 2002. - №8. - С. 130-137.
50. Денисенко М.П., Денисенко О.М.. Банківська система, промислово-фінансові групи та фондовий ринок як фактори активізації інвестиційної діяльності / М.Денисенко, О. Денисенко. — К. : Науковий світ, 2001. — 56 с.
51. Деньги. Кредит. Банки. [учебник] ; под ред. Е. Ф. Жукова – М. : ЮНИТИ, 1999. – 622 с.
52. Дзюблик О. В. Організація грошово-кредитних відносин суспільства в умовах реформування економіки / О. Дзюблик. - К. : Поліграфкнига, 2000. – 120 с.
53. Димитрова Т. Шлях вперед після кризи – досягнення розвитку на основі структурних реформ на фінансових ринках ЄС / Т. Димитрова // Журнал європейської економіки. – 2010 т.9(№2). – С. 223-231.
54. Дмітрієва О.А. Вплив ринку фінансових послуг на інвестиційний процес / О. Дмітрієва // Фінанси України. - 2003. - №5. - С.20 - 24.
55. Довбенко М. В. Сучасна економічна теорія (економічна нобелеологія): [навчальний посібник] / М. Довбенко. – К. : Видавничий центр “Академія”, 2005. – 336 с.
56. Долан Д., Кэмпбелл К., Кэмпбелл Р. Деньги, денежная политика и банковское дело / Д. Долан, К. Кэмпбелл, Р. Кэмпбелл [пер. с англ. В.Лукашевича]. - Спб., 1994. – 496 с.

57. Долан Д., Линдсей Д. Макроэкономика / Д. Долан, Д. Линдсей [пер. с англ. В. Лукашевича] - Спб. : "Литера плюс", 1992. – 402 с.
58. Дорошенко І. Криза на ринках фінансового капіталу / І Дорошенко // Економіка України. – 2009. - №10. – С. 41-53.
59. Дроб'язко А. Розрахунок моделі адекватного приросту монетарної маси темпам інфляції та реальному ВВП / А. Дроб'язко // Банківська справа. – 2001. - №6. – С.40-44.
60. Дрозд І. К. Єдність зовнішнього та внутрішнього контролю у системі фінансово-економічного контролю / І. Дрозд // Фінанси України. - 2006. - №3. - С.135 - 140.
61. Дяченко Ю. Про питання щодо співвідношення та обчислення фінансового та реального секторів економіки / Ю. Дятченко // Економіка України. - 2009. - №3. - С.39 - 44.
62. Евстигнеев В. Р. Финансовый рынок в переходной экономике: инвестиционные стратегии, структурная организация, перспективы международной интеграции / В. Евстигнеев. Изд. 2-е, стереотипное. – М.: Эдиториал УРСС, 2004. – 240 с.
63. Евстигнеева Л., Перламутров В. Социализм как рыночная экономика: логика реформирования / Л. Евстигнеева, В. Перламутров // Вопросы экономики. – 1990. - №6. - С. 8-12.
64. Енциклопедія банківської справи України / Ред.кол.: Стельмах В.С. та ін. – К.: Молодь, Ін Юре, 2001. – 680с.
65. Загородній А. Фінансовий словник / А.Загородній, Г. Вознюк., Т. Смовженко. – К. : "Знання" . – 2000 – 460 с.
66. Закон України "Про банки та банківську діяльність" // Відомості Верховної Ради України. - 2001. - № 5 - 6.- С. 30.
67. Закон України "Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)" // Відомості Верховної Ради України. - 2001. - № 21. - С. 103.

68. Закон України “Про кредитні спілки” // Відомості Верховної Ради України. - 2002. - № 15. - С. 101.
69. Закон України “Про страхування” // Відомості Верховної Ради України. - 1996. - №18. - С. 78.
70. Закон України “Про недержавне пенсійне забезпечення” // Відомості Верховної Ради України. - 2003. - № 47-48. - С. 37.
71. Закон України ”Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг” // Відомості Верховної Ради України. - 2002. - № 1.- С. 1-3.
72. Закон України ”Про цінні папери і фондову біржу” // Відомості Верховної Ради України. - 1991. - № 38. - С. 50.
73. Затварська О. О. Теоретичні основи стратегії розвитку банківської системи / О. Затварська // Фінанси України. - 2002. - №4. - С. 112-118.
74. Захарін С. В. Інвестиційне забезпечення економічного розвитку С. Захарін // Фінанси України. - 2004. - №10. - С. 72-81.
75. Зимовець В. Місце фінансового сектора в сучасних концепціях інституціональної організації економіки / В.Зимовець // Економіка України.- 2004. - №11. - С. 15-26.
76. Зимовець В. Про інтеграційні процеси у світовому фінансовому секторі / В.Зимовець // Економіка України. - 2006. - №1. - С. 80-88.
77. Зимовець В. Тенденції та наслідки експансії західного фінансового капіталу у Східній Європі / В.Зимовець // Економіка України. - 2006. -№2. - С. 74-83.
78. Зимовець В., Шелудько Н. Макроекономічні аспекти активізації банківського кредитування в Україні / В. Зимовець, Н. Шелудько // Вісник НБУ. - 2006. - №11. - С. 54-58.
79. Зингалес Л. Спасение капитализма от капиталистов: скрытые силы финансовых рынков – создание богатства и расширение возможностей / Луиджи Зингалес, Рагхурам Раджан [пер. с англ.]. – М. : – Институт комплексных стратегических исследований; ТЕИС, 2004. – 492 с.

80. Івахненко І. С. Фінансування інвестиційної діяльності на ринку цінних паперів / І. Івахненко // Актуальні проблеми економіки. - 2010. - №4. - с. 212-218.
81. Іпотечне кредитування: проблеми та перспективи розвитку в Україні: Інформаційно-аналітичні матеріали / [За загальною редакцією Кіреєва О.І.] – К.: Центр наукових досліджень НБУ, 2004. – 104 с.
82. Кабанова В.Г. Активізація фінансових інвестицій як складова стратегії стабілізації та зростання економіки / В. Кабанова // Фінанси України. - 2010. - №5. - С. 39-47.
83. Калач Г.М. Вплив фінансової глобалізації на фондовий ринок України / Г. Калач // Фінанси України. - 2009. - №1. - С. 115-121.
84. Калач Г. М. Роль фондового ринку в акумуляції й перерозподілі фінансових ресурсів у реальний сектор економіки / Г. Калач // Фінанси України. - 2008. - №9. - С. 62-69.
85. Калач Г.М. Сучасні тенденції фінансової політики у сфері фондового ринку / Г. Калач // Актуальні проблеми економіки. - 2009. - №6. - С. 216-221.
86. Камінський А.Б. Дослідження інформаційної прозорості інститутів спільного інвестування / А. Камінський // Фінанси України. - 2010. - №3. - С. 74-81.
87. Капелюшников Р.И. Что такое права собственности? / Р. Капелюшников // Финансовые, социальные и информационные технологии. – 1994. - №4. – С. 8-49.
88. Карковська В.Я. Залучення заощаджень в інвестиційний процес економіки України / В. Карковська // Актуальні проблеми економіки. - 2009. - №3. - С. 156-161.
89. Карлін М. І. Фінанси України та сусідніх держав : [навч. посіб.] / М. Карлін. – К. : Знання, 2007. – 589 с.
90. Карпенко Г.В. Досвід розвитку фондового ринку країн Європи та його використання в Україні / Г. Карпенко // Фінанси України. - 2007. - №6. - С. 90-96.

91. Кейнс Д. Общая теория занятости, процента и денег / Джон Кейнс. - М. : Экономика, 1993. - 420с.
92. Кіндзерський Ю. Інституціональні аспекти відтворення у контексті структурних трансформацій / Ю. Кіндзерський // Економіка України. - 2007. - №1;2. - С.4-13; 4-12.
93. Клейнер Г.Б. Эволюция институциональных систем. – М.: Наука, 2004. – 240 с.
94. Ковалев В. Введение в финансовый менеджмент / В. Ковлев. – М.: Финансы и статистика, 2001. – 768 с.
95. Ковалюк О. Методологічні основи фінансового механізму // Фінанси України. - 2003. - №4. - С.51-59.
96. Ковалюк О. М. Роль фінансового механізму в системі елементів державного регулювання ринкової економіки / О. Ковалюк. – Львів : Світ, 1993. - 184 с.
97. Ковалюк О.М. Фінансовий механізм організації економіки України / О. Ковалюк. – Львів: вид-во ЛНУ, 2002. – 298 с.
98. Ковалюк О. М. Фінансовий механізм економіки України / О. Ковалюк // Фінанси України. - 2001. - №9. - С.22-28.
99. Колб Р. Финансовые институты и рынки : [учебник] / Р. Колб, Р. Родригес [пер. 2-го амер. издания.]. – М.: Издательство “Дело и Сервис”, 2003. – 688 с.
100. Колісник М.К. Фінансовий ринок : [навч. посіб.] / М. Колісник, О. Маслак, Є. Романів — Л. : Видавництво національного університету "Львівська політехніка", 2004. — 191 с.
101. Коллонтай В. Эволюция западных концепций глобализации (Статья первая) / В. Коллонтай // Мировая экономика и международные отношения. - 2002. - № 1. - С. 24-30.
102. Корнаи Я. Дефицит / Янош Корнаи [пер. с венгр. под ред. Д. Маркова]. - М. : Наука, 1990. – 607 с.
103. Корнєєв В. Антикризові інструменти фінансової стабілізації / В. Корнєєв // Економіка України. - 2009. - № 12. - С. 22-34.

104. Корнєєв В. Банківське посередництво на ринку фінансових послуг / В. Корнєєв // Економіка України. - 2002. - № 6. - С. 16-24.
105. Корнєєв В. Еволюція і перспективи фінансового ринку України / В. Корнєєв // Економіка України. - 2007. - № 9. - С. 21-29.
106. Корнєєв В.В. Кредитні та інвестиційні потоки капіталу на фінансових ринках / В. Корнєєв. - К. : НДФІ, 2003. - 376 с.
107. Корнєєв В.В. Модель та інструментарій фінансового ринку України / В.Корнєєв // Фінанси України. - 2005. - № 6.- С. 74-80.
108. Корнєєв В.В. Модифікація форм фінансового посередництва в Україні / В. Корнєєв // Фінанси України. - 2008. - № 1. - С. 77-85.
109. Корнєєв Володимир Вікторович. Управління кредитними та інвестиційними потоками капіталу. Автореф. дис... док. екон. наук: 08.04.01 / Інститут економічного прогнозування НАН України. — К., 2004. — 36с.
110. Корнєєв В.В. Фінансові посередники як інститути розвитку: [монографія] / В. Корнєєв. - К.: Основа, 2007. - 192 с.
111. Коуз Р. Фирма, рынок и право / Рональд Коуз. - М. : Дело ЛТД, 1993. - 192 с.
112. Кравець В.І. Теоретичні основи формування структури фінансового ринку [Текст] / В. І. Кравець // Науковий вісник Чернівецького національного університету: збірник наукових праць. Випуск 195-196: Економіка. Чернівці: ЧНУ, 2004. С. 103-108.
113. Кравець В.І. та інші. Теорія та практика застосування фінансових інструментів соціально-економічного розвитку України : [монографія] / за ред. П.О.Нікіфорова, Н.Р.Швець. - Чернівці: Рута, 2011. - 248 с.
114. Кравець В.І. та інші. Трансформація економіки України у глобальному економічному середовищі : [монографія] / за ред д-ра екон.наук, проф. І.Ф.Комарницького. - Чернівці: Рута, 2006. - 272 с.
115. Кравець В. І., Бабух І. Б. Інституційна роль банківського сегменту у розвитку ринку фінансових послуг / І. Бабух, В. Кравець // Сталий розвиток

- економіки (всеукраїнський науково-практичний журнал). - 2011. - №1[4]. - с.301-305.
116. Кравець В. І. Інституційні передумови розвитку структури фінансового ринку / В. І. Кравець, П. О. Нікіфоров // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка. – ВПЦ “Київський університет”, 2006. - №90. - С.9-11.
117. Кравець В. І. Інституціональні чинники впливу держави на ринок цінних паперів / В. І. Кравець, П. О. Нікіфоров // Науковий вісник Чернівецького національного університету: збірник наукових праць. Випуск 367: Економіка. Чернівці: ЧНУ, 2008. С. 34-37
118. Кравець В. І. Роль грошового ринку в фінансово-економічному механізмі стимулювання економічної діяльності / В. І. Кравець, П. О. Нікіфоров // Вісник Львівської державної фінансової академії: збірник наукових статей. Економічні науки. - Львів: ЛДФА, 2005. - №7. - С. 69 -75.
119. Крупка І. М. Фінансовий ринок України та міжнародні фінансові потоки / І. Крупка // Фінанси України.- 2009. - № 12. - С. 104-116.
120. Кривоног О. Л. Банківське кредитування малих підприємств / О.Кривоног // Фінанси України. - 2005. - № 8. - С. 101-105.
121. Кривцун Л.А. Вплив монетизації на розвиток фондового ринку / Л. Кривцун // Фінанси України. - 2001. - № 6. - С. 136-140.
122. Лагутін В. Вибір стратегії монетарної політики / В. Лагутін, Т. Кричевська // Фінанси України. - 2002. - №3. - С. 3-15.
123. Лагутін В., Кричевська Т. Довіра до монетарної політики: вибір грошово-кредитної стратегії в Україні / Лагутін, Т. Кричевська // Вісник НБУ. - 2001. - №11. – С. 22-25.
124. Лагутін В.Д. Кредитування: теорія та практика : [навч. посіб.] / В. Лагутін. – К. : Знання, 2000. – 215 с.

125. Левківський Василь Миколайович. Міжнародний рух капіталу в глобальному економічному просторі: Автореф. дис... док. екон. наук: 08.05.01 / Київський національний ун-т ім. Тараса Шевченка. — К., 2005. — 40с.
126. Левківський В.М. Сучасні трансформації в міжнародному русі капіталу / В. Левківський. — Чернігів: Сіверянська думка, 2003. — 248 с.
127. Леоненко П.М. Теорія фінансів: [навчальний посібник] / П. Леоненко, П. Юхименко, А. Ільєнко. — К. : Центр навчальної літератури, 2005. — 480 с.
128. Лук'яненко Д. Глобальні фінансові дисбаланси та їх макроекономічні наслідки / Д. Лук'яненко, А. Поручник, Я. Столярчук // Журнал європейської економіки. — 2010. - Т.10(№1). — С.73 – 80.
129. Луцишин З. О. Трансформація світової фінансової системи в умовах глобалізації / Зоряна Луцишин. К. : Видавничий центр «Друк», 2002. - 320 с.
130. Любкіна О.В. Фінансові ринки в контексті глобалізації / О. Любкіна // Фінанси України. - 2005. - №9. - С. 122-128.
131. Любкіна Олена Вікторівна. Фондовий ринок України: особливості формування та перспективи розвитку: Автореф. дис... канд. екон. наук: 08.01.01 / Київський національний ун-т ім. Тараса Шевченка. — К., 2003. — 20 с.
132. Лютий І. О. Грошово-кредитна політика в умовах перехідної економіки / І. Лютий.- К.: Атіка, 1999 – 240 с.
133. Лютий І. О. Депозитний ринок в інвестиційній політиці економічного зростання / І. Лютий // Фінанси України. - 2002. - № 5. - С. 3 – 7.
134. Лютий І.О. Новітні тенденції розвитку фінансової системи держави / І. Лютий // Фінанси України. - 2004. - № 5. - С.24 – 29.
135. Лютий І. О. Державний кредит та боргова політика України : [монографія] / І. О. Лютий, Н. В. Зражевська, О. Д. Рожко. — К. : ЦУЛ, 2008. — 352 с.
136. Лютий І.О. Ринок боргових цінних паперів в Україні: суперечності та тенденції розвитку : [монографія] / І. Лютий, Т. Грищенко, О. Любкіна, С.

- Мошенський, О. Білик, Р. Рак, Т. Буй, Т. Нічосова, О. Прімерова . – К.: ЦУЛ, 2008. - 432 с.
137. Лютий І.О. Ринок корпоративних облігацій реального сектору економіки / І. О. Лютий, Т. В. Нічосова // Фінанси України. - 2006. - №7. - С.59–29.
138. Лютий І.О. Конкурентоспроможність банків в умовах глобалізації та лібералізації руху капіталу / І. Лютий, О. Юрчук // Вісник НБУ. - 2006. - № 11. - С.18–25.
139. Львовчкін С. Реформування фінансової моделі як основа макроекономічної стабілізації / С. Львовчкін // Економіка України. – 2000. - №10. – С.22-26.
140. Макєєв В. Визначення понять ринок та ринкові відносини / В. Макєєв // Економіка України. – 1997. - № 2. – С.67-70.
141. Малютін О.К. Оцінка фінансового сектору та його значення в економічному розвитку України / О. Малютін // Фінанси України. - 2010. - №3. - С.90-100.
142. Манилич М.І. Кредитна спілка: банк чи каса взаємодопомоги? / М. Манилич, Є. Галушка // Фінанси України. - 2002. - №6. - с.95-98.
143. Марахов К.С. Ринок корпоративних цінних паперів в Україні: стан та перспективи розвитку: Автореф. дис... канд. екон. наук.: 08.04.01 / НАН України; Інститут економічного прогнозування. — К., 2003. — 22с.
144. Марко І. Стимулююча функція фінансів / І. Марко // Банківська справа. – 2000. - №2. – С.30-33.
145. Марцин В.С. Роль заощаджень населення в трансформації економіки / В. Марцин // Фінанси України. - 2002. - № 4. - С. 85-93.
146. Маслова С.О., Опалов О.А. Ринок фінансових послуг: Навчальний посібник. – К.: Кондор, 2006. – 192с.
147. Маслова С.О. Фінансовий ринок : [навч. посіб.] / С. О. Маслова, О. А. Опалов. – К. : Каравела, 2004. – 344 с.

148. Матвієнко П. Капіталізація як дійовий інструмент підвищення надійності банківської системи України / П. Матвієнко // Економіка України. – 2008. - №1. – с.42-52.
149. Машина Н.І. Вищі фінансові обчислення: [навч. посіб.] / Н. Машина. – К. : ЦНЛ, 2003. – 238 с.
150. Менгер К. Основания политической экономии (Австрийская школа в политической экономии) / К. Менгер. - М. : Экономика, 1992. - 420 с.
151. Метенько О. Елементи стабілізації фінансово-інвестиційного стану в Україні та напрямки інвестиційної стратегії / О. Метенько // Вісник НБУ. - 2001. - № 1. – С. 16-17.
152. Мещеряков А.А. Новий підхід до визначення економічної сутності діяльності кредитної системи в умовах ринкової економіки / А. А. Мещеряков, Л. Ф. Новікова // Актуальні проблеми економіки. - 2009. - № 11. – С. 214-220.
153. Міщенко В.І. Організація залучення заощаджень населення на основі випуску казначайських зобов'язань України / В. І. Міщенко, В. В. Жупанин // Фінанси України. - 2008. - № 2. - С. 44-58.
154. Міщенко С.В. Проблеми вдосконалення системи саморегулювання на фінансовому ринку / С. Міщенко // Фінанси України. - 2009. - № 9. - С. 43-52.
155. Мизес Л. Человеческая деятельность: трактат по экономической теории / Людвиг Мизес; [пер. с 3-го испр. англ.изд. А.В. Куряева]. – Челябинск : Социум, 2005. – 878 с.
156. Мицек С. Следует ли России опасаться глобализации? / С. Мицек // Вопросы экономики. - 2002. - № 8. - С. 21-30.
157. Мишкін Ф.С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків / Фредерік Мишкін. – К.: ОСНОВИ, 1999. – 964 с.
158. Мочерний С. Людина та закони її розвитку / С. Мочерний, О. Устименко // Економіка України. - 2004. - № 9. - С. 17 - 26.

159. Мошенський С.З. Моделі державного регулювання діяльності фінансових установ / С. Мошенський // Фінанси України. - 2008. - № 6. - С. 89-98.
160. Мошенський С.З. Трансформаційні процеси на світових ринках цінних паперів / С. Мошенський // Фінанси України. - 2007. - № 7. - С. 54-63.
161. Назарчук М. О кризисе биржевой торговли ценными бумагами в Украине и путях его преодоления / М. Назарчук // Фондовый рынок.-2002.- №24.- С.14-17.
162. Назарчук М. Переходная экономика и организованный рынок ценных бумаг / М. Назарчук // Фондовый рынок. - 2003. - № 6.- С. 8-13.
163. Назарчук М. Перехідна економіка і фондовий ринок України: порівняльний аналіз динаміки показників у 1996-2005рр. / М. Назарчук, Г. Курбацький // Економіка України. - 2006. - № 10. - С. 14-27 .
164. Назарчук М. Про особливості розвитку фондового ринку України / М. Назарчук, Л. Червова // Економіка, фінанси, право. - 2002.- №5. - С.25-27.
165. Науменкова С. В. Використання структурованих цінних паперів для фінансування корпорацій в Україні / С. В. Науменкова, Т. Г. Буй // Фінанси України. - 2010. - № 2. - С. 89-101.
166. Науменкова С. В. Інституційний розвиток фінансового сектору України / С. В. Науменкова, С. В. Міщенко // Фінанси України. - 2008. - № 7. - С. 53-71.
167. Науменкова С. В. Зарубіжний досвід організації систем регулювання й нагляду за діяльністю фінансових установ / С. В. Науменкова // Фінанси України. - 2009. - № 12. - С. 20-27.
168. Науменкова С. Ринок фінансових послуг: основні тенденції розвитку / С. В. Науменкова // Вісник НБУ. - 2000. - № 1. – С. 36-43.
169. Науменкова С. В., Міщенко В. І. Системи регулювання ринків фінансових послуг зарубіжних країн: [навчальний посібник] / С. В. Науменкова, В. І. Міщенко. – К. : Центр наукових досліджень НБУ, Університет банківської справи НБУ, 2010. – 170 с.

170. Науменкова С.В., Міщенко С. В. Ринок фінансових послуг: [навчальний посібник] / С. В. Науменкова, С. В. Міщенко. – К.: Знання, 2010. – 532 с.
171. Науменкова С.В., Міщенко С. В. Розвиток фінансового сектору України в умовах формування нової фінансової архітектури : [монографія] / С. В. Науменкова, С. В. Міщенко. – К. : Центр наукових досліджень НБУ, Університет банківської справи НБУ, 2009. – 384 с.
172. Невмержицький В. В. Стан та розвиток ринку фінансових послуг в Україні / В. Невмержицький // Фінанси України. - 2004. - № 10. - С. 123-130.
173. Нікіфоров П. О. Монетарна політика в системі економічної політики держави: теоретичні підходи та практичні аспекти / П.О Нікіфоров // Економіка України. - 2001. - № 10.- С. 25-31.
174. Нікіфоров П.О. Теорія та методологія регулювання грошового обігу : [монографія] / П.О Нікіфоров . – Чернівці: Рута, 2002. – 327 с.
175. Нікіфоров П.О. Фінансовий інститут як соціальна форма діяльності: методологічні аспекти аналізу / П.О. Нікіфоров // Науковий вісник Чернівецького національного університету: збірник наукових праць. Випуск 233: Економіка. Чернівці: ЧНУ, 2005. С. 43 -47.
176. Новодворський Я. Сучасні тенденції діяльності хедж-фондів як лідерів глобального інвестиційного середовища / Я. Новодворський // Економіка України. - 2006.- №12.- С.62-67.
177. Норт Д. Інституції, інституційна зміна та функціонування економіки / Дуглас Норт; [Пер. з англ. І.Дзюб]. – К. : Основи, 2000. – 198с.
178. Общая теория денег и кредита: [учебник] ; под. ред. проф. Жукова Е.Ф. – М.: ЮНИТИ, 1995. - 304с.
179. Олійник Д. С. Кредитна кооперація в сільському господарстві: досвід і шляхи розвитку в Україні / Д. Олійник // Фінанси України. - 2003. - № 4. - С. 102-109.
180. Опарін В. М. Фінансово-інституціональна структура суспільства / В. Опарін // Фінанси України. - 2001. - № 8. - С. 24-30.

181. Опарін В. Концептуальні основи фінансової стратегії економічного зростання в Україні / В. Опарін, В. Федоров // Економіка України. - 2002. - № 2. - С. 10-20.
182. Осецький В. Інвестиції та інновації: проблеми теорії та практики / В. Осецький. - К. : ІАЕ УААН, 2003. - 412 с.
183. Осипова О. А. Финансовый рынок и особенности его развития в России / О. Осипова // Финансы. – 1996. - № 6. - С. 17-21.
184. Оскольський В. Удосконалення корпоративного управління як засіб залучення інвестицій за допомогою механізмів фондового ринку / В. Оскольський // Економіка України – 2006. - № 11. - С. 4-9.
185. Остапчук Я. М. Теоретичні засади ринку грошей / Я. Остапчук // Фінанси України. - 2002. - № 2. - С. 103-108.
186. Островська Н. С. Грошово-кредитна політика в Україні в контексті світового досвіду / Н. Островська // Фінанси України. - 2000. - № 5. - С. 107-110.
187. Паламарчук В. О. Фінансово-економічні засади поступу України / В. Паламарчук // Фінанси України. - 2001. - №1. - С. 144-147.
188. Паламарчук В. Фінансова стабілізація – важливий крок у подоланні економічної кризи / В. Паламарчук // Збірник наукових праць Української академії державного управління при Президенті України. К. : -2000. - вип. 2, ч. 4. - С. 187-193.
189. Паливода К. В. Іпотечний механізм фінансування житлового будівництва / К. Паливода // Фінансовий ринок України. – 2003. - № 2. – С. 18-20.
190. Панков В. А. Рынок и управление стоимостью / В. Панков // Вісник Донецького державного університету. Серія „Економіка”. – 1998. - № 2. – С. 11-14.
191. Партин Г.О. Пенсійні фонди як учасники фінансового ринку / Г. О. Партин, О. І. Тивончук // Фінанси України. - 2002. - №9. - С.143-149.

192. Паславський О. Я. Індивідуальний інвестор на фінансовому ринку України / О. Паславський // Фінанси України. - 2004. - № 11. - С. 47-54.
193. Перегудов С. Антиглобалистские движения - начало великой смуты XXI века Неолиберальная глобализация: есть ли альтернатива? / С. Перегудов // Мировая экономика и международные отношения. - 2002. - № 4 - С. 22-28.
194. Пікус Р.В. Страхові ринки України й Росії в умовах фінансової кризи / Р. Пікус, Н. Приказюк // Фінанси України. - 2009. - № 12. - С. 47-55.
195. Питання функціонування та вдосконалення інфраструктури фондового ринку України: Інформаційно-аналітичні матеріали / За ред. О.І.Кіреєва, М.М.Шаповалової та Н.І.Гребеник – К.: Центр наукових досліджень НБУ, 2005. – 132 с.
196. Поланьї К. Саморегулируемый рынок / Карл Поланьї // THESIS М.: THESIS: 1993. Т. 1. - Вып. 2. - С.10.
197. Полозенко Д. Добробут і його фінансове забезпечення / Д. О. Полозенко, Д. О. Іваницький // Фінанси України. - 2004. - № 10. - С. 28 -35.
198. Полозенко Д. Фінансова глобалізація та інвестиційний процес / Д. Полозенко // Вісник Національного банку України. - 2002. - № 11. - С. 51 - 52.
199. Попов С. Теория конструктивного мышления: [курс лекций] / С. В. Попов. – М.: 1995. – 100 с.
200. Пронін О. Особливості процесів злиття та поглинання у фінансово-банківському секторі / О. Ю. Пронін // Фінанси України. - 2005. - № 8. - С. 106 - 122.
201. Радіонова І. Порівняльна результативність фінансової та грошової політик / І. Ф. Радіонова // Фінанси України. - 2004. - № 9. - С. 29 - 36.
202. Радіонова І. Фінансова політика за умов інвестиційної пастки / І. Ф. Радіонова // Фінанси України. - 2001. - № 12. - С. 3 - 11.
203. Рак Р. Інновації на ринку державних цінних паперів України / Р. В. Рак // Фінанси України. - 2009. - № 12. - С. 72 - 80.

204. Резнікова О.О. Іпотечні цінні папери як об'єкт інвестування / О. О. Резнікова // Фінансовий ринок України. – 2003. - № 2. – С. 25.
205. Рибак С. Фінансові аспекти економічного зростання в Україні / С. Рибак, Л. Лазебник // Економіка України. – 2007. - № 3. – С. 22 - 32.
206. Ринок фінансових послуг в Україні: стан і перспективи розвитку / Л.І.Романова (уклад.). — Х. : ХДНБ, 2004. — 96с.
207. Ринок фінансових послуг: [навч.-метод. посіб.] / Світлана Василівна Черкасова (уклад.), Надія Михайлівна Руцишин (уклад.) / Укоопспілка; Львівська комерційна академія / — Л. : Видавництво Львівської комерційної академії, 2003. — 92 с.
208. Рынок ценных бумаг и его финансовые институты [Уч.пос.] / под. ред. В. Тарковского. - СПб. : АО «Комплект», 1994. - 128 с.
209. Роде Э. Банки, биржи, валюты современного капитализма / Э. Роде (пер. с нем.). М. : Статистика, 1986. - 342 с.
210. Розанвалон П. Утопічний капіталізм: Історія ідеї ринку / П'єр Розанвалон (Пер. з фр. Є.Марічева). – К.: Вид. Дім «Києво-Могилянська академія», 2006. – 246 с.
211. Роузфилд С. Сравнительная экономика стран мира: культура, богатство и власть в XXI веке / С.Роузфилд (Пер.с англ.). – М.: РОССПЭН, 2004. - 432 с.
212. Рябокiнь М.В. Аналіз процесу сек'юретизації фінансових активів / М. В. Рябокiнь // Актуальні проблеми економіки. – 2009. - № 6. – С. 223 – 228.
213. Самуельсон П. Економіка: [підручник] / Поль Самуельсон. – Л.: Світ, 1993. – 496 с.
214. Свердел М. Вплив недержавних пенсійних фондів на соціально-економічну систему / Свердел М. О. // Фінанси України. - 2005. - № 8. - С. 50 - 53.
215. Селигмен Б. Основные течения современной экономической мысли / Б. Селигмен. – М.: Прогресс, 1968. - 600 с.

216. Сенченко О. Світовий досвід в організації проведення нагляду за фінансовою сферою / О. С. Сенченко // Актуальні проблеми економіки. – 2010. - № 7. – С. 42 – 47.
217. Смик Е. Розвиток ринку капіталу у Польщі / Е. Смик, Б. Мізюк // Фінанси України. - 2006. - № 3. – С.126 -133.
218. Сміт А. Добробут націй: дослідження про природу та причини добробуту націй / Адам Сміт. - К.: Port-Royal, 2001. – 593 с.
219. Соколенко С. Глобалізація і економіка України / С. І. Соколенко. - К.: Логос, 1999. – 244 с.
220. Солюс Г. Современный рынок капиталов / Г.П. Солюс. М.: Финансы, 1997.- 224 с.
221. Сорос Дж. Кризис мирового капитализма. Открытое общество в опасности / Джордж Сорос (Пер. с англ.). - М.: ИНФРА-М, 1999. - 262 с.
222. Сото Э. Загадка капитала. Почему капитализм торжествует на Западе и терпит поражение во всем остальном мире / Эрнандо де Сото (Пер с англ.). – М.: ЗАО “Олимп-Бизнес”, 2004. – 272 с.
223. Сото Х. Австрийская экономическая школа: рынок и предпринимательское творчество / Хосе Уэрта де Сото; (пер. с англ. Б.С.Пинскера под ред. А.В.Куряева). – Челябинск : Социум, 2007. – 202 с.
224. Степаненко Б. Інтернаціоналізація банківського сектору України: ціна й методи злиття та поглинань / Б. Степаненко // Економіст. - 2010. - № 1. – С. 12 - 16.
225. Стігліц Д. Глобалізація та її тягар / Джозеф Стігліц (Пер. з англ.). – К.: Вид.дім “КМ Академія”, 2003. – 252 с.
226. Стиглиц Д. Кредитные рынки и контроль над капиталом / Джозеф Стиглиц // Мировая экономика и международные отношения. – 1989. - № 6. – С. 41 - 53.
227. Суворова О. Страхові програми мотивації персоналу / О. Суворова // Фінансовий ринок України. – 2003. - № 2. – С.29 - 31.

228. Суторміна В. Фінанси зарубіжних корпорацій: [Посібник] / В. Суторміна, В. Федосов, Н. Рязанова Н. – К.: 19993. – 248 с.
229. Суторміна В. Фінансовий ринок: [Навч.-метод. посіб. для самостійного вивчення дисципліни] / Валентина Миколаївна Суторміна, Вікторія Миколаївна Радзієвська, Богдан Станіславович Стеценко / Київський національний економічний ун-т. — К. : КНЕУ, 2001. — 100 с.
230. Сухарев О. Институты и экономическое развитие / О. С. Сухарев. – М.: ООО ИКП «ДеКА», 2005. – 384 с.
231. Суэтин А. Международный финансовый рынок: [Учебное пособие] / А.А. Суэтин. – М. : КНОРУС, 2004. – 224 с.
232. Терещенко Г. Проблеми становлення та напрямки удосконалення функціонування ринку цінних паперів в Україні / Г. М. Терещенко // Фінанси України. - 2007. - № 6. - С. 97 - 104.
233. Ткач А. Інституціональні основи ринкової інфраструктури: [монографія] / А.А. Ткач. – К.: НАН України. Об'єднаний ін-т економіки., 2005 – 295 с..
234. Ущатовський Ю. Історія інституціоналізму: проблема пошуку витоків / Ю. Ущатовський // Економіка України. - 2010. - № 3. - С. 73 - 81.
235. Ульянов В. Оцінка фондової складової кризи «нової економіки» на початку ХХІ ст. / В. Ульянов // Економіка України. - 2010. - № 3. - С. 64 - 104.
236. Федоренко А. Концептуальні засади випуску і обігу державних пенсійних облігацій / А. В. Федоренко // Фінанси України. - 2009. - № 7. - С. 64 - 74.
237. Федоренко В.І. Фондовий ринок в інвестиційному процесі / В.І. Федоренко, І.В. Мерлиця, Е.Ф. Якушев, О. М. Юрковська // Фондовый рынок. – 2002. - № 1. - С. 18 - 19.
238. Федоров Б. Современные валютно-финансовые рынки / Б. Г. Федоров. М. : Финансы и статистика, 1989. - 159 с.
239. Федосов В. Государственные финансы [Уч.пос.] / В. Федосов, С. Огородник, В. Сутормина. К. : Лыбидь, 1991. - 368 с.

240. Федосов В. Інституційна фінансова інфраструктура України: сучасний стан та проблеми розвитку / В. М. Федосов, В. М. Опарін, С. В. Львовчкін // Фінанси України. - 2008. - № 12. - С.3 - 21.
241. Финансы предприятий: [учеб. пос.] / п.р. проф. Колчиной Н.В. – М.: Финансы, ЮНИТИ, 1998. – 420 с.
242. Фишер С. Экономика / С. Фишер, Р. Дорнбуш, Р. Шмалензи (Пер. с англ. со 2-ого изд.).- М.: Дело, 1993. - 864 с.
243. Фридман М. Если бы деньги заговорили.../ Милтон Фридман (Пер. с англ.). – М.: Дело, 1999.- 160 с.
244. Фридман М. Количественная теория денег / Милтон Фридман (Пер. с англ.). – М.: Эльф пресс, 1996. - 131 с.
245. Фримен К., Лука Ф. Як час спливає: від епохи промислових революцій до інформаційної революції / Крис Фримен, Франциско Лука ; пер. з англ. Руслана Ткачука. – К.: Вид. Дім «Києво-Могилянська академія», 2008. – 510 с.
246. Фурман В. Особливості формування страхових ринків країн з перехідною економікою / В. Фурман // Економіст. - 2005. - № 8. - С. 74 - 76.
247. Фурман В. Страхування та його роль у соціально-економічних процесах / В. М. Фурман // Фінанси України. - 2005. - № 8. - С.145 - 152.
248. Хайек Ф. Индивидуализм и экономический порядок / Фридрих Хайек. - М. : Изограф, 2001. – 256 с.
249. Хайек Ф. Пагубная самонадеянность или ошибки социализма / Фридрих Хайек. - М. : Новости, 1992. - 304 с.
250. Хайек Ф. Частные деньги / Фридрих Хайек. - М.: KOLONNA Publications, 1996. – 360 с.
251. Харічков С. Іпотека як інструмент мобілізації інвестиційних потоків у сфері освоєння техногенно-ресурсного потенціалу України / С. К. Харічков, О. Р. Губанов // Фінанси України. - 2006. - № 3. - С. 29 - 34.
252. Харрис Л. Денежная теория / Л. Харрис (Пер. с англ. под общ. ред. В.Усоскина). – М. : Прогресс, 1990. – 750 с.

253. Хикс Д. Стоимость и капитал / Джон Хикс (Пер. с англ. под ред. Р.Энтова). - М. : Изд. группа «Прогресс», 1993. - 488 с.
254. Хикс Д. Теория экономической истории / Джон Хикс (Пер. с англ. под общ. ред. Р.Нуреева). - М. : НП «Журнал Вопросы экономики», 2003. - 224 с.
255. Ходаківська В. Ринок фінансових послуг: теорія та практика : [Навчальний посібник] В. П. Ходаківська, В.В. Беляєв. – К. : ЦУЛ, 2002. – 616 с.
256. Ходжаян А. Інституційне забезпечення конкурентоспроможності економіки України / А. Ходжаян // Економіст. - 2010. - № 2. - С. 26 – 29.
257. Ходжсон Д. Экономическая теория и институты: Манифест современной институциональной экономической теории / Д. Ходжсон (Пер. с англ.). – М.: Дело, 2003. – 464 с.
258. Шапран В. Місце ринку цінних паперів у економічній системі України, чи придатна для нас російська методика? / В. С. Шапран // Фондовый рынок. - 2002. - № 23. - С. 14 – 17.
259. Шарп Ф. Инвестиции / Ф. Шарп, Г. Александер, Д. Бейли (Пер. с англ.). – М. : Инфра - М, 1997.
260. Шаститко А. Новая институциональная экономическая теория / А. Е. Шаститко. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: Экономический факультет МГУ, ТЕИС, 2002. – 591 с.
261. Шевчук В. Вплив монетарної політики на промислове виробництво, інфляцію та реальний обмінний курс в Україні в 1994-2000 роках / В. Шевчук // Вісник НБУ. - 2001. - № 1. – С. 12 - 15.
262. Шелудько В. Фінансовий ринок: [Навч.посіб] / В. Шелудько В. М. - К. : Знання-Прес, 2002. - 535 с.
263. Шелудько Н. Іноземний капітал у банківському секторі України: проблеми та перспективи / Н. М. Шелудько // Фінанси України. - 2006. - № 7. - С. 79 - 86.

264. Шелудько Н.М. Роль банківської системи в стимулюванні економічного зростання / Н. М. Шелудько // Фінанси України. - 2002. - № 3. - С. 120 - 128.
265. Школьник І. До питання про термінологічне розрізнення базових категорій фінансової науки / І. Школьник // Економіка України. – 2010. - № 7 – С. 59 - 69.
266. Шумпетер И. Теория экономического развития / Йозеф Шумпетер. – М. : Прогресс, 1982. - 436 с.
267. Шеремет А., Сайфулин Р. Финансы предприятий: [Уч.пос.] / А. Шеремет, Р. Сайфулин. – М.: Инфра, 1999. - 510 с.
268. Чернишук В. Розвиток ринку цінних паперів: проблеми та перспективи / В. Р. Чернишук, А. П. Данькевич // Фінанси України. - 2008. - № 8. - С. 97 - 103.
269. Чугунов І. Теоретико-методологічні засади удосконалення програмно-цільового методу планування видатків бюджету / І. Я. Чугунов, О. А. Самошкіна // Фінанси України. - 2004. - № 9. - С. 37 - 46.
270. Чухно А. Деньги / А. А. Чухно. – К., 1997.- 510 с.
271. Чухно А. Капітал, кредит, процент їх сутність та роль в економіці / А. А. Чухно // Фінанси України. – 1997. - № 2.- С. 10 - 15.
272. Чухно А. Розвиток теорії грошей та практика регулювання грошового обігу / А. А. Чухно. – К., 1994. - 166 с.
273. Чухно А. Постіндустріальна економіка: теорія, практика та їх значення для України / А. А. Чухно. – К.: Логос, 2003. - 631 с.
274. Чухно А. Природа сучасних грошей, кредиту та грошово-кредитної політики / А. А. Чухно // Фінанси України. – 2007.- № 1.- С. 3 - 16.
275. Эрроу К. Информация и экономическое поведение / Кеннет Эрроу // Вопросы экономики. – 1995. - № 5. - С. 98 - 107.
276. Энтов Р. Развитие российского финансового рынка и новые инструменты привлечения инвестиций / Р. Энтов. М. : ИЭППП, 1998. – 480 с.

277. Яременко О. Тенденції посткризового розвитку фінансових інститутів / О. Яременко // Економіка України. – 2010. - № 3. – С. 88 - 95.
278. Ярошенко С. Поєднання національних та регіональних інтересів у фінансово-економічній сфері / С. П. Ярошенко // Фінанси України. – 2000. - № 9. – С. 44 - 48.
279. Ястремська О. Фінансове та реальне інвестування / О. М. Ястремська // Фінанси України. - 2002. - № 10. - С. 35 - 41.
280. Barclay M.J., Smith C.W. The Maturity Structure of Corporate Liabilities//Journal of Finance. – 1995. – Vol. 50. – No.2. – June. – P.609-631.
281. Carvin W., Mayer C. How Do Financial Systems Affect Economic Performance? Oxford, Said Business School-University of Oxford, 1999, p. 24.
282. Collin P.H. Dictionary of Banking and Finance. Second Edition. – Peter Collin Publishing, 2000. – 344 p.
283. Douglas H. C. , A. J. Kalotay. Long-Term Debt and Equity Markets and Instruments. / E. L. Altman, M. J. McKinney, Handbook of Financial Markets and Institutions (New York, John Wiley, 1990), pp. 5-31.
284. Goldsmith R. Financial structure and development. Yale University Press. New Haven. 1969. – 561 с.
285. Kotaro Tsuru. Finance and Growth Some theoretical consideration, and review of the empirical literature // ECO/WKP.- 2000.- №1.-p.36-42.
286. Jarrow, Robert A. Finance Theory. – Prentice-Hall. Inc., Englewood Cliffs, New Jersey, 1988. - 298 p.
287. Machlup Fritz. International payments, debts, and gold. Collected essays by Fritz Machiup Princeton University. London: George Alien & Unwin, 1966. Part one. Foreign exchange and balance of payments.1.The theory of foreign exchange, pp. 7-50.
288. North D. C. Structure and change in economic history. -- N.Y., 1981., p.89
289. North D. C., Thomas R. P. The rise of the Western world: a new economic history. -Cambridge, 1973

290. Shleifer A., Vishny R.W. Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach//Journal of Finance. – 1992. – Vol.47. – No.4. – P.134-136.
291. Williamson O.E. Hierarchies, Markets, and Power in the Economy: An Economic Perspective // Industrial and Corporate Change. 1995. V.4 . №1. P.21-49.
292. Асоціація українських банків [електронний ресурс] : [сайт]. - Режим доступу: <http://www.aub.com.ua>
293. Банківська статистика [електронний ресурс] : [сайт]. - Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/Statist/sfs.htm>
294. Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг [електронний ресурс] : [сайт]. - Режим доступу :<http://www.dfp.gov.ua/742.html>
295. Державна комісія з регулювання ринків цінних паперів та фондового ринку [електронний ресурс] : [сайт]. - Режим доступу: <http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=12>
296. Державний комітет України з питань регуляторної політики та підприємництва [електронний ресурс] : [сайт]. - Режим доступу:
297. Національний Банк України [електронний ресурс] : [сайт]. - Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/Publication/Analytical.htm>.
298. Недержавні пенсійні фонди [електронний ресурс] - Режим доступу: <http://www.dfp.gov.ua/1058.html>. - назва з екрана.
299. Професійна асоціація реєстраторів та депозитаріїв [електронний ресурс] : [сайт]. - Режим доступу: <http://www.pard.kiev.ua> - назва з екрана.
300. Річний звіт НБУ [електронний ресурс] : [сайт]. - Режим доступу:http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydan.htm#Річний%20звіт%20Національного%20банку%20України.
301. Ринок кредитних спілок [електронний ресурс]: Режим доступу: <http://www.dfp.gov.ua/1059.html> - назва з екрана.
302. Страховий ринок [електронний ресурс]: Режим доступу: <http://www.dfp.gov.ua/734.html>. - назва з екрана.

303. Українська асоціація інвестиційного бізнесу [електронний ресурс] :
[сайт]. - Режим доступу: http://www.uaib.com.ua/analituaib/year_analit_uaib.html.
304. Українська національна іпотечна асоціація [електронний ресурс] :
[сайт]. - Режим доступу: <http://www.unia.com.ua> - назва з екрана.
305. Фінансові компанії [електронний ресурс]: Режим доступу:
<http://www.dfp.gov.ua/1057.html> - назва з екрана.