

МІНІСТЕРСТВО ФІНАНСІВ УКРАЇНИ  
ДЕРЖАВНИЙ ПОДАТКОВИЙ УНІВЕРСИТЕТ

Факультет фінансів та цифрових технологій

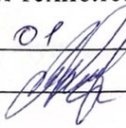
Кафедра фінансових ринків та технологій

Затверджено

Вченою радою факультету

фінансів та цифрових технологій,

протокол від «18» 01 2022 № 2

Голова Вченої ради  М.В. Рябокін

**КОНСПЕКТ ЛЕКЦІЙ**

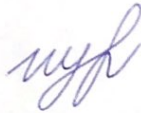
**з навчальної дисципліни «ФІНАНСОВА ІНФРАСТРУКТУРА»**  
для підготовки здобувачів вищої освіти першого (бакалаврського) рівня  
(денної та заочної форм навчання)

галузь знань 07 «Управління та адміністрування»  
спеціальність 072 «Фінанси, банківська справа та страхування»  
освітня програма «Фінанси, банківська справа та страхування»  
Статус дисципліни: обов'язкова

Ірпінь 2022

Конспект лекцій складений на основі робочої програми навчальної дисципліни  
«Фінансова інфраструктура», затвердженої у 2022 році.

Укладач:



І.І. Чуницька, д.е.н., професор, в.о. завідувача  
кафедри фінансових ринків та технологій

Розглянуто та схвалено кафедрою фінансових ринків та технологій, протокол від  
«12» 01 2022 № 3

В.о. завідувача кафедри



І.І. Чуницька, д.е.н., професор

**ЗМІСТ**

ВСТУП.....	4
<b>ЗМІСТОВИЙ МОДУЛЬ 1 ІНСТРУМЕНТАЛЬНО-УПРАВЛІНСЬКА ТА ІНСТИТУЦІЙНА ІНФРАСТРУКТУРА.....</b>	<b>5</b>
Тема 1. Поняття фінансової інфраструктури та засади її структуризації.....	5
Тема 2. Інструментальне забезпечення фінансової інфраструктури.....	12
Тема 3. Небанківські фінансово-кредитні установи.....	25
<b>ЗМІСТОВИЙ МОДУЛЬ 2 СЕРВІСНА ІНФРАСТРУКТУРА.....</b>	<b>35</b>
Тема 4. Інфраструктура банківської системи.....	35
Тема 5. Інфраструктура ринку цінних паперів.....	40
Тема 6. Брокерська та дилерська діяльність.....	48
Тема 7. Аудиторсько-консалтинові фірми.....	56
Тема 8. Інформаційно-рейтингові агенції.....	62
<b>РЕКОМЕНДОВАНА ЛІТЕРАТУРА.....</b>	<b>70</b>

## ВСТУП

Навчальна дисципліна «Фінансова інфраструктура» є теоретико-практичною основою сукупності знань та вмінь, що формують профіль фахівця в галузі «Управління та адміністрування» за спеціальністю «Фінанси, банківська справа та страхування».

Конспект лекцій навчальної дисципліни «Фінансова інфраструктура» включає вісім тем, які дозволяють досягнути мети вивчення даної дисципліни.

**Метою навчальної дисципліни** «Фінансова інфраструктура» є формування глибоких фахових знань та практичних навичок щодо організації та забезпечення діяльності суб'єктів інфраструктури, пов'язаної обслуговуванням руху фінансових фондів на фінансовому ринку.

**Завданнями навчальної дисципліни** є забезпечення можливостей отримання здобувачами вищої освіти практичних знань пов'язаних з організацією суб'єктами інфраструктури обліку цінних паперів та виконання угод за ними; аналіз практичних аспектів взаємодії суб'єктів інфраструктури фінансового ринку з органами державного регулювання; формування комплексу прагматичних навичок щодо використання інформаційних технологій в діяльності суб'єктів інфраструктури.

**Об'єктом навчальної дисципліни** є дослідження діяльності професійних учасників фінансового ринку, які, виконуючи певні функції та реалізуючи свої інтереси, водночас забезпечують трансформацію заощаджень громадян і накопичень підприємств в інвестиції і таке спрямування ресурсів, що сприяє належній ефективності їх використання.

**Предметом навчальної дисципліни** є прагматичні аспекти діяльності суб'єктів інфраструктури фінансового ринку в процесі організаційно-технічного забезпечення процесу укладання та виконання угод з фінансовими активами.

## ЗМІСТОВИЙ МОДУЛЬ 1. ІНСТРУМЕНТАЛЬНО-УПРАВЛІНСЬКА ТА ІНСТИТУЦІЙНА ІНФРАСТРУКТУРА

### ТЕМА 1. ПОНЯТТЯ ФІНАНСОВОЇ ІНФРАСТРУКТУРИ ТА ЗАСАДИ ЇЇ СТРУКТУРИЗАЦІЇ

**Мета лекції:** систематизувати та закріпити знання про сутність фінансової інфраструктури, її функції, класифікацію, учасників та роль в економіці.

#### План лекційного заняття

1. Сутність, призначення і роль фінансової інфраструктури.
2. Складові фінансової інфраструктури.

**Ключові терміни та поняття:** фінансова інфраструктура, фінансовий ринок, інфраструктура ринку цінних паперів, фінансова система, фінансовий сектор, ринок фінансових послуг, законодавча база фінансової інфраструктури, організаційна фінансова інфраструктура, управлінська фінансова інфраструктура, інституційна фінансова інфраструктура, обслуговуюча фінансова інфраструктура, інструментальне наповнення фінансової інфраструктури,

#### 1. Сутність, призначення і роль фінансової інфраструктури.

Наразі дефініція «фінансова інфраструктура» хоча і використовується в окремих випадках у науковій і навчальній літературі, однак широкого застосування ще не знайшла. Вживання цього терміна окремими авторами досі мало випадковий характер і не супроводжувалося відповідними поясненнями та обґрунтуваннями.

**Фінансовий ринок** — це сфера торгівлі фінансовими активами (ресурсами). У цьому контексті інфраструктурою, власне, є не ринок, а його професійні учасники, які, виконуючи певні функції та реалізуючи свої інтереси, водночас забезпечують трансформацію заощаджень громадян і накопичень підприємств в інвестиції і таке спрямування ресурсів, що сприяє належній ефективності їх використання. Але при цьому варто наголосити, що навряд чи правомірно об'єднувати загальним терміном «фінансова інфраструктура» різні речі — змістове поняття «фінансовий ринок», який з позицій економічної теорії є фінансовою категорією, та організаційну складову — органи управління фінансами.

Достатньо чітко визначеною на даний час є дефініція «інфраструктура фінансового ринку», а точніше — «**інфраструктура ринку цінних паперів**». При цьому до суб'єктів ринку цінних паперів відносять його основних (емітенти, інвестори й фінансові посередники) та інфраструктурних (біржі й торговельно-інформаційні системи, клірингові центри, реєстратори, зберігачі, депозитарії, інформаційні й рейтингові агенції та інші суб'єкти) учасників<sup>1</sup>. Інфраструктурні суб'єкти не беруть участь у мобілізації та розміщенні фінансових ресурсів, але активно сприяють цим процесам, надаючи певні послуги. Таке трактування цілком обґрунтоване й є загальноприйнятим. Але це тільки певний сегмент фінансової інфраструктури, тоді як ми намагаємося розглянути її як цілісне явище у тісному взаємозв'язку її складових.

З нашої точки зору, **фінансова інфраструктура** — складне і широке поняття, яке потребує детального дослідження. Насамперед слід зупинитися на загальному розумінні терміна «інфраструктура». Відносно економіки в його трактуванні особливих відмінностей не спостерігається.

Ще раз наголосимо, що фінанси стосовно економіки відіграють забезпечувальну роль. Причому це стосується всіх її складових, а не лише суб'єктів господарювання. Через фінанси домогосподарств опосередковуються процеси споживання, що забезпечують просте відтворення, і формування заощаджень, які є основою інвестицій, а відтак і розширеного відтворення. Публічні фінанси за допомогою системи державних закупівель і суспільних послуг, по суті, забезпечують ті ж потреби, опосередковуючи перерозподільні процеси. Така сутність, роль і місце фінансів дають усі підстави, з нашої точки зору, розглядати їх як елемент економічної інфраструктури. Фінанси існують не самі по собі, а заради забезпечення потреб громадян, підприємств і держави. Будь-яка

фінансова операція так чи так, у даний момент чи у віддаленій перспективі пов'язана із суспільним відтворенням. З одного боку, вихідною основою формування доходів усіх суб'єктів є ВВП, а з другого — їх використання пов'язане із його продукуванням. Виходячи із такого розуміння забезпечувальної ролі фінансів і засад їх функціонування **характеристика фінансової інфраструктури** може здійснюватися у двох вимірах.

По-перше, у **зовнішньому вимірі** (стосовно середовища — економіки), а саме — у розумінні фінансів як однієї з основоположних складових економічної інфраструктури. З цих позицій фінансова інфраструктура тісно пов'язана зі структурою фінансової системи за її змістовим наповненням. Іншими словами, *являє собою сукупність сфер (підсистем), ланок (елементів) та окремих компонентів фінансової системи, за допомогою яких опосередковуються фінансові відносини (платежі, внески, відрахування, податки, збори, виплати, трансферти, інвестиції тощо), на основі використання яких відбувається рух грошових потоків і забезпечуються потреби суспільного відтворення.*

При цьому розгляд окремих компонентів може виконуватись як з позицій проведення фінансових операцій (розрахунки з бюджетом, взаємовідносини з банками, страховими компаніями, інституційними інвесторами тощо), так і здійснення на їх основі впливу одного суб'єкта на іншого. У цьому вимірі фінансова інфраструктура є відображенням *сукупності суспільних інститутів, сформованих для забезпечення потреб окремих суб'єктів.*

По-друге, у **внутрішньому вимірі** (стосовно власне фінансів) фінансова інфраструктура цілком закономірно може розглядатися у вигляді *сукупності різних інституційних суб'єктів, що забезпечують функціонування фінансів як у цілому, так і стосовно окремих сфер і ланок фінансової системи.*

Фінанси, з одного боку, як було показано вище, є об'єктивним явищем, без яких у ринковій економіці (та й в адміністративній також) процеси суспільного відтворення неможливі. З другого боку, функціонування фінансів відбувається не автоматично, а забезпечується відповідною інфраструктурою, яка формується у кожній країні та на міжнародному рівні. Ця інфраструктура фінансів несе суб'єктивне начало. Вона, маючи загальні закономірності формування і розвитку, водночас має і свою специфіку в кожній країні як за складом, так і за рівнем розвитку, за структурними співвідношеннями, законодавчим регламентуванням та іншими ознаками. При цьому інфраструктура фінансів безперервно еволюціонує, постійно з'являються нові фінансові інституції та інструменти, які забезпечують усе нові й нові потреби громадян, підприємств, держави і міждержавних утворень.

У цілому обидва виміри фінансової інфраструктури тісно взаємопов'язані, адже інфраструктура фінансів, забезпечуючи їх функціонування, задовольняє і потреби суспільного виробництва. Іншими словами, фінансову інфраструктуру цілком аргументовано можна розглядати як єдине цілісне явище. Втім дослідження її проблематики вимагає чіткого узгодження таких понять, як фінансова система, фінансовий сектор економіки, фінансовий ринок і ринок фінансових послуг. Насамперед слід відмітити, що всі ці поняття, на відміну від фінансової інфраструктури, досить широко вживаються у науковій літературі та фінансовій практиці. При цьому вони тісно взаємопов'язані, хоча й не є чітко субординованими. Маючи багато спільного, вони перетинаються між собою, але при цьому тільки у певному сегменті.

Найбільш широким за сферою охоплення та найуживанішим у теорії і на практиці є поняття **«фінансова система»**, проблематика визначення і функціонування якої була розглянута нами у попередньому підрозділі. Оскільки фінансова система відображає всю сукупність форм і методів фінансових відносин та їх організаційно-інституційне забезпечення, то вона й найбільше пов'язана з фінансовою інфраструктурою. Однак остання може виходити за межі фінансової системи, оскільки включатиме й різноманітні установи та організації, які за профілем діяльності не є фінансовими, але виконують певні функції, що сприяють повноцінному функціонуванню фінансової системи.

Поняття **«фінансовий сектор»** теж досить поширене. У системі національних рахунків прийнято виділяти п'ять секторів: нефінансові корпорації; фінансові корпорації; сектор загального державного управління; сектор домашніх господарств; сектор некомерційних організацій. Фінансові корпорації формують фінансовий сектор економіки, до якого належать ті фінансові інституції, що здійснюють діяльність на комерційних засадах і беруть безпосередню участь у процесах суспільного виробництва, продукуючи додану вартість. Відповідно, фіксується їх частка у

виробленому ВВП — в Україні в останні роки вона дещо перевищує 10%. У цьому контексті фінансовий сектор належить до економічної системи і може розглядатися як явище певною мірою ширше за фінанси, оскільки його представляють виробники послуг. Водночас оскільки ці послуги мають фінансовий характер, то є всі підстави розглядати його і як складову фінансової системи. Але наразі у фінансовій літературі цьому сектору, за винятком окремих публікацій, належної уваги не приділяється.

Таким чином, як бачимо, фінансовий сектор має дуалістичний характер. З одного боку, він є складовою економічної системи і його роль постійно зростає. З другого боку, фінансовий сектор за предметом діяльності його інституцій є складовою фінансової системи. За спрямуванням діяльності ці інституції, безумовно, являють собою інфраструктуру складову як економічної (поряд з іншими інфраструктурними галузями), так і фінансової інфраструктури.

**Фінансовий ринок** в умовах ринкової економіки є однією з найважливіших складових економіки та фінансів, маючи, як і фінансовий сектор, дуалістичний характер. В однаковій мірі він є як складовою ринкової економіки (поряд з ринками товарів, послуг, праці тощо), так і фінансової системи. Інституції, які належать до фінансового сектора економіки, функціонують саме у його сфері. Але, крім того, до його організаційної структури входять також організатори торгівлі, неінституційні посередники (брокерські і дилерські контори), обслуговуючі організації (реєстратори, депозитарії тощо). Тому фінансовий ринок і за змістовим наповненням, і за організаційною будовою є ширшим за фінансовий сектор. При цьому наявні всі підстави стверджувати, що всі інституції та організації фінансового ринку входять до фінансової інфраструктури, забезпечуючи переміщення фінансових ресурсів у часі і просторі чи сприяючи цим процесам.

**Ринок фінансових послуг** за своїм змістом найближче належить до фінансової інфраструктури. На відміну від попередніх дефініцій, які мають переважно наукове визначення, це поняття зафіксовано у законодавчому акті — Законі України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг». Отже, за Законом, фінансовою послугою вважається «операція з фінансовими активами, що здійснюються в інтересах третіх осіб за власний рахунок чи за рахунок цих осіб, а у випадках, передбачених законодавством, — і за рахунок залучених від інших осіб фінансових активів, з метою отримання прибутку або збереження реальної вартості фінансових активів». Ринки фінансових послуг визначаються як сфера діяльності їх учасників для надання і споживання певних видів фінансових послуг (банківських, страхових, інвестиційних, операцій з цінними паперами та інших, що забезпечують обіг фінансових активів).

З цих визначень витікає, що ринок фінансових послуг тісно взаємопов'язаний із фінансовим ринком і страхуванням, тобто фінансові установи, що на ньому працюють, — банки, кредитні спілки, ломбарди, лізингові компанії, довірчі товариства, страхові компанії, установи накопичувального пенсійного забезпечення, інвестиційні фонди і компанії — є надавачами відповідних послуг. У той же час фінансовий ринок певною мірою є явищем ширшим за ринок фінансових послуг, оскільки певна його частина у сегменті ринку цінних паперів функціонує на основі прямих взаємозв'язків двох суб'єктів — емітента та інвестора. Таким чином, указаним Законом до фінансових послуг віднесено тільки посередництво в русі фінансових ресурсів на фінансовому ринку і страхування. Але у тих же сферах страхування і кредитування можливі, наприклад, брокерські послуги. Подібні послуги фінансового характеру законом не розглядаються, однак цілком очевидно, що за змістом вони належать і до ринку фінансових послуг, і до фінансової інфраструктури.

Треба зауважити, що поняття «**фінансова послуга**» — досить складне і багатоаспектне. По-перше, слід розрізняти фінансові послуги і послуги у сфері фінансової діяльності. Якщо фінансові послуги за змістом відображають фінансові операції (тобто процеси мобілізації й розміщення ресурсів та їх руху), тоді послуги у сфері фінансової

діяльності безпосередньо з ними не пов'язані, але сприяють їм. Такими послугами є фінансовий консалтинг, колекторська діяльність, аудиторські перевірки, інформаційні та рейтингові послуги, фінансова аналітика тощо. Організації, що надають схожі послуги, за характером діяльності не є фінансовими, але при цьому відіграють надзвичайно важливу роль у функціонуванні фінансової системи і фінансовій діяльності окремих суб'єктів.

По-друге, як зазначено вище, розуміння послуги у сфері операцій з фінансовими активами досить складне. У сучасному світі рух ресурсів може опосередковуватися багатьма суб'єктами та їх усіх можна розглядати як надавачів фінансових послуг, тобто можуть існувати прямі послуги і свого

роду послуги на послуги (наприклад, діяльність страхових і кредитних брокерів). Крім того, постає запитання, а хто і кому, власне, надає послугу, наприклад, банк клієнту, приймаючи кошти на депозитний вклад, чи клієнт банку, надаючи йому ресурси? Відповідь на це слід шукати у цілі функціонування окремих суб'єктів, тобто саме банк створений для надання банківських послуг.

До речі, виникає також запитання і щодо розуміння терміна «**фінансові активи**», який використовується у вказаному «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» і в сучасній літературі, тоді як ми предметом торгівлі на фінансовому ринку розглядаємо фінансові ресурси. На перший погляд, з позицій поставленої мети їх використання, — отримання певного доходу (у вигляді процентів, дивідендів, дисконту, курсових різниць та ін.) різниці між ними немає. Але, якщо виходити з переліку фінансових активів, що наводиться у Законі (кошти, цінні папери, боргові зобов'язання і право вимоги боргу, що не віднесені до цінних паперів), то можна побачити, що таке розуміння активів виходить не з їх змісту, а з бухгалтерського підлоду — це фінансові складові активи балансу. З позицій же фінансової діяльності одну зі складових активів — кошти (точніше, залишки грошових коштів у касі і на банківських рахунках) — навряд чи можна визнати активами, бо вони, як правило, не приносять доходу. Це скоріше потенційні активи, якими вони можуть стати після їх інвестування. Поєднувати в одне ціле поняття, які є різними за фінансовим змістом, на нашу думку, навряд чи обґрунтовано.

Таким чином, як бачимо, усі вказані поняття є різними за змістом і наповненням. Відповідно, необґрунтовано, наприклад, визначати фінансовий ринок як інфраструктурну складову фінансової системи чи ототожнювати, скажімо, фінансовий сектор із фінансовою системою. Недоречно вважати ринок фінансових послуг складовою фінансового ринку або ж як однозначні поняття.

Ще раз підкреслюємо — кожна з розглянутих вище дефініцій характеризує певне поле фінансових відносин і різноманітних видів діяльності в фінансовій сфері, маючи специфічні взаємозв'язки із фінансовою інфраструктурою. Остання ж характеризується як сукупність таких складових, що забезпечують функціонування фінансової системи і реалізацію на цій основі суспільного призначення фінансів.

**Фінансова інфраструктура** є досить складною і розгалуженою системою, структура і взаємозв'язок якої з фінансовою системою та секторами економіки. Її надійне функціонування засновується, по-перше, на розробці і запровадженні механізмів правового забезпечення, по-друге, на формуванні розгалуженої мережі різноманітних установ та інституцій (організаційна фінансова інфраструктура) та, по-третє, на ефективному використанні відповідного інструментарію, за допомогою якого забезпечується реалізація функцій фінансів. Тільки на основі такого системного підходу можливе отримання відповідних результатів і досягнення намічених цілей. Неналежний рівень дієвості, чи тим більше, відсутність якоїсь із складових, суттєво знижує ефективність функціонування фінансової інфраструктури.

**Законодавча база фінансової інфраструктури** являє собою сукупність законів, що регулюють функціонування фінансових інститутів та інституцій. Без відповідного законодавчого забезпечення фінансова інфраструктура повноцінно не може виконувати покладені на неї функції. Важливим чинником є також якісний рівень фінансового законодавства. Невідпрацьованість законодавчих актів, нечіткість окремих норм законів, неузгодженість деяких положень у різних законодавчих актах вкрай негативно позначаються на фінансовій практиці. Не менш важливе значення має також рівень забезпечення виконання положень чинного законодавства, у тому числі й фінансового. Нинішні проблеми полягають не стільки у недосконалості законів, скільки у забезпеченні їх виконання, а ще більше — у тому, що вони досить часто не визнаються громадянами як справедливі.

## 2. Складові фінансової інфраструктури.

**Організаційна фінансова інфраструктура** являє собою сукупність відповідних інституційних структур, що забезпечують функціонування фінансів як в окремих сегментах фінансової системи, так і поза нею. Вона є похідною від складу фінансової системи, а тому її структуризація обумовлена складом такої системи. За профілем і змістом діяльності окремих суб'єктів організаційна фінансова інфраструктура включає три складові: управлінську, інституційну та обслуговуючу.



**Управлінська фінансова інфраструктура** представлена сукупністю фінансових органів, на які покладено функції оперативного управління в сфері публічних фінансів і регулятивної діяльності щодо інституцій фінансового та страхового ринків і ринку фінансових послуг, а також фінансовими службами галузевих міністерств і відомств, підприємств, організацій та установ. За складом управлінська фінансова інфраструктура ширша за організаційну будову фінансової системи, оскільки крім фінансових органів включає і фінансові служби суб'єктів господарювання та управлінських структур. Сукупність фінансових органів держави залежить від двох чинників: варіанта структурної будови публічних фінансів (концентрація всіх коштів у бюджеті або формування бюджету і цільових фондів) і системи управління ними (надання всіх повноважень міністерству фінансів або утворення спеціалізованих фінансових органів).

Підходи до формування управлінської фінансової інфраструктури в різних країнах досить уніфіковані, хоча можуть використовуватися різноманітні варіанти як складу фінансових органів, так і їх взаємодії.

Наприклад, в Україні актуальним залишається питання взаємної підпорядкованості основних фінансових органів — Міністерства фінансів, Державної фіскальної служби, Державної казначейської служби і Державної аудиторської служби. Пропозиції щодо переведення трьох останніх у підпорядкування Міністерству фінансів, які періодично вносяться, безумовно мають певний сенс, оскільки таке об'єднання сприяло б більшій узгодженості їх діяльності. Однак є певні переваги й у самостійності кожного органу, адже це формує систему стримувань і противаг, яка відіграє важливу роль у демократичному суспільстві. Певна логіка існує також у пропозиціях щодо створення єдиного державного регулятора діяльності всіх інституцій фінансового ринку на основі об'єднання відповідних функцій Національного банку України, Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. Варто зазначити, що вибір варіанта формування управлінської фінансової інфраструктури обумовлений конкретними завданнями, що вирішуються у конкретній країні і в конкретний проміжок часу.

Основною проблемою організаційної фінансової інфраструктури є відсутність прямої зацікавленості політиків і державних службовців у забезпеченні належної ефективності в управлінні державними коштами. Хоча сучасна теорія і практика розробили різноманітні сучасні технології, наприклад програмно-цільове бюджетування, бюджетний аудит тощо, їх використання матиме належний ефект тільки за умови створення системи відповідних стимулів і санкцій, налагодженого механізму громадського контролю. Це, у свою чергу, можливе лише за умови дотримання принципу транспарентності (прозорості) процесів формування і використання коштів бюджету і фондів цільового призначення. Таким чином, у формуванні управлінської фінансової інфраструктури головним є не стільки оптимізація складу та функцій фінансових органів, скільки запровадження механізмів, що забезпечують належну ефективність їх діяльності.

**Інституційна фінансова інфраструктура** — це сукупність фінансових інституцій, які функціонують на фінансовому ринку і ринку фінансових послуг, виконуючи функції з мобілізації, переміщення і вкладання ресурсів. Саме ці інституції, як було показано раніше, формують фінансовий сектор економіки, і, на відміну від суб'єктів управлінської інфраструктури, вони мають пряму і безпосередню зацікавленість у забезпеченні раціонального й ефективного використання фінансових ресурсів. Але тут є інша проблема — узгодження власних інтересів фінансових інституцій з інтересами власників цих ресурсів. Хоча значною мірою вони збігаються (кожний суб'єкт хоче отримати якомога більший прибуток), усе ж суперечності можуть виникати. Враховуючи таку специфіку фінансових інституцій, їх діяльність в обов'язковому порядку регулюється державою.

Основне завдання формування інституційної фінансової інфраструктури — створення належних умов для забезпечення різноманітних потреб громадян, підприємств і держави у фінансових послугах. Відповідно, чисельність суб'єктів цієї інфраструктури регулюється ринковими механізмами і не може ані обмежуватися, ані штучно формуватися державними органами. Як і у всій ринковій економіці тут має місце жорстка конкуренція за ресурси та ринки їх інвестування. Ця конкуренція може підштовхувати окремі інституції до надмірно ризикових дій, які можуть у кінцевому результаті призвести їх до банкрутства, а в окремих випадках — і спровокувати фінансову кризу. Таким чином, інституційна фінансова інфраструктура — це і потужне джерело

фінансової енергії, і потенційний генератор криз. Саме це пояснює її надзвичайно важливу роль в економіці та фінансах.

**Обслуговуюча фінансова інфраструктура** включає тих суб'єктів, які виконують функції організаційних посередників на фінансовому ринку (біржі, брокерські і дилерські контори тощо) і допоміжні функції на ринку цінних паперів (реєстратори, депозитарії клірингові центри та ін.), а також тих, які, не будучи фінансовими за змістом діяльності, надають послуги різним суб'єктам у сфері фінансової діяльності (аудиторські, консалтингові та ко-лекторські фірми, інформаційні, рейтингові та аналітичні агенції, ріелторські контори, фонди гарантування вкладів у банках, бюро кредитних історій тощо). Основне призначення цієї складової полягає у створенні належних передумов для функціонування основних суб'єктів інфраструктури. Але хоча вони й виконують допоміжні функції, без них сучасну фінансову інфраструктуру навіть неможливо уявити.

**Інструментальне наповнення фінансової інфраструктури** відображає механізм її функціонування та являє собою сукупність фінансових інструментів, що використовуються суб'єктами організаційної інфраструктури у їх діяльності. Оскільки напрями та сфери діяльності окремих суб'єктів, їх завдання, повноваження і функції суттєво різняться, то мають місце й відмінності у використуваних інструментах. При цьому, як згадувалось раніше, фінансові інструменти, забезпечуючи функціонування фінансів, можуть використовуватися й у фінансовій політиці для досягнення певного впливу одних суб'єктів на інших. Сучасна фінансова теорія та практика характеризуються динамічними змінами, які перш за все пов'язані з розвитком фінансового інструментарію — на ринку виграс насамперед той, хто може запропонувати щось нове на будь-які запити.

Сукупність використуваних фінансових інструментів залежно від способу їх регламентування поділяють на дві групи: встановлені на законодавчій основі і визначені на підставі угод між двома суб'єктами. До першої групи входять інструменти фіскальної та монетарної політики. Інструменти фіскальної політики використовуються у сфері державних фінансів і включають податки і збори, внески і відрахування, державні позики, державні інвестиції і трансферти, державні пенсії та допомоги. До інструментів монетарної політики, що використовуються у діяльності центрального банку, належать облікова ставка, норми резервування, операції на відкритому ринку. Державні фінансові органи використовують ці інструменти, засновуючись на нормах і положеннях чинного законодавства. Безумовно, маючи повноваження законодавчої ініціативи, ці органи можуть певною мірою впливати на характер дії фінансових інструментів під час розробки різних законопроектів. Але після їх прийняття вони, як і усі інші суб'єкти, мають дотримуватися норм законів. У цьому контексті варто зазначити, що інструменти фіскальної політики, з одного боку, не мають належної мобільності в їх використанні. Але, з другого боку, це забезпечує певну стабільність у функціонуванні фінансової системи, дозволяючи суб'єктам господарювання і домогосподарствам чітко організувати та планувати свою діяльність.

Другу групу становлять інструменти ринкового типу, які визначаються на підставі угоди між двома суб'єктами: страхові внески і виплати, недержавні пенсії та допомоги, банківські депозити і кредити, лізинг і факторинг, цінні папери (акції, облігації, векселі, деривативи та ін.). Фінансове законодавство стосовно їх використання визначає тільки загальні засади, а конкретні умови встановлюються угодою між двома суб'єктами. Ця угода відображає як узгодження інтересів двох сторін, так і ситуацію на відповідному ринку, тобто ринкові інструменти є досить мобільними і дієвими.

Фінансова інфраструктура як розгалужена сукупність різноманітних елементів, на думку А. Дробязка, має також розглядатися за рівнями її формування: фінанси у цілому — як забезпечувальна складова економіки; фінансовий ринок — як забезпечувальна складова фінансів, що опосередковує процеси мобілізації й руху фінансових ресурсів, забезпечуючи трансформацію заощаджень в інвестиції; інфраструктура кредитного ринку і ринку цінних паперів. При цьому органи державного управління фінансами (Міністерство фінансів і спеціалізовані органи, а також Центральний банк) та органи державного регулювання фінансових ринків і ринків фінансових послуг запропоновано відносити до надбудови економічної системи.

Загалом, на нашу думку, така пропозиція є досить аргументованою. В структурі фінансів як забезпечувальної складової економіки цілком правомірно можуть бути виділені взаємопідпорядковані внутрішні складові. Безумовно, дещо дискусійним вбачається характеристика

фінансового ринку як інфраструктури фінансів (хоча такі підходи і зустрічаються у літературі). Функціонування фінансів як суспільного інституту забезпечується комплексом інститутів та інституцій, які теж складають їх інфраструктурне наповнення, тобто інфраструктура фінансів є дещо ширшим явищем. Але й незаперечним буде той факт, що в сучасних умовах саме через фінансовий ринок на основі купівлі-продажу прав на використання фінансових ресурсів відбувається їх рух, розподіл і перерозподіл. У цьому контексті є всі підстави розглядати фінансовий ринок як основу інфраструктури фінансів.

Також заслуговує на увагу виділення у складі інфраструктури фінансового ринку двох сегментів: інфраструктура ринку цінних паперів, яка досить чітко визначена у літературі, та інфраструктура банківської системи, якій належної уваги не приділялося. Це позначилося і на суспільній практиці — вкрай невідпрацьованими залишаються питання функціонування бюро кредитних історій та особливо — колекторських фірм.

Загалом, як бачимо, фінансова інфраструктура є досить розгалуженим складним суспільним явищем, яке містить різні за змістом і призначенням елементи. Водночас складовою, яка визначає власне фінансовий зміст її функціонування, є інструментальне наповнення, що потребує ґрунтовнішого висвітлення.

### **План самостійної роботи здобувачів вищої освіти**

1. Державне регулювання розвитку фінансової інфраструктури в Україні.

#### **Питання для самоконтролю**

1. Дайте визначення понять «Фінанси», «Фінансова інфраструктура», «Ринок фінансових послуг», Фінансова послуга.
2. Що таке фінансові активи, фінансові інструменти.
3. Назвіть складові фінансової інфраструктури.
4. З яких компонентів складається управлінська фінансова інфраструктура, обслуговуюча фінансова інфраструктура, Інституційна фінансова інфраструктура.
5. Національний банк України. Комерційні банки. Небанківські кредитні установи.
6. Страхові компанії. Недержавні пенсійні фонди.
7. Фондова біржа. Валютна біржа.

#### ***Рекомендовані літературні джерела:***

Основна [1; 2; 3; 5; 6].

Допоміжна [7; 8; 10; 11; 12].

Міжнародні видання [15; 16; 19].

Інформаційні ресурси Інтернет [25; 27; 28; 30].

## ТЕМА 2. ІНСТРУМЕНТАЛЬНЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФІНАНСОВОЇ ІНФРАСТРУКТУРИ

**Мета лекції:** систематизувати та закріпити знання про призначення інструментального забезпечення, враховуючи важливість інформації у стабільному і врівноваженому розвитку економіки та фінансової системи, а також створенні належних умов для використання фінансових інструментів.

### План лекційного заняття

1. Інструментарій фіскальної політики.
2. Інструментарій монетарної політики.
3. Ринковий інструментарій.
4. Інструментарій обслуговуючої фінансової інфраструктури.

**Ключові терміни та поняття:** фінансові інструменти, засоби державної фіскальної політики, ринкові засоби фінансового регулювання, регулювання грошової маси, ринкові інструменти, інструментарій обслуговуючої фінансової інфраструктури.

### 1. Інструментарій фіскальної політики.

**Інструментальне наповнення фінансової інфраструктури** складається з двох частин: фінансові інструменти управлінської й інституційної інфраструктури та інструментарій обслуговуючої інфраструктури. **Фінансові інструменти** являють собою відображення фінансових відносин, тобто їх характерною ознакою є забезпечення руху грошових потоків. Інструментарій обслуговуючої інфраструктури пов'язаний з організаційним та інформаційним забезпеченням фінансових відносин

Термін «**фінансові інструменти**» наразі досить широко вживається в теорії та практиці у двох контекстах. По-перше, як інструменти провадження фінансової політики держави, за допомогою яких відбувається вплив на темпи і пропорції соціально- економічного розвитку країни. Їх сукупність, що включає засоби фіскальної та монетарної політики, формує механізм макроекономічного регулювання. По-друге, як інструменти фондового ринку — види цінних паперів, що обертаються на ньому. Обидва ці підходи відображають дещо звужений підхід, коли тільки окремі явища характеризуються як інструменти. У зв'язку з цим виникають окремі питання.

**Фінансові інструменти** являють собою конкретні форми фінансових відносин (які з позицій системного підходу визначаються компонентами фінансової системи). Характерною ознакою фінансових інструментів є те, що вони відображають відповідну форму руху грошових потоків і охоплюють усю сукупність фінансів. Будь-який інструмент — це засіб вирішення певних завдань чи досягнення певного впливу, а у фінансах — це пов'язано з рухом коштів.

**Використання фінансових інструментів** пов'язане з відповідними важелями, що визначають характер їх дії і відображають не рух коштів, а характеризують параметри, умови і форми цього руху. У першу чергу це ті нормативи і ставки, що визначають їх обсяги, а також умови проведення тих чи інших фінансових операцій. За допомогою важелів встановлюється характер дії окремих інструментів.

Засоби державної фінансової політики за сутністю і характером дії дещо відрізняються. Всі **засоби фіскальної політики** — податки і внески, державні позики, субсидії та інвестиції — відображають рух грошових коштів і, відповідно, розподіл чи перерозподіл доходів і ресурсів, тобто на наше розуміння, є фінансовими інструментами. **Засоби ж монетарної політики** — операції на відкритому ринку, облікова ставка центрального банку і норми обов'язкового резервування для комерційних банків — різні за змістом.

Тому вважаємо, що **фінансовими інструментами у сфері монетарної політики** будуть регулювання грошової маси та девальвація (чи ревальвація) грошової одиниці. **Регулювання грошової маси** спрямоване на забезпечення внутрішньої стабільності національної грошової одиниці та відповідного рівня вартості грошей. Девальвація і ревальвація спрямовані на

встановлення відповідного рівня вартості національної грошової одиниці стосовно відповідних іноземних валют.

**Ринкові засоби фінансового регулювання** пов'язані з функціонуванням фінансового ринку і діють через механізми ринкового ціноутворення на фінансові ресурси. Вони включають кредитні та депозитні операції комерційних банків і приватні інвестиції на ринку цінних паперів. Через процентну і дивідендну політики, умови залучення депозитів і надання кредитів фінансові інституції та емітенти впливають на економічні процеси і рух капіталів. При цьому вони, з одного боку, керуються власними інтересами і ситуацією, що складається в економіці та на фінансовому ринку, а з другого, перебувають під певним впливом засобів державної монетарної політики. Тобто у вказаних ринкових інструментів фінансового регулювання проявляється інтегрована дія ринкового саморегулювання, так і державного впливу на грошовий ринок засобами монетарної політики.

**Фінансові інструменти** використовуються у двох напрямках: забезпечувальному і регулюючому. *Забезпечувальне* полягає у тому, що за їх допомогою реалізується суспільне призначення фінансів, що полягає саме у грошовому забезпеченні потреб окремих суб'єктів. Без відповідного інструментарію суб'єкти інституційної інфраструктури не в змозі виконувати покладені на них функції. Суть *регулюючого* характеризується тим, що, відображаючи через рух грошових потоків взаємозв'язок двох суб'єктів, вони виступають засобами їх взаємного впливу один на одного. Фінансовій інструментарій досить стабільний, окремі види фінансових інструментів використовуються здавна, наприклад, податки і кредит. Водночас розвиток фінансової теорії та практики супроводжується появою все нових і нових інструментів лізинг, похідні цінні папери та ін. Важелі, за допомогою яких приводяться у дію відповідні інструменти (ставки і нормативи, порядок і умови), є більш мобільними. Найпершою реакцією на зміну ситуації у фінансовій системі та економіці є їх коригування — зміна ставок оподаткування, процентних ставок за кредитами і депозитами, умов кредитування, випуску цінних паперів, здійснення валютних операцій тощо. Охарактеризуємо у такому контексті інструментарій фінансової інфраструктури.

## 2. Інструментарій монетарної політики.

Серед **засобів фіскальної політики** основним і найбільш універсальним і дієвим фінансовим інструментом є *податки*. Це пояснюється тим, що, на відміну від решти інструментів, податки носять практично всеосяжний характер — зачіпають майже всіх юридичних осіб і практично все дієздатне населення. Податки встановлюють рівень державної централізації ВВП, який на даний час коливається в різних країнах у межах 30-50%, і пропорції розподілу та перерозподілу доходів юридичних і фізичних осіб. У сучасних умовах податки є основним методом формування доходів держави. Так, їх питома вага в доходах бюджету сягає 90-95 %. Це надійні, стабільні і регулярні надходження, що обумовило їх широке застосування.

Не менш важливим вбачається **регулюючий аспект використання податків** державою. Встановлюючи форми і рівень оподаткування доходів юридичних і фізичних осіб, держава формує певну систему економічних інтересів у суспільстві. За їх допомогою можна стимулювати одних суб'єктів (чи певні сфери діяльності) й стримувати інших. Вони визначають рівень чистих доходів підприємств і громадян і, відповідно, рівень споживання.

Таким чином, за допомогою даного інструменту держава може надійно і цілеспрямовано впливати на вирішення перш за все основної проблеми регулювання суспільного виробництва — встановлення рівноваги між сукупним попитом і пропозицією. В умовах надмірного поживавлення виробництва і зростання пропозиції держава може стримувати цей процес збільшенням рівня оподаткування юридичних осіб. Навпаки, вирішення завдання стимулювання попиту, а отже і виробництва, засновується на зниженні рівня оподаткування, насамперед — фізичних осіб.

Варто зауважити, що **податки** — це надзвичайно потужний і дієвий інструмент фінансового впливу, а тому його використання має бути вкрай обережним. Так, один із найвідоміших економістів сучасності П. Самуельсон вказує, що «фіскальна політика є дуже сильною зброєю. ... Це подібно до атомної бомби, надто потужна зброя, щоб дозволити окремим особам і урядам гратися з нею».

Враховуючи таку важливу забезпечувальну і регулюючу роль податків, держава змушена постійно вирішувати непросту дилему їх використання. Досліджуючи світовий досвід фіскального регулювання ринкової економіки, В.М. Суторміна, В.М. Федосов і В.Л. Андрущенко наголошують, що «відбувається безупинне створення податкової системи як прагматичного компромісу міждієвим заохоченням приватної господарської ініціативи і достатнім фіскальним забезпеченням державної діяльності».

Використовуючи податки як досить надійні, ефективні й цілеспрямовані фінансові інструментами, держава водночас не може ігнорувати певну непередбачуваність їх дії. Це пов'язано з тим, що вони відображають дуже складну і багатомірну гаму різноспрямованих інтересів, а тому абсолютно повно і точно передбачити наслідки їх впливу неможливо. Однак це зовсім не означає, що ці наслідки, по-перше, абсолютно непередбачувані, а по-друге, що їх можна ігнорувати. Такі прогнози і розрахунки у встановленні певних податків і механізму їх справляння вкрай необхідні для того, щоб уникнути негативних результатів.

Використання податків як інструментів фіскальної політики має суттєві обмеження. Оскільки вони є вкрай важливими елементами розподільних відносин у суспільстві, то встановлюються виключно на законодавчій основі. Це обумовлює складність в їх використанні для розв'язання нагальних поточних проблем. Відповідно, податки є переважно інструментами реалізації стратегічних, а не тактичних завдань. Крім того, слід враховувати, що суперечності між законодавчою і виконавчою гілками влади (як це має місце в нашій державі) можуть надовго затягнути прийняття окремих податкових законів. Так, наприклад, в Україні знадобилося майже десять років на прийняття Податкового кодексу. Однак навряд чи припустимі щорічні зміни в системі оподаткування, як це спостерігається в останні роки.

Дія податків як фінансових інструментів засновується на використанні таких важелів, як ставки оподаткування, пільги і санкції, порядок обчислення і сплати. Рівень податкових ставок має урівноважувати інтереси держави і платників податків. Їх використання як важелів податкового регулювання засновується на двох протилежних принципах податкової політики: стабільності і гнучкості. Принцип стабільності значимий не лише з огляду на забезпечення надійної основи для стягнення податків. Важливо також виявити регулюючу дію кожного податку і його ставки. Принцип гнучкості вимагає можливості вносити зміни у ставки відповідно до ситуації, що склалась. Однак для того, щоб вносити зміни у ставки, треба бути впевненим, що на основі діючих досягти необхідних результатів — неможливо.

**Політика пільг** також досить складна. Дієвість пільги визначається насамперед її кількісними параметрами і значенням для платника. Пільги можуть мати різні прояви. По-перше, за характером дії вони можуть відігравати урівноважуючу чи стимулюючу роль. Пільги урівноважуючої дії встановлюються для тих платників, які через використання єдиних для всіх ставок і порядку оподаткування потрапляють в гірші умови. **Ціль пільги** — вирівняти чистий прибуток (доходи) різних платників (звісна річ, якщо диференціація доходів визначається об'єктивними чинниками, незалежними від зусиль платників). Стимулюючі пільги, навпаки, мають на меті збільшення чистих доходів платників для стимулювання їх діяльності. По-друге, за об'єктом встановлення пільги поділяються на ті, що встановлюються до окремих платників (у тому числі персонально), і до окремих елементів об'єкта оподаткування. По-третє, за терміном дії виділяються постійні і тимчасові пільги. Іншими словами, пільги — дуже важливий важіль податкового впливу, який багато в чому визначає роль і місце податків у системі фінансового регулювання.

Порядок обчислення і сплати хоча і відображає начебто технічну сторону оподаткування, також має важливе значення як для забезпечувальної, так і для регулюючої дії податків. Насамперед це стосується визначення об'єкта оподаткування. Отримати певну величину надходжень від того чи іншого податку можна як за рахунок розширеного об'єкта оподаткування і знижених ставок, так і більш високих ставок при звуженому об'єкті оподаткування. В Україні в останні роки практикували зниження податкових ставок за одночасного розширення об'єкта оподаткування. Визначати такі дії, як загальне зниження податкового навантаження можна лише за умови, що зменшення надходжень від зниження ставок перевищує їх збільшення за рахунок розширення об'єкта оподаткування. Схожа політика скоріше характеризує переміщення податкового навантаження від одних платників до інших.

**Збори** за змістом і призначенням аналогічні податкам. Відмінності між цими платежами на користь держави полягають у механізмах їх справляння.

**Податки** — це обов'язкові платежі нецільового, безоплатного (нееквівалентного) характеру, що мають регулярний характер (визначені терміни сплати) і вносяться платником до бюджету. Збори, як правило, є незначними за розміром платежами, що збираються уповноваженими особами в час і за місцем виникнення податкового зобов'язання (наприклад, свого часу це був ринковий збір), а окремі їх види можуть мати цільове призначення. Оскільки збори не дають відчутних надходжень, то їх забезпечувальна роль другорядна, а регулювальне значення помітно мало. До зборів застосовують ті ж важелі, що й до податків.

**Внески і відрахування** мають таке саме призначення, що й податки та збори — формування доходів держави. Але вони призначені під певні видатки (що визначається в їх найменуванні), тобто вони є платежами цільового призначення. Внески надходять до державних цільових фондів і використовують виключно за встановленим призначенням, тобто є за змістом цільовими податками. Відрахування мають цільове призначення за змістом, але оскільки вони надходять до бюджету, тоді їх цільове використання не гарантується.

Основна форма цільових платежів — внески до державних фондів соціального страхування — наразі **єдиний соціальний внесок**. У фінансовій статистиці ці платежі належать до складу податкової системи і враховуються у визначенні загального рівня податкового навантаження (відношення податкових надходжень до ВВП). У цих внесках превалюючим буде їх чітко встановлене забезпечувальне призначення — фінансування конкретних видатків. Саме за тим, наскільки повно реалізується це призначення, оцінюють дієспроможність внесків. Хоча механізм їх дії у загальному аналогічний податкам, що спрямовуються до бюджету, їх регулювальні властивості виражені не так чітко, як у податків. Але вони можуть мати як позитивний, так і негативний вплив на економічні процеси.

Якщо питома вага внесків у податковому навантаженні досить вагома, тоді й їх негативна дія буде дуже відчутна, про що свідчать проблеми у нашій країні, пов'язані з ухиленням від сплати єдиного соціального внеску (виплата заробітної плати окремими суб'єктами тривалий час здійснювалася неофіційно — «у конвертах» — для приховування реальних розмірів фонду заробітної плати і зменшення суми внесків). Позитивний вплив має місце за накопичувальної системи пенсійного страхування, коли сума<sup>1</sup> майбутньої пенсії прямо залежить від накопичених на персональних рахунках найманих працівників коштів, що стимулює їх до продуктивної діяльності і підвищує фінансову відповідальність за власне пенсійне забезпечення.

**Державні позики** використовуються як джерело покриття бюджетного дефіциту і фінансування цільових інвестиційних проектів. їх забезпечувальна роль у формуванні бюджету обмежується можливостями держави у погашенні державного боргу, а тому належним чином лімітується. Так, згідно з Маастрихтською угодою країни ЄС мають дотримуватися обмежень стосовно бюджетного дефіциту на рівні 2-3 % від ВВП, а державного боргу — 60 % до ВВП. Бюджетним кодексом України стосовно державного боргу встановлено таке ж обмеження у 60 % до ВВП. Фінансування цільових інвестиційних проектів за рахунок державних позик досить поширене у світовій практиці, але поки що практично не використовується в Україні.

**Важелями впливу в системі державних запозичень** є процентні ставки, а також умови випуску і погашення. Хоча регулювальні властивості державних позик відчутно слабші, ніж у податків і платежів податкового характеру, вони, однак, не другорядні. Так, процентна ставка за державними облігаціями відіграє роль своєрідного орієнтира на ринку цінних паперів і фінансового ринку в цілому (на світових фінансових ринках такою точкою відліку будуть цінні папери Державного казначейства США, які тривалий час вважалися безризиковими). Змінюючи рівень дохідності за своїми цінними паперами, держава може відповідно впливати на процеси ціноутворення на фінансові ресурси та активність фінансового ринку. Встановлюючи рівень дохідності, належні умови випуску і погашення цінних паперів, держава може заохочувати своїх позичальників до надання їй позик. Але, заохочуючи свої запозичення високими процентними ставками, держава повинна враховувати, що тим самим звужує потенціал приватних інвестицій. Тобто встановлений рівень дохідності державних цінних паперів має бути обґрунтований з усіх сторін можливого як позитивного, так і негативного впливу.

**Надійність державних позик** як фінансового інструменту не досить висока. Неможливо точно спрогнозувати, чи вдасться державі залучити достатні кошти і чи дозволить це відрегулювати дефіцит бюджету та грошовий обіг. Тому досягти цілеспрямованого впливу та передбачуваності їх дії досить важко — вони можуть сприяти вирішенню поточних проблем, але спровокувати значні складнощі у віддаленій перспективі. У цьому контексті важливе значення мають характер і напрями використання коштів, отриманих від державних позик, — вони можуть бути ефективними в основному при спрямуванні на видатки розвитку. Підвищенню ефективності і цілеспрямованості має позитивний характер випуск цільових позик під конкретні інвестиційні проекти.

**Кошторисне фінансування** являє собою основну форму видатків бюджету та охоплює соціальну сферу, збройні сили, органи державної влади та управління, правоохоронні, судові та інші органи. Основою даної форми бюджетного фінансування є кошторис (звідси й назва), в якому в розрізі окремих статей витрат визначаються обсяги видатків на певний період.

Кошторисне фінансування може здійснюватися у розрізі закладів, заходів і програм. За кошторисного фінансування бюджетних закладів (лікарень, поліклінік, шкіл, дитячих дошкільних закладів, вищих навчальних закладів, установ культури та ін.) обсяги видатків визначаються виходячи з оперативно-мережних показників, які відображають кількісні параметри діяльності цих закладів (кількість ліжок, лікарських відвідувань, учнів, вихованців, студентів тощо) і нормативів видатків стосовно окремих показників. Кошториси на певні заходи і програми розраховуються з обсягів робіт, які передбачені під час проведення окремих заходів чи реалізації прийнятих програм, і нормативів витрат на одну розрахункову одиницю.

У разі фінансування бюджетних видатків на кошторисній основі можливі два підходи: фінансування окремих установ і закладів, які забезпечують реалізацію відповідних функцій держави, або фінансування державних "програм із визначенням установ і закладів, які мають забезпечувати виконання тих чи інших програм. Сучасною формою бюджетного фінансування, яке дозволяє оптимізувати і раціоналізувати видатки бюджету, є програмно-цільове фінансування, що дозволяє використовувати новітні технології управління бюджетом, зокрема бюджетування. В Україні програмно-цільовий метод перебуває у зародковому стані і кошторисне фінансування орієнтується переважно на фінансування бюджетних установ.

Забезпечувальне значення кошторисного фінансування є домінуючим. Водночас рівень забезпечення громадян відповідними суспільними послугами залежить від типу соціальної політики держави та її фінансових можливостей. Україна, зокрема, належить до тих країн, у яких такі послуги гарантуються державою для всіх громадян. Однак до цього часу фінансові можливості держави не відповідають її конституційним зобов'язанням. Як наслідок — склалась вкрай складна ситуація з фінансуванням соціальних, управлінських та оборонних видатків. Без реформування системи видатків бюджету вирішити ці проблеми практично неможливо. Регульовальне призначення кошторисного фінансування практично невідчутне.

**Важелями впливу в системі кошторисного фінансування** є принципи і порядок фінансування. До принципів належать плановість, цільовий характер виділення коштів і підзвітність розпорядників бюджетних коштів органам, що здійснюють фінансування. Принцип плановості означає, що фінансування відбувається винятково на основі затвердженого кошторису. Цільовий характер полягає в тому, що бюджетні кошти можна використовувати виключно на цілі, прописані у кошторисі. Підзвітність забезпечується наданням звітів про використання бюджетних коштів фінансовим органам. Однак згадані принципи не гарантують головного — досягнення належного суспільного ефекту. Тому кошторисне фінансування використовується у тих випадках і сферах, в яких практично неможливо використовувати інші форми фінансового забезпечення.

**Державні трансферти (субсидії, субвенції, дотації)** відображають зворотний податкам рух грошових потоків і, на відміну від них, мають селективний характер — їх отримують не всі, а тільки окремі юридичні та фізичні особи. Державне субсидювання має за мету фінансову підтримку з боку держави тим, хто з певних об'єктивних обставин не отримує достатніх власних доходів. Визначення отримувачів і рівня субсидій завжди має певною мірою як об'єктивний, так і суб'єктивний характер. Забезпечувальна роль субсидій, субвенцій і дотацій залежить від фінансових можливостей держави та їх питомої ваги у доходах отримувачів. Для малозабезпечених громадян — отримувачів субсидій, як правило, їх роль досить відчутна, навіть



за відносно незначних розмірів, а тому держава завжди намагається надавати таку допомогу. Загалом державні субсидії досить керований інструмент, який забезпечує достатню цілеспрямованість і передбачуваність фінансового впливу.

Державне субсидювання має пряму і непрямую форми. Пряма існує у вигляді державних трансфертів — виділення окремим суб'єктам певної суми коштів з державного бюджету на неповоротній безоплатній основі. Непряма полягає у встановленні громадянам різних пільг — повне чи часткове звільнення від плати за певні товари і послуги. Але при цьому така форма доповнюється прямими трансфертами виробникам цих товарів і послуг, що втрачають частину доходів внаслідок проведення державою подібної цінової і тарифної політики.

Механізм прямого і непрямиго субсидювання у регулювальному контексті відчутно поступається оподаткуванню, оскільки податки — це вилучення зароблених юридичними і фізичними особами доходів, тоді як державні субсидії характеризують систему безповоротного і безоплатного фінансування. Різні види субсидювання мають відмінні регулювальні властивості. Найменш дієвими вважаються державні дотації, які виділяються на покриття збитків окремих підприємств, що викликані певною політикою держави у сфері ціноутворення (наприклад, обмеження тарифів на житлово-комунальні послуги).

Державні субсидії, що являють собою фінансову допомогу окремим юридичним і фізичним особам, також не надто дієвий засіб впливу. Вони можуть бути цільовими (на конкретні цілі) і такими, що не передбачають цільового використання. Безумовно, більш ефективними вважаються цільові субсидії, оскільки, забезпечуючи конкретні потреби, впливають на поведінку отримувача. Державні субвенції є своєрідними цільовими субсидіями, що, як правило, надаються на умовах спільного фінансування — їх виділяють за умови, що отримувач забезпечить певну частку фінансування тих чи інших витрат власними коштами. Іншими словами, передумовою отримання субвенції є мобілізація власних можливостей.

Важелями, які регулюють державні субсидії, є критерії та умови їх надання, які дозволяють урізноманітнювати напрями і, характер впливу субсидювання та досягати їх належної ефективності. У суспільстві постійно точаться дискусії з приводу державної фінансової підтримки окремих суб'єктів. По-перше, кому їх надавати — виробникам певних товарів і послуг (за таких умов дотується практично все населення) чи окремим категоріям споживачів? По-друге, якщо окремим, категоріям споживачів, то, а якими критеріями їх визначати? Так, в Україні домінує два підходи: перший — за особливі заслуги чи певний статус, наприклад, пільги інвалідам та учасникам Великої Вітчизняної війни; другий — за принципом малозабезпеченості. Однак серед малозабезпечених можуть бути такі, що з об'єктивних причин не можуть отримувати достатні доходи, а можуть бути й ті, хто просто не хоче працювати. Неправильно встановлені критерії породжують невдоволення у суспільстві та замість того, щоб згладжувати суперечності між окремими верствами населення, їх загострюють.

**Державні пенсії і допомоги** виплачуються з державних пенсійного і фонду соціального страхування. Їх забезпечувальний потенціал залежить від рівня оподаткування в частині внесків до цих фондів, які були охарактеризовані вище, і встановленої системи пенсійного та соціального страхування. Пенсійне забезпечення існує у державній і недержавній, обов'язковій і добровільній формах на основі солідарної та накопичувальної систем. Державне пенсійне страхування є обов'язковим і може здійснюватися на солідарній чи накопичувальній основі, тоді як недержавне, як правило, — у добровільній формі та є накопичувальним.

Солідарна система полягає у тому, що суспільство несе спільну відповідальність за пенсійне забезпечення непрацездатних громадян. Кошти, що концентруються у державному пенсійному фонді, є суспільною власністю, навіть якщо ведеться персоніфікований облік внесків по кожному найманому працівнику. Розмір призначених пенсій прямо не залежить від суми сплачених внесків, хоча й пов'язується із заробітною платою, трудовим стажем та іншими показниками трудової діяльності. За солідарної системи бюджет фонду формується і використовується щорічно за схемою — нинішнє покоління працюючих утримує нинішніх пенсіонерів. Відповідно, рівень внесків визначається співвідношенням між загальною сумою пенсійних виплат і фондом заробітної плати (в Україні, де використовується солідарна система, до 2016 р. розмір внесків роботодавців і найманих працівників у середньому становив 33 %). Тому рівень пенсійного забезпечення визначається рішеннями владних структур і залежить від

співвідношення чисельності працюючих і пенсіонерів, а також від теперішнього стану економіки. Зазначимо, що зменшення з 2016 р. для роботодавців єдиного соціального внеску до 22 % з відміною внесків для найманих працівників є досить ризиковим рішенням із невизначеними наслідками.

За накопичувальної системи розмір пенсії визначається сумою внесків, накопичених на персональних рахунках, які є власністю даної особи. За такого підходу фактично кожний громадянин визначає свій рівень майбутнього пенсійного забезпечення, обираючи відповідну схему сплати внесків та отримання пенсії. Розмір внесків при цій системі залежить від співвідношення між потенційним часом перебування на пенсії і трудовим стажем; від розміру пенсії, яку отримуватиме пенсіонер (на рівні прожиткового мінімуму чи отримуваного доходу); від величини доходів, які будуть отримані від інвестування тимчасово вільних на період їх накопичення коштів. Скажімо, якщо громадянин бажає отримувати в майбутньому пенсію на рівні його нинішніх доходів від роботи за найманням, а співвідношення між імовірним часом перебування на пенсії та трудовим стажем становить 1:3, тоді на його рахунок ним і роботодавцем має сплачуватися 33,3 % його заробітної плати, а з урахуванням того, що за рахунок доходів від інвестування кошти на персональних рахунках у середньому подвоюються, розмір внесків може бути зменшений вдвічі, або близько 17 %. Якщо при цьому врахувати певні ризики, що мають бути забезпечені у період пенсійного страхування, то матимемо 18-20 %, тобто той тариф, що на даний час використовується у більшості розвинених країн світу.

Порівняння двох охарактеризованих систем засвідчує значну перевагу накопичувального пенсійного страхування. У забезпечувальному контексті це, з одного боку, набагато дешевше, а з другого — формує дієспроможну систему пенсійного забезпечення громадян, за умов якої відпадає потреба у соціальному захисті пенсіонерів через охарактеризовану перед цим систему державного субсидіювання. У регульовальному контексті накопичувальна система формує відповідну систему інтересів у суспільстві, заставляючи кожного громадянина піклуватися про свою фінансово забезпечену старість. Натомість солідарна система веде до викривлення суспільної моралі. Як, наприклад, в Україні не намагаються боротися з неофіційною виплатою заробітної плати «у конвертах», однак поки що домогтися відчутних зрушень не вдається. .

**Система соціального страхування** в різних країнах суттєво різниться за напрямками. Свого часу в Україні було створено три фонди: на випадок безробіття; від нещасних випадків на виробництві і професійних захворювань; на випадок тимчасової втрати працездатності і пологів. На даний час ці фонди об'єднані один — фонд соціального страхування. Законодавством передбачалося створення також фонду обов'язкового медичного страхування, але до реалізації цього завдання так і не наблизилися. У забезпечувальному контексті ці фонди відіграють важливу роль, формуючи систему страхового захисту від вказаних подій. Регульовальна роль даних фондів і виплат теж може бути відчутною. Наприклад, виплати на народження дитини можуть позитивно впливати на вирішення демографічних проблем (але можуть породжувати і викривлення суспільної моралі, коли в неблагополучних сім'ях народжують дітей лише заради одержання вказаних виплат).

Важелями впливу в системі пенсійного та соціального страхування є порядок та умови призначення і виплати пенсій — пенсійний вік, трудовий стаж, чинники, від яких залежить розмір пенсії, пільги для певних категорій працівників тощо. Встановлюючи певні правила, держава може заохочувати перетік робочої сили у певні галузі економіки, сфери діяльності, регіони країни. Враховуючи важливість пенсійного забезпечення для громадян, ці важелі впливу є досить потужними засобами фінансового впливу на суспільство.

**Державні інвестиції** спрямовуються на фінансування конкретних інвестиційних проектів за рахунок бюджету чи цільових державних запозичень. Ці державні видатки, як правило, вибіркового характеру — вони спрямовуються туди, куди залучити приватні інвестиції вкрай складно. При цьому державні інвестиції достатньо надійні, цілеспрямовані і передбачувані інструменти фінансового впливу. Вони засновуються за чіткими і наперед встановленими критеріями відбору інвестиційних проектів, на умовах і порядку проведення тендерів з вибору виконавців.

**Основною проблемою державного інвестування** є забезпечення ефективності використання коштів. Як вказує Ш. Бланкарт, держава має проводити закупівлі товарів, робіт і послуг на максимально вигідних умовах, оскільки це відображає прагнення всіх платників

податків до економного витрачання державних коштів. Проте на практиці часто трапляється і марнотратство, і надання привілеїв певним групам інтересів, і корупція, що наочно засвідчує досвід України в останні роки. При цьому недостатньо обмежуватись зобов'язанням державних службовців, парламентаріїв і членів уряду дотримуватись максимально вигідних умов — необхідне запровадження правил, які б обмежували свободу їхніх дій, спрямованих на задоволення власних інтересів.

**Важелями впливу у системі державних інвестицій** виступають критерії оцінки інвестиційних проектів, умови проведення тендерів і порядок фінансування. Змінюючи їх, держава змінює напрями спрямування коштів, а отже, і свого впливу на соціально- економічний розвиток. При цьому оскільки завдання і сфери державного інвестування відрізняються від приватних інвестицій, то вони і засновуються на дещо інших критеріях, головними серед яких можна назвати вплив на економічну динаміку і вирішення окремих соціальних завдань, наприклад, створення додаткових робочих місць.

**Інструментарій монетарної політики.** В основі монетарної (грошово-кредитної) політики держави лежить дуже важливий і дієвий інструмент — *регулювання грошової маси*. Здійснюючи емісію (чи вилучення грошей з обігу) та використовуючи засоби монетарної політики, держава впливає на наповнення економіки та фінансової системи платіжними засобами, врівноважує попит і пропозицію на них і тим самим стимулює чи стримує виробництво залежно від фази економічного циклу. Але на відміну від інструментів фіскальної політики, дія яких може спрямовуватися на вирішення конкретних завдань, вплив інструментів монетарної політики має досить узагальнюючий характер. Однак натомість засоби монетарної політики є достатньо мобільними, що пов'язано з особливим статусом центрального банку, який, як правило, самостійно приймає потрібні рішення. Як наголошують П. Самуельсон і В. Нордгауз, «монетарну політику можна швидко змінити», тоді як «впровадження податкових пропозицій зазвичай потребує тривалого часу». Монетарна політика піддається координації з іншими фінансовими інструментами. При цьому може бути прорахований кореляційний зв'язок дії інших інструментів залежно від грошової емісії, та вплив інших інструментів на стан грошового ринку. Досить надійно і своєчасно можуть бути оцінені наслідки певної грошово-кредитної політики держави, що забезпечує надійність інструменту.

Таким чином, у регулюванні обсягів грошової маси домінує забезпечувальний аспект, тоді як регулювальні властивості цього інструменту несуттєві. Однак він проявляється по-іншому, ніж в інструментів фіскальної політики, де переважає спрямованість на максимізацію доходів та обсягів фінансування. Грошей в обороті має бути рівно стільки, скільки потрібно. На функціонування економіки однаково негативно впливає як нестача платіжних засобів і фінансових ресурсів, так і їх надлишок. Нестача грошей в обігу обумовлює дорожнечу ресурсів, а їх надлишок проковує інфляційні процеси, які також негативно позначаються на макроекономічній стабільності та діяльності економічних агентів.

**Важелі монетарної політики**, що використовуються державою в регулюванні грошової маси, різняться за можливостями використання та за ефективністю впливу. В сучасних умовах в розвинених країнах найважливішим, інструментом монетарної політики є **операції на відкритому ринку** — взаємовідносини центрального банку з комерційними з приводу торгівлі державними цінними паперами. Купуючи їх у комерційних банків, центральний банк, по суті, збільшує обсяги грошової маси і, відповідно, ресурсів, що можуть бути спрямовані у реальний сектор економіки, а продаючи, навпаки, скорочує грошову масу. Однак очевидно, що можливості використання цього важеля залежать від розвиненості та стабільності ринку державних цінних паперів.

В Україні поки що цей важіль використовується обмежено, оскільки ринок державних цінних паперів фактично тільки формується. Другим за значенням важелем монетарної політики є **вплив на обсяги грошової маси через облікову ставку**. За допомогою цього важеля можна заохочувати запозичення комерційних банків у центрального, знижуючи цю ставку, або навпаки. Однак це — важіль непрямої дії. Третім важелем впливу на грошову масу є **норми формування резервів**, які встановлюються центральним банком для комерційних. Цей засіб дозволяє швидко впливати на пропозицію грошей, але на практиці використовується досить рідко.

Монетарна політика має на меті не тільки достатнє забезпечення економіки та фінансової системи платіжними засобами, але й забезпечення стабільності грошової одиниці. Водночас за

певних умов і для досягнення відповідних результатів держава може бути зацікавлена чи у зниженні курсу національної валюти (*девальвація*), чи навпаки — у підвищенні (*ревальвація*). Так, девальвація буде сприяти розвитку виробництв, які працюють переважно на експорт, адже при цьому доходи відповідних підприємств у національній валюті зростатимуть. Навпаки, за ревальвації виграють ті, хто використовує у виробництві імпортовану сировину та комплектуючі або взагалі спеціалізується на імпорті. Таким чином, даний фінансовий інструмент може достатньо ефективно використовуватись у регулюванні зовнішньоторговельних відносин.

**Стабільність в економіці та зовнішній торгівлі** забезпечується на основі стабільності та керованості валютного курсу. В основі стабільного валютного курсу лежить динамічний розвиток економіки, адже курс національної грошової одиниці — це відзеркалення стану економіки та фінансів країни. У системі фінансових важелів, що дозволяють впливати на нього, провідна роль належить валютним інтервенціям центрального банку. В системі валютного регулювання така участь центрального банку є надійним, ефективним і цілеспрямованим засобом впливу на валютний курс. Існує повна передбачуваність його дії та можливість точної і своєчасної оцінки наслідків. Більш того, тільки цей важіль забезпечує найвищу точність і своєчасність оцінки результату впливу — щоденно встановлюється курс національної валюти. Водночас необхідно враховувати, що вплив на валютний курс може здійснюватись й іншими засобами, які належать до сфери регуляторної політики (валютні обмеження, обов'язковий продаж частини чи повної суми валютної виручки тощо).

Можливості координації валютних інтервенцій з іншими фінансовими інструментами обмежені, оскільки рішення про їх здійснення повинні прийматись у надто стислі терміни. Використання згаданого інструменту обмежене наявними валютними резервами. Тому він повинен використовуватись у разі крайньої потреби, інакше резерви будуть вичерпані, а отже, і не буде можливості у проведенні валютних інтервенцій (чи доведеться звертатись по допомогу до Міжнародного валютного фонду).

### 3. Ринковий інструментарій.

**Ринкові інструменти фінансової інфраструктури** пов'язані з функціонуванням фінансового ринку і діють через механізми ринкового ціноутворення на фінансові ресурси. Ці інструменти включають кредитні та депозитні операції комерційних банків, лізинг і факторинг, вкладення в цінні папери, страхові внески та страхове відшкодування. Через процентну і дивідендну політики, умови залучення депозитів і надання кредитів, правила, тарифи та умови страхування фінансові інституції й емітенти впливають на економічні процеси і рух капіталів. При цьому вони, з одного боку, керуються власними інтересами й ситуацією, що складається в економіці і на фінансовому ринку, а з другого — перебувають під певним впливом засобів державної монетарної та фіскальної політики. Іншими словами, у вказаних ринкових фінансових інструментах проявляється інтегрована дія як ринкового саморегулювання, так і державного впливу на грошовий ринок засобами монетарної політики.

Головним елементом у сукупності ринкового інструментарію фінансової інфраструктури є **кредитування**. Це одна з основних форм фінансового забезпечення потреб суб'єктів господарювання, домогосподарств і держави, тобто забезпечувальна роль кредитів достатньо чітко виражена. У сучасному світі потужність економіки та фінансової системи кожної країни вимірюється насамперед потенціалом її банківської системи. Надання кредитів засновується на обопільній узгодженості інтересів двох сторін — кредитної установи та позичальника. При цьому обидві сторони керуються необхідністю забезпечення високої ефективності використання наданих кредитів. У цьому контексті дієвість кредитування набагато вища, ніж охарактеризовані форми державного фінансового забезпечення (кошторисне фінансування, субсидювання, державні інвестиції). Державні структури теж можуть використовувати цей інструмент у разі надання кредитів з бюджету і з державних банків. В основному ж держава може впливати на кредитний ринок за допомогою важелів монетарної політики центрального банку. За необхідності активізації кредитного ринку і здешевлення кредитів обсяги грошової маси збільшуються, і навпаки.

Регульовальні властивості кредитування також досить високі. При цьому кредити як фінансовий інструмент мають високу надійність, ефективність і цілеспрямованість, звісна річ, за

умов дотримання встановлених принципів кредитування (строковості, поворотності, платності, забезпеченості), які є основними важелями впливу. Необхідність дотримання цих принципів передбачає селективний відбір кредитними установами суб'єктів та об'єктів кредитування, що і визначає його регулятивну дію: кредити видаються там, хто може вчасно їх повернути, сплатити встановлені проценти і має надійне забезпечення одержаних кредитів у вигляді застави, гарантій і поручительств. У свою чергу це можливе за умови високої ефективності діяльності позичальників.

Важливим важелем впливу в механізмах кредитування є **процентна ставка**, в основі встановлення якої лежить урівноваженість попиту і пропозиції на гроші. Позичальникам з хорошою кредитною історією банки можуть надавати кредити на пільгових умовах за зниженими процентними ставками. В деяких випадках держава для підтримки окремих галузей може запроваджувати понижені процентні ставки з компенсацією банкам різниці між ними і ринковими ставками. Крім того, для стимулювання розвитку економіки на основі розширення обсягів її кредитування держава засобами монетарної політики, які розглядалися вище, може збільшувати обсяги грошової маси.

**Депозити** є тим ринковим інструментом, який спрямований на залучення ресурсів у кредитну систему. За спрямованістю депозити подібні до податків та інших платежів, які надходять до бюджету держави чи фондів цільового призначення, але докорінно відрізняються від них за змістом. Якщо податки і подібні їм платежі мають обов'язковий, неповоротний і безоплатний характер, то залучення депозитних вкладів до установ комерційних банків засновується на протилежних засадах. Відповідно, кредитні установи мають зацікавити юридичних і фізичних осіб, забезпечуючи їм отримання доходів і надаючи належні гарантії на основі ефективного використання залучених від них ресурсів. З цією метою вони використовують такі важелі, як процентні ставки та відповідні умови за депозитами. При цьому між кредитними установами ведеться конкурентна боротьба за ресурси. Кожний банк чи кредитна спілка пропонують вигідні проценти та умови, все нові і нові продукти, але при цьому мають урівноважувати депозитну політику з кредитною.

**Депозити як фінансові інструменти** мають значне забезпечувальне і регулювальне значення. Забезпечувальне полягає у тому, що депозити є одним із ключових методів формування ресурсів комерційних банків, а відтак — і забезпечення потреб економіки у кредитах. Це пояснює, чому в будь-якій країні проблемі залучення ресурсів до кредитної системи приділяється така увага і формуються резервні фонди на повернення депозитів у разі виникнення проблем в окремих банків. Регулювальне значення полягає в тому, що кредитні установи і державні регуляторні органи завжди намагаються створити такі умови, щоб заощадження розміщувались у банківській системі чи в інших інституціях фінансового ринку, а не залишалися на руках у населення. Кошти, які мобілізовані вказаними інституціями, працюють на потреби розвитку країни та приносять дохід їх власникам, тоді як поза ними вони залишаються звичайними залишками грошей.

Своєрідним різновидом кредитних операцій є лізинг і факторинг.

**Лізинг** — це фінансовий інструмент, що поєднує як відносини кредитування у грошовій і натуральній формах, так і оренди. Розрізняють фінансовий та оперативний лізинг. За фінансового об'єкт лізингу, що належить до основних фондів, передається у платне користування лізингоодержувачу на термін, що на один-два роки менший від очікуваного строку його експлуатації. При цьому він зараховується на баланс лізингоодержувача, а після закінчення строку угоди переходить у його власність або викупується ним за залишковою вартістю. Витрата на утримання об'єкта лізингу несе, як правило, лізингоодержувач. За оперативного лізингу відповідний об'єкт передається в оренду на термін, що не менший за строк його повної амортизації. Майно залишається на балансі лізингодавця, який несе всі витрати, що пов'язані з його експлуатацією (якщо інше не передбачено угодою). Після закінчення строку угоди вона може бути або подовжена, або об'єкт лізингу повертається лізингодавцю.

**Факторинг** являє собою насамперед операції з купівлі боргів, а також послуги з управління дебіторською заборгованістю. Широке поширення комерційного кредиту (купівля-продаж товарів і послуг з відстрочкою платежу, що оформлюється векселем), а також утворення часового лагу між рухом товарів (робіт, послуг) і грошових потоків обумовили зростання обсягів кредиторської та дебіторської заборгованостей. Якщо підприємство у певний період має потребу у коштах, але не отримало їх внаслідок виникнення дебіторської заборгованості, воно може продати цю забор-

гованість комерційному банку чи факторинговій компанії з певним дисконтом або отримати кредит під неї.

У лізингу і факторингу переважає забезпечувальне призначення — вони дозволяють вирішувати проблеми із нестачею коштів. Регульовальні властивості цих фінансових інструментів несуттєві. Важелями впливу є умови проведення лізингових і факторингових операцій і проценти (дисконт), що сплачуються за надані послуги.

**Цінні папери** в сучасних умовах є широко розповсюдженими і сучасними видами фінансових інструментів, у яких досить тісно поєднуються як забезпечувальні, так і регульовальні властивості. Забезпечувальна роль цінних паперів полягає в тому, що за їх допомогою суб'єкти підприємництва (фінансового і нефінансового секторів) і держава можуть мобілізувати значні обсяги ресурсів на свою діяльність. Регульовальна роль відображається як у взаємному впливі один на одного двох основних суб'єктів — емітента, що випустив в обіг даний цінний папір, та інвестора, що його придбав, так і у впливі на них різноманітних посередників, які входять до інституційної та обслуговуючої фінансової інфраструктури, і органів державного регулювання.

Однак разом із вкрай важливими для економіки і фінансової системи властивостями, цінним паперам притаманні і досить відчутні негативні якості, які відсутні в інших фінансових інструментів, на які покладаються забезпечувальні функції. Це пов'язано з тим, що у структурі ринку цінних паперів виділяється два сегменти — первинний і вторинний ринки. На первинному відбуваються процеси купівлі-продажу випущених в обіг цінних паперів, а на вторинному — їх перепродаж. Відповідно, первинний характеризує залучення ресурсів, тобто реалізацію основної забезпечувальної ролі фінансів, а вторинний — торгівлю фінансовими активами. Призначення вторинного ринку полягає у забезпеченні ліквідності цінних паперів — можливості" у разі виникнення потреби продати їх та отримати відповідні грошові кошти.

Однак на практиці вторинний ринок функціонує переважно у спекулятивному режимі — у купівлі цінних паперів для їх перепродажу у майбутньому за вищими цінами. В таких операціях відсутнє забезпечувальне призначення фінансових інструментів, оскільки емітент не отримує від них додаткових ресурсів. При цьому реальні обсяги ресурсів залишаються незмінними — зростає чи знижується тільки ринкова вартість активів. Саме тут відбувається відрив фінансів від реальної економіки, саме тут втрачається їх суспільне призначення, саме тут формуються так звані *мильні бульбашки* — відрив ринкових цін на фінансові інструменти від їх реальної вартості, і саме на цій основі зароджуються загрози фінансовій стабільності і підґрунтя фінансових криз, і саме тому ринок цінних паперів має перебувати під пильним контролем як з боку органів державного регулювання, так і всього суспільства.

**Ринок цінних паперів** охоплює досить широке коло фінансових інструментів. За їх змістовим наповненням розрізняють цінні папери пайові (акції, інвестиційні сертифікати) та боргові (облігації, ощадні сертифікати, векселі). Пайові характеризують відносини співволодіння, надають права участі в управлінні та отриманні доходу у вигляді дивідендів, а боргові відображають відносини запозичення коштів одним суб'єктом (емітентом) в іншого (інвестора) і, надаючи право на отримання доходу у вигляді процентів чи дисконту, не дають ані прав володіння власністю, ані прав в управлінні нею.

Важелями впливу у використанні цінних паперів є дивідендна і процентна політики, умови випуску і погашення цінних паперів. За допомогою дивідендної політики можна впливати на поведінку як нинішніх, так і потенційних інвесторів, заохочуючи або стримуючи їхню активність. Рішення про виплату дивідендів, їхній розмір, про капіталізацію прибутку приймають загальні збори акціонерів. Таким чином, дивіденди не є гарантованим доходом інвестора відповідно, він має обирати, куди вкладати свої кошти, щоб мати належний рівень доходу, а акціонерне товариство повинно працювати так, щоб забезпечувати доходи своїм акціонерам.

Навпаки, боргові цінні папери дають фіксований і гарантований дохід, а процентна політика має врівноважити баланс співвідношення між ризиком, пов'язаним з інвестуванням коштів у них, та їх дохідністю. Умови випуску і погашення передбачають порядок проведення емісії цінних паперів та їх обіг на ринку, права та зобов'язання сторін, можливості і порядок переходу прав власності, гарантії й порядок отримання доходів, терміни і порядок викупу чи погашення, та ін. Ці умови створюють відповідну систему інтересів, на які орієнтуються емітент, інвестор та фінансові посередники.

Страхові внески і страхове відшкодування — основні інструменти у страхуванні.

**Страхові внески (премії)** — це платежі, що надходять страховій компанії за відповідною угодою про страховий захист майнових чи інших інтересів, а *страхове відшкодування* — це виплати страхової компанії застрахованій (чи постраждалій) особі на покриття збитків, що виникли унаслідок певного страхового випадку.

У страхових відносинах переважає забезпечувальне призначення: страхові платежі мають гарантувати формування страхового фонду, достатнього для покриття потенційних збитків, а страхове відшкодування фінансово забезпечити заподіяні збитки. Відповідно, від налагодженості механізмів страхування та надійності страхових компаній залежить нормальне безперебійне функціонування економіки та повноцінна життєдіяльність людини. Регульовальні властивості у страхуванні виражені не настільки очевидно, як у деяких інших фінансових інструментів (наприклад, податків чи кредитів), але є досить вагомими і потенційно достатньо дієспроможними. Наприклад, у багатьох розвинених країнах тарифи автострахування побудовані у такий спосіб, що вигідніше купити новий автомобіль, ніж сплачувати страхові внески за автомобіль, що перебуває в експлуатації понад 5-10 років, а це — сприяння і безпеці руху, і розвитку автомобілебудівної та пов'язаних із нею галузей.

**Важелями впливу в системі страхування** є страхові тарифи, умови і порядок сплати страхових внесків і виплати страхового відшкодування. Законодавство регламентує їх, як і у кредитних відносинах, тільки у загальному вигляді, а конкретні параметри встановлюються страховими компаніями і узгоджуються з клієнтами у страховій угоді. При цьому кожна страхова компанія керується як власними інтересами, так і ситуацією на ринку страхових послуг. Конкуренція обумовлює боротьбу за клієнта за рахунок більш вигідних тарифів та умов, сприяючи розвитку даної ланки фінансової системи і посиленню страхового захисту.

#### 4. Інструментарій обслуговуючої фінансової інфраструктури.

**Інструментарій обслуговуючої фінансової інфраструктури** — це сукупність засобів організаційного та інформаційного характеру, що використовуються її суб'єктами для забезпечення належного функціонування фінансових ринків. Регламентування діяльності суб'єктів інституційної фінансової інфраструктури є одним із напрямів державного регулювання їх діяльності, а інформаційне забезпечення — однією з головних передумов формування ефективного фінансового ринку, коли всім його суб'єктам доступна повна і достовірна інформація, що дає змогу ухвалювати правильні рішення. .

Головною складовою інструментарію обслуговуючої фінансової інфраструктури є інструменти організаційно оформленого ринку цінних паперів — фондових бірж і торгівельно-інформаційних систем. Насамперед це *лістинг* — сукупність процедур з включення цінних паперів до реєстру організатора торгівлі та зі здійснення контролю за відповідністю цих цінних паперів та їх емітентів умовам і вимогам, що встановлені правилами даного організатора торгівлі. Перебування цінного папера у лістингу засвідчує його досить високі якісні характеристики. Інформація про лістингові цінні папери подається у біржовому реєстрі.

**Правила торгівлі** встановлюються для встановлення стандартизованих процедур проведення торгівлі цінними паперами: визначення порядку подачі заявок на участь у торгівлі; порядку проведення торгів; технології торгівлі, зокрема проведення аукціонів; порядок укладання біржових угод і виконання біржових контрактів тощо.

**Котирування** — це встановлення курсу цінних паперів та інших фінансових активів, що відбувається під час торгівлі ними. Узагальнюючим видом котирувань є *фондові індекси*, які відображають середньозважені курси акцій групи провідних корпорацій, акції яких котируються даним організатором торгівлі. Котирування цінних паперів і фондові індекси дозволяють виявити тенденції, які відображають не тільки діяльність окремих емітентів, а й розвиток ситуації в економіці та фінансовій системі у цілому.

Інформаційна підтримка прийняття рішень на фінансових ринках забезпечується через , потужні інформаційні мережі. На даний час у світі склалася розвинена, транснаціональна індустрія інформаційних і рейтингових послуг, що базується на всесвітньо інтегрованих *інформаційних мережах*, за допомогою яких в будь-якій країні світу можна проаналізувати стан

фінансових ринків і розробити прогноз майбутніх тенденцій динаміки ситуації на них та в економіці.

Інформація про найбільш важливі економічні індикатори публікується в таких, визнаних фінансових виданнях, як «The Wall Street Journal», «The Financial Times», «The New York Times», «Business Week». Економічну інформацію у реальному режимі часу можна одержати завдяки таким інформаційним мережам, як «Reuters», «Telerate», «Bloomberg» та ін.

Інформаційні збірники та огляди публікуються міжнародними фінансовими інституціями — Міжнародним валютним фондом і Світовим банком. У кожній країні є також власні джерела інформації. Наприклад, в Україні щомісячно видається «Бюлетень Національного банку України», в якому представлені показники діяльності банківської системи.

Важливою складовою інформаційної підтримки на фінансових ринках є *рейтинги*, що визначають надійність, прибутковість, ліквідність, платоспроможність тощо окремих фінансових інституцій та інструментів. Встановлення рейтингів проводиться спеціалізованими організаціями — рейтинговими агенціями. Використовуються різні варіанти побудови рейтингів. Наприклад, найбільш надійним стосовно виплати доходу і погашення цінним паперам присвоюється символ ААА або А+, а ненадійні класифікуються символами С і D.

До системи інформаційної підтримки також належать *аналітичні огляди*, що публікуються у спеціалізованих і загальних виданнях, в яких всебічно аналізується інформація, що характеризує стан, проблеми і перспективи розвитку фінансових ринків. Втім якщо інформаційні збірники і рейтинги мають офіційний характер, тоді аналітичні публікації завжди певною мірою є суб'єктивним баченням і прогнозом окремих осіб чи установ.

#### **План самостійної роботи здобувачів вищої освіти**

1. Інституційний елемент інфраструктури фінансового ринку.
2. Стан розвитку та напрями вдосконалення інфраструктури фінансового ринку.
3. Вплив діяльності інститутів інфраструктури на ефективність операцій з фінансовими активами.

#### **Питання для самоконтролю**

1. Що таке інфраструктура фінансового ринку.
2. Назвіть суб'єктів інфраструктури фінансового ринку.
3. Які функції інфраструктури фінансового ринку.
4. Операції інфраструктури фінансового ринку.
5. Інституційний елемент інфраструктури фінансового ринку.
6. Національний банк України.
7. Інфраструктурне середовище. Фінансові інститути.
8. Учасники фінансового ринку.
9. Кількісна оцінка розвитку інфраструктури фінансового ринку.
10. Показники якісної оцінки інфраструктури фінансового ринку.

#### **Рекомендовані літературні джерела:**

- Основна [2; 3; 5; 6].  
 Допоміжна [7; 8; 11; 12].  
 Міжнародні видання [15; 16; 19].  
 Інформаційні ресурси Інтернет [27; 28; 30].



### ТЕМА 3. НЕБАНКІВСЬКІ ФІНАНСОВО-КРЕДИТНІ УСТАНОВИ

**Мета лекції:** систематизувати та закріпити знання про інститути кредитної системи, які не мають банківської ліцензії, але виконують функції акумулювання, нагромадження і розподілу грошового капіталу населення, підприємств і держави.

#### План лекційного заняття

1. Спеціалізовані фінансово-кредитні інститути (кредитні спілки, ломбарди, лізингові компанії, довірчі товариства)
2. Страховий сегмент фінансової інфраструктури.
3. Інститути спільного інвестування.
4. Спеціалізовані фінансові компанії.

**Ключові терміни та поняття:** небанківські фінансово-кредитні установи, кредитна спілка, ломбард, страхові організації, інститути спільного інвестування, інституційний інвестор, компанія з управління активами, спеціалізовані фінансові компанії, лізинг, факторинг, фонд фінансування будівництва.

#### 1. Спеціалізовані фінансово-кредитні інститути (кредитні спілки, ломбарди, лізингові компанії, довірчі товариства)

**Небанківські фінансово-кредитні установи** – інститути кредитної системи, які не мають банківської ліцензії але виконують функції акумулювання, нагромадження і розподілу грошового капіталу населення, підприємств і держави.

В основі діяльності небанківських фінансово-кредитних установ лежить теорія фінансового посередництва, предметом якої є функції, цілі та механізми функціонування фінансових посередників.

Розвиток спеціалізованих небанківських фінансово-кредитних установ пояснюється такими причинами:

- Зростання доходів населення у розвинених країнах
- Активний розвиток ринку цінних паперів
- Надання цими установами спеціальних послуг, які не можуть надавати банки
- Необхідність залучення величезних ресурсів населення в грошовий обіг фінансового сектора національної економіки на довгостроковій основі.

**Основні напрями діяльності сучасних спеціалізованих фінансово-кредитних установ** пов'язані з акумуляцією заощаджень населення шляхом залучення коштів на вклади, випуску власних акцій, облігацій, продажу страхових полісів; кредитування певної сфери економіки або господарської діяльності, групи населення; наданням іпотечних кредитів; організацією пенсійного і соціального забезпечення населення; здійснення операції у рамках кредитної взаємодопомоги.

Спеціальні небанківські фінансово-кредитні установи здатні акумулювати грошові засоби і розміщувати їх на засадах строковості, повернення та платності. В економіці вони відіграють важливу роль у спрямуванні коштів від позичкодавців до позичальників, як банки.

До **небанківських фінансових інститутів** згідно з Законом України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» належать кредитні спілки, ломбарди, лізингові компанії, довірчі товариства, страхові компанії, установи накопичувального пенсійного забезпечення, інвестиційні фонди і компанії та інші юридичні особи, виключним видом діяльності яких є надання фінансових послуг.

**Кредитна спілка** – це неприбуткова громадська організація, що діє на корпоративних засадах з метою соціального захисту своїх членів шляхом здійснення взаємодопомоги за рахунок їх акумульованих заощаджень.

**Ломбард** – спеціалізована кредитна установа, що надає короткострокові кредити під заставу майна позичальників із гарантією збереження цього заставного майна.

Пенсійні фонди – це спеціалізовані фінансові установи, основним завданням яких є збирання й акумуляція грошових коштів, призначених для пенсійного забезпечення громадян після досягнення ними певного віку.

**Основними шляхами удосконалення діяльності небанківських фінансових інститутів є:**

- Забезпечення процесу формування нормативно-правової бази щодо діяльності небанківських фінансово-кредитних інститутів
- Зміна механізму оцінки ризиків банкрутства небанківських фінансово-кредитних інститутів
- Стабілізація на фінансовому ринку та подолання всіх економічних проблем через зміну методів регулювання з боку і завдяки контролю з боку таких державних органів, як Національний банк України і Національна комісія з цінних паперів і фондового ринку
- Забезпечення прозорості діяльності окремих небанківських фінансово-кредитних установ
- Запровадження системи нормативів для небанківських фінансових установ
- Створення інституцій, які захищали б небанківські фінансово-кредитні установи від шахрайства, а їх клієнтів – від можливого банкрутства даних установ, тобто створення фонду гарантування вкладів фізичних осіб для кредитних спілок, які найбільше видають кредитів серед парабанківських установ.
- Впровадження ефективної системи захисту прав дрібних інвесторів
- Створення додаткових стимулів до залучення заощаджень для громадян і суб'єктів господарювання, а саме: здійснення постійного моніторингу і контролю за діяльністю небанківських фінансово-кредитних установ, підвищення норми капіталізації даних інститутів, покращення умови для саморегулюючих організацій, створення системи ефективного податкового стимулювання інвесторів, сприяння розвитку організованого фондового ринку, тощо
- Вдосконалення порядку формування резервів на можливі витрати у разі проведення операцій кредитування окремими небанківськими фінансовими установами
- Застосування нових методик у сфері ризиків, що виникають у діяльності інститутів
- Поступове підвищення рівня капіталізації відповідно до зростання показників усього небанківського фінансового сектора і ринку фінансових послуг.

## **2. Страховий сегмент фінансової інфраструктури.**

**Страхові організації** є важливою складовою фінансової інфраструктури сучасної економіки.

Враховуючи, що страховий ринок України за обсягами становить лише близько 1 млрд дол. США, зрозуміло, що він не належить до переліку пріоритетних напрямів експансії транснаціональних страхових корпорацій. Однак деякі з них мають свої дочірні організації в Україні: з першої десятки світових лідерів — це «АХА» і «Allianz», «дочки» яких посідають провідні позиції і на українському страховому ринку. Загалом же страхова галузь вітчизняної економіки перебуває на початковому етапі розвитку, оскільки перші українські страхові організації розпочали діяльність лише чверть століття тому, після скасування державної страхової монополії.

Дійсно, матеріальною основою фінансових відносин у процесі страхової діяльності є грошові фонди, які формуються в процесі кругообігу грошових коштів страховика. У результаті утворюється власний і залучений капітал страховиків, починається і закінчується «виробничий цикл страхової компанії», створюються страхові і вільні резерви, здійснюються розміщення та інвестування тимчасово вільних коштів, відбуваються страхові виплати, формуються, розподіляються і використовуються фінансовий результат. Кругообіг грошових коштів страхової організації є складнішим, ніж у інших суб'єктів господарювання. З огляду на це складнішими є й завдання, пов'язані з організацією фінансів страховика. *У процесі діяльності страховиків як фінансових посередників реалізується на страховому ринку забезпечувальна роль фінансів.* Розвиток страхового підприємництва в Україні відбувався нерівномірно, кількість страховиків істотно коливалася. Здебільшого це було пов'язано зі змінами в законодавчо-

правовому регулюванні страхової діяльності. Поряд із якісними змінами **найважливішими чинниками законодавчого впливу на кількісні параметри розвитку страхової галузі** слід вважати: а) розподіл страхових компаній на ті, що здійснюють страхування життя, і ті, що здійснюють загальне (ризикове) страхування; б) більш як двадцятикратне підвищення мінімального розміру статутного фонду страховиків. Чим більшим є розмір статутного капіталу, тим впевненішою почувається страхова компанія на ринку. Вона одразу може брати на себе великі обсяги відповідальності — а отже, отримувати більші обсяги страхових премій (найважливіше джерело формування залученого капіталу) і швидко розвиватися. Крім того, на початку діяльності, коли страхові резерви ще не сформовані, іншого джерела для покриття можливих збитків у страховика просто не існує. Через те, що статутний капітал від самого початку заснування страхової організації формує основу її фінансової стійкості, його розміру і структурі в усіх країнах світу приділяється велика увага. **Мінімальний розмір статутного капіталу страховика**, який здійснює загальні види страхування (види страхування інші, ніж страхування життя), було встановлено на рівні 1 млн євро (ця норма діє і сьогодні), а страховика, який здійснює страхування життя, — 1,5 млн євро за валютним обмінним курсом валюти України (в теперішній час ця норма встановлена на рівні 10 млн євро). Крім кількісних вимог до статутного капіталу були встановлені більш жорсткі якісні вимоги, які діють донині. Так, новостворені страховики або діючі страховики у разі збільшення зареєстрованого статутного фонду повинні забезпечити його формування винятково у грошовій формі. Важливо зазначити також те, що вперше розмір статутного капіталу буде визначатися не тільки залежно від профілю діяльності страховиків (страхування життя і загальне страхування), але й безпосередньо корелювати з обсягами страхової відповідальності, які буде нести на собі страхова компанія, тобто буде ризико-орієнтованим. Це приведе до зростання капіталізації окремих страховиків і ринку в цілому, до поглиблення спеціалізації компаній, підвищення місткості вітчизняного страхового ринку, а також до подальшого зменшення кількості страховиків. Для відображення обсягів страхового ринку в страховому бізнесі використовуються **показники страхових премій** — чистих (нетто) і валових (брутто). Чисті страхові премії характеризують обсяги страхових операцій, здійснюваних між страхувальниками і страховиками (операції прямого страхування). Валові страхові премії включають, крім операцій прямого страхування, ще й операції з перестраховання вже застрахованих ризиків. Такі операції, абсолютно природні на страховому ринку, статистично збільшують його обсяги, хоча це збільшення формується не внаслідок залучення на ринок додаткових фінансових ресурсів у вигляді страхових премій, а внаслідок подвійного рахунку одних і тих самих страхових премій за ризиками, переданими в перестраховання. Отже, більш точне уявлення про обсяги страхового ринку дає показник чистих страхових премій. Процесам концентрації сприяє специфічна структура страхового ринку України у розрізі видів страхування, де домінує автотранспортне страхування і страхування майна. Традиційно високою в структурі українського страхового ринку є частка страхування фінансових ризиків. Це значною мірою пояснюється широкими можливостями проведення в цьому сегменті ринку псевдострахових операцій, пов'язаних із застосуванням схем переведення коштів у готівку і податкової оптимізації. Очищення ринку від псевдострахових операцій і компаній є пріоритетним завданням державного регулятора — Національного банку України. Окремо слід сказати про страхування життя. Той факт, що внутрішній страховий ринок України є ринком «Non-Life» страхування, слугує непрямим свідченням слабкого розвитку економіки, низького рівня доходів громадян, невисокого рівня страхової культури, а головне — відсутності довіри населення до інструментів довгострокового інвестування, серед яких — поліси нагромаджувального страхування життя. Класичних довгострокових договорів страхування життя укладається надзвичайно мало внаслідок несприятливої економічної кон'юнктури, а в загальному обсязі надходжень від страхування життя в цілому по ринку лівову частину становлять страхові премії за короткостроковими договорами страхування життя: здебільшого позичальників під час оформлення споживчих кредитів. Однак становлення повноцінного сегмента ринку страхових послуг для фізичних осіб неможливе без зростання рівня добробуту громадян. Світовий досвід доводить, що заощадження населення (у тому числі та їхня частка, яка реалізується на ринках фінансових послуг), можуть суттєво впливати на темпи економічного розвитку країн як основне внутрішнє джерело інвестицій лише за умови, що вони становлять не менш як 12-14 % валового внутрішнього продукту. Прихід

іноземних страховиків впливає на ринки двояко. З одного боку, це дає поштовх до відповідного розвитку національних страхових компаній, забезпечує зростання їх капіталізації, підвищення професійного рівня персоналу. З другого — іноземні компанії мають незрівнянно ширші фінансові можливості, що дає їм незаперечні переваги в конкурентній боротьбі. Страховики постають перед проблемою вибору: залучати інвестора чи концентруватися на певному сегменті ринку. Крім того, висока концентрація іноземного капіталу на будь-якому ринку є небезпечною у зв'язку з втратою контролю і зростанням ризику зовнішнього впливу, особливо враховуючи небезпеку втечі капіталу в кризові періоди.

**Головними чинниками**, що визначатимуть в найближчому майбутньому розвиток української страхової галузі, будуть:

- стагнація економіки;
- девальвація національної валюти;
- погіршення інвестиційного клімату;
- нерозвиненість фінансового ринку;
- зниження рівня життя населення;
- низька платоспроможність страхувальників, особливо фізичних осіб;
- недостатній рівень капіталізації страховиків;
- низька інвестиційна привабливість страхового бізнесу, у тому числі для іноземних інвесторів;

інвесторів;

- жорсткий ринок перестрахування;
- відсутність ефективної державної політики у сфері страхування.

Досягти показників розвитку страхування на рівні провідних країн світу в найближчій перспективі Україні не вдасться.

### 3. Інститути спільного інвестування.

Сучасний ринок фінансового посередництва забезпечує зростання ефективності взаємодії між всіма елементами економічної системи. Суб'єкти фінансового посередництва створюють дієві механізми функціонування фінансового ринку, оптимізують рух фінансових ресурсів фізичних та юридичних осіб, забезпечують їх акумулювання і розміщення, сприяють вільному нагромадженню заощаджень населення. Важливу роль серед цих суб'єктів відіграють фінансові посередники інвестиційного типу.

Основною складовою діяльності таких посередників є інвестиційна діяльність насамперед на фондовому ринку. Активними учасниками фондового ринку в Україні є інституційні інвестори, а саме — **інститути спільного інвестування (ІСІ)**.

Згідно з Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» **інституційними інвесторами** є інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди), інвестиційні фонди, взаємні фонди інвестиційних компаній, недержавні пенсійні фонди, фонди банківського управління, страхові компанії, інші фінансові установи, які здійснюють операції з фінансовими активами в інтересах третіх осіб за власний рахунок чи за рахунок цих осіб, а у випадках, передбачених законодавством, — також за рахунок залучених від інших осіб фінансових активів з метою отримання прибутку або збереження реальної вартості фінансових активів.

Ряд українських учених пропонують схоже визначення: «**інституційний інвестор** — фінансовий посередник, який акумулює кошти індивідуальних інвесторів і здійснює інвестиційну діяльність, що спеціалізується, як правило, на операціях з цінними паперами».

Інституційним інвесторам притаманна низка спільних **ознак**, серед яких:

- залучення грошових коштів фізичних та юридичних осіб у колективний цільовий інвестиційний фонд;
- управління акумульованими фінансовими ресурсами з метою збереження вартості капіталу та отримання додаткової доходності;
- здійснення інвестицій у фінансові інструменти фондового і валютного ринків чи ринку нерухомості;
- обов'язкове ліцензування такого виду послуг та ін.

В економічній літературі наведено безліч варіацій визначення терміна «інститути спільного інвестування». В узагальненому варіанті ІСІ — це інвестиційні фонди, в яких акумулюються кошти інвесторів для подальшого отримання прибутку через вкладення їх у цінні папери інших емітентів, корпоративні права, нерухомість та інші фінансові інструменти.

Сукупність інвестиційних фондів різних характеристик формують ринок спільного інвестування. В Україні діяльність ринку ІСІ забезпечується за рахунок створення інвестиційних фондів і формування їх активів спеціалізованими небанківськими установами — **компаніями з управління активами (КУА)**.

Процес колективного інвестування достатньо складний і багато-аспектний. Першим важливим аспектом цього процесу є акумуляція коштів приватних інвесторів у єдиний пул і передача його в управління професійному інвестиційному керуючому. Таке делегування коштів в управління породжує проблематику відносин «принципал — агент» з притаманними їм ризикам: ризиком несприятливого вибору і моральним ризиком. У даному випадку проблематика розширюється за рахунок того, що принципами виступають різні категорії дрібних інвесторів, цілі яких можуть не узгоджуватися між собою.

Другим аспектом є інвестиційний ризик, який за колективного інвестування беруть на себе принципи, а інвестиційна діяльність здійснюється професійним керуючим. Правильне та адекватне розуміння інвестиційних ризиків — важлива умова в колективному інвестуванні, як і реалізація співвідношення «дохідність — ризик» професійним керівником.

Третій аспект пов'язаний із формуванням структури інвестиційного портфеля. На ринку представлені різні класи інвестиційних інструментів (акції, облігації, банківські метали, нерухомість тощо). Динаміка співвідношення «дохідність — ризик» для цих класів різна і залежить від багатьох факторів — як ринкових, так і пов'язаних з управлінськими діями. Наявність добре розробленої інвестиційної стратегії дозволяє адекватно реагувати на зміни ринкових факторів і приймати обґрунтовані тактичні рішення з управління інвестиційним портфелем.

Світовий досвід вказує на високу інвестиційну значимість заощаджень населення і необхідність розвитку спільного (колективного) інвестування.

Світова статистика свідчить про тенденцію до зростання кількості та вартості чистих активів у світі.

В Україні спільне інвестування розвивається з початку 2000-х років, коли були закладені правові засади функціонування інвестиційних і недержавних пенсійних фондів. Так, у 2001 р. був прийнятий Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні фонди)», а у 2003 р. — Закон України «Про недержавне пенсійне забезпечення».

Оцінюючи тенденції розвитку ринку спільного інвестування в Україні варто зазначити, що загальна динаміка хоч і є позитивною, але залишається вкрай низькою порівняно з кількістю населення в Україні, обсягом ВВП чи показниками банківського сектора.

Діючи сьогодні в Україні ІСІ суттєво відрізняються від інститутів такого типу в інших країнах. Розроблена з урахуванням європейського досвіду законодавча база встановлює жорсткі вимоги до складу активів диверсифікованих пайових і корпоративних фондів. Ці обмеження доцільні в умовах розвинутого фондового ринку, однак заважають розвитку ринку спільного інвестування в умовах низьколіквідного фондового ринку України, дефіциту на ньому інвестиційно привабливих фінансових інструментів.

Погоджуємося із думкою вітчизняних науковців, що законодавчі обмеження ускладнюють проведення гнучкої інвестиційної політики ІСІ, суттєво знижують можливості їх ефективної діяльності та навіть існування на ринку.

Специфічною є структура ІСІ в Україні — з домінуванням венчурних фондів і доволі невисокою часткою інститутів спільного інвестування відкритого типу, які насамперед орієнтовані на обслуговування населення і найбільш прийнятні для цієї групи інвесторів

Виходячи з організаційно-правової форми найбільші можливості для розвитку має такий різновид ІСІ, як венчурні фонди.

Вітчизняна модель венчурних фондів має небагато спільного із поширеними у багатьох країнах світу установами з такою ж назвою. Вітчизняні венчурні фонди дають можливість

інвесторам придбати активи, нарощувати їх вартість і продавати із максимальною вигодою, забезпечують акумулювання доходів з метою фінансування програм розвитку.

За законодавством України, **компанія з управління активами (КУА)** — це господарське товариство, створене відповідно до законодавства у формі акціонерного товариства або товариства з обмеженою відповідальністю, яке провадить професійну діяльність з управління активами інституційних інвесторів на підставі ліцензії, що видається НКЦПФР.

У компанії з управління активами створюється резервний фонд у розмірі, визначеному установчими документами, але не меншому як 25 % статутного капіталу. Розмір щорічних відрахувань до резервного фонду визначається установчими документами компанії з управління активами, але не може бути меншим 5 % суми чистого прибутку.

Фактори, які особливо впливають на інвестування, — стандарти індустрії, практика діяльності і ринкова конкуренція принципово важливі для визначення сфер діяльності системи управління.

**Індустрія колективного інвестування** диверсифікувала спектр інвестиційних можливостей, привела до створення секторних фондів (Sectoral Funds), індексних фондів (Index Funds), фондів країн із перехідною економікою (Emerging Market Funds) і фондів розміщення активів (Asset Allocation Funds). Тоді як більшість фондів було спочатку утворено і поширено брокерами, сьогодні канали дистрибуції характеризуються розмаїттям. Дисконтні брокери, «фонди-супермаркеги» (Fund Supermarkets), страхові агенти, незалежні фінансові плановики і прямі продажі взаємними фондами стають дедалі більш значущими каналами поширення. Банки, яким раніше заборонялося брати участь у поширенні послуг колективного інвестування, здійснили прорив. Переважно завдяки зростанню спеціальних контрибуційних пенсійних планів (Defined Contribution Plan) до кінця 1990-х років майже половина активів індустрії колективного інвестування була вкладена в продукти з відстрочкою сплати податків (Tax-Deferred Products).

#### **Інвестиційні фонди виконують такі функції.**

1. **Інвестиційні фонди як альтернатива заощадженню.** Інвестиційні фонди є інструментами заощадження (накопичення), що пропонують вкладникам великі вигоди, і найбільша їх перевага полягає у високій дохідності. Важливо зазначити, що вкладник вступає до інвестиційного фонду через придбання паїв фонду, які є титулами власності на капітал фонду, тому дохід вкладника пов'язаний також зі зростанням ринкової вартості придбаних ним паїв. Із зазначеного вище випливає, що завдяки акумулюванню фондом заощаджень багатьох вкладників його оператор має можливість інвестувати зібрані кошти на кращих умовах, ніж окремих інвестор, і саме це є ключем фонду до успіху: інвестиційні фонди пропонують вкладникам привабливу дохідність, яка перевищує рівень інфляції, і у багатьох випадках фінансові умови участі для вкладників вигідніші, ніж у разі застосування традиційних банківських інструментів заощадження.

2. **Інвестиційний фонд як альтернатива кредитуванню.** Кредит може бути наданий як шляхом передачі визначеної грошової суми у тимчасове користування на платній основі, так і шляхом придбання за гроші зобов'язання повернути певну суму у визначений термін. Останній спосіб дає можливість інвестиційним фондам активно включитися у процес довгострокового кредитування. Зобов'язання позичальників у цьому випадку можуть обертатися на ринку як цінний папір.

3. **Інвестиційний фонд як альтернатива традиційним ощадно-позиковим операціям банку.** Технології інвестиційного фонду поєднують в одне ціле те, що в традиційних банківських технологіях розірвано на залучення депозитів і видачу кредитів. Банки, які використовують технології інвестиційних фондів, не продають окремі зобов'язання, а поєднують їх у загальний пакет (пул), під який випускають цінні папери з високим рівнем субординації. Банк, що продав таким чином видані ним позики, зберігає за собою обов'язки з обслуговування іпотеки, яке містить стягнення щомісячних виплат від позичальників, поштове листування із позичальниками, подання у разі потреби позову проти боржників, ведення обліку<sup>1</sup>.

В Україні розвиток ІСІ гальмується з ряду причин, ключовою з яких є низький рівень капіталізації вітчизняного фондового ринку. До таких причин також належать недосконалі нормативна-правова база і відсутність на ринку цінних паперів ліквідних фінансових інструментів.

Варто наголосити, що недостатня розвиненість українського ринку фінансових інструментів перешкоджає ефективній інвестиційній діяльності в країні і призводить до того, що

концепція бізнесу інвестиційних фондів викривлюється та деякі з них використовуються для обслуговування корпоративних інтересів.

Серед інших проблем — низький рівень диверсифікації активів, а також поінформованість населення про переваги ІСІ через недостатню кількість консалтингових та інформаційних центрів, маркетингових фірм, які надають консультаційні послуги з розвитку фондового ринку загалом і позитивних прикладів ІСІ.

Погіршення ситуації в економіці призвело до зниження загальної економічної активності і зменшення доходів, а за таких умов населення витрачає все більшу частину заощаджень на поточне споживання і на виконання раніше взятих на себе зобов'язань, а не на інвестування.

Можна виділити такі **групи перешкод на шляху розвитку індивідуальних інвестицій** у секторі послуг ІСІ:

- невисокий рівень доходів абсолютної більшості населення та їх різка диференціація;
- структура інститутів спільного інвестування із домінуванням венчурних фондів і слабкістю фондів відкритого типу, які насамперед орієнтовані на населення;
- неефективність регуляторної політики держави у сфері інституційної та територіальної структур ринку фінансових послуг із перевагою банківських установ;
- низька зацікавленість ІСІ у залученні ресурсів громадян із невисокими доходами.

Ефективне функціонування системи інституційних інвесторів багато в чому залежить від рівня управління їх активами, яке здійснюється відповідно до вітчизняного законодавства компаніями з управління активами. При цьому законодавством встановлено примусовий характер такої фінансової послуги для ІСІ з метою зниження ризиків для потенційних інвесторів.

У провідних розвинених країнах з цією метою сторони, відповідальні за управління коштами інституційних інвесторів, при прийнятті інвестиційних рішень повинні керуватися так званими **правилами розумної поведінки** — менеджери повинні діяти вибірково та інформативно, з метою отримання прибутку і збереження капіталу (хоча зауважимо, що в даному випадку цілі інвестування розглядають доволі звужено).

**Для посилення інвестиційного потенціалу ІСІ** варто вжити низку заходів. Зокрема, необхідно вдосконалити інституційну складову ринку спільного інвестування шляхом створення сприятливих організаційно-правових умов для суттєвого нарощення обсягів діяльності ІСІ, насамперед через розвиток фондів, орієнтованих на інвестування в окремі класи фінінструментів (фондів боргових цінних паперів). Доречними стануть посилення контролю за діяльністю емітентів, обігом цінних паперів на організованому ринку з метою підвищення якості активів, розширення переліку фінансових інструментів для інвестування активів ІСІ, запровадження пільгового оподаткування інвесторів, що вкладають кошти в ІСІ на тривалий термін, або зменшення ставки оподаткування інвестиційного доходу. Слід домогтися вдосконалення методології розрахунку вартості чистих активів ІСІ, спрощення процедури оформлення придбання цінних паперів ІСІ.

**Основними напрямками удосконалення розвитку ІСІ** та збільшення інвестиційного потенціалу спільного інвестування у посткризовий період для вітчизняної економіки можуть бути: вдосконалення законодавства, а саме — необхідно органам влади дозволити роздрібним торговцям брати участь у пайових інвестиційних фондах та інвестувати кошти у цінні папери, випущені іншими ІСІ: посилення контролю за емітентами, цінні папери яких торгуються на організованому ринку, з метою підвищення якості активів; покращення інфраструктури ринку ІСІ, зокрема вдосконалення системи рейтингування оцінки цінних паперів; дозвіл НКЦПФР здійснювати нагляд за корпоративним управлінням в інвестиційних фондах, особливо за створенням незалежних підрозділів контролю за дотриманням вимог, підзвітних наглядовими радами.

#### 4. Спеціалізовані фінансові компанії.

З огляду на відмінності законодавчих визначень на національному рівні кожної окремо взятої країни та узагальнюючий підхід, прийнятий науковцями різних країн, під спеціалізованою фінансовою компанією будемо розуміти таку, що надає спеціалізовані фінансові послуги, не вдаючись в форму її господарювання.

Таким чином до спеціалізованих фінансових компаній відносять:

- лізингові компанії;
- факторингові компанії;
- фонди будівництва житла та інші фінансові компанії, що надають спеціалізовані послуги (у тому числі і з обміну валют).

Згідно з ст.1 Закону України «Про фінансовий лізинг» **спеціалізованих фінансових компаній** — це вид цивільно-правових відносин, що виникають із договору фінансового лізингу, за яким лізингодавець зобов'язується набути у власність річ у продавця (постачальника) відповідно до встановлених лізингоодержувачем специфікацій та умов і передати її у користування лізингоодержувачу на визначений строк не менше одного року за встановлену плату (лізингові платежі).

Відповідно до Конвенції УНІДРУА про міжнародний фінансовий лізинг операція фінансового лізингу є операцією, яка включає такі характерні риси: лізингоодержувач визначає обладнання й вибирає постачальника, здебільшого не покладаючись на досвід і думку лізингодавця; обладнання придбане лізингодавцем у зв'язку з договором лізингу, який, наскільки відомо постачальнику, або укладений, або повинен бути укладений між лізингодавцем і лізингоодержувачем; і лізингові платежі, належні до сплати за договором лізингу, обчислюються таким чином, щоб урахувати, зокрема, амортизацію всієї або значної частини вартості обладнання.

**Лізингова компанія** — фінансово-кредитне формування, досить поширене на міжнародних ринках фінансових послуг.

**Лізинг для лізингодавців** — це досить вигідна форма здачі майна через високий рівень лізингових платежів. Лізингоотримувач має можливість оперативного оновлювати виробничі фонди за допомогою дорогого, нового обладнання, без його повної сплати. Саме розвиток лізингу в Україні допоможе розвитку малого і середнього бізнесу. Це приведе до багатьох позитивних змін в економіці.

На міжнародних ринках фінансових послуг, крім лізингу, застосовується також інші форми фінансової оренди. Розрізняють хайринг (hiring) — середньострокову і рентинг (renting) — короткострокову оренди.

**Особливостями міжнародного лізингу** є те, що:

- 1) строк лізингу менше від строку фізичного зносу обладнання і близький до строку амортизації;
- 2) лізингодавцями зазвичай є не банки, а спеціалізовані лізингові компанії;
- 3) власником майна, що надається за лізинговою угодою, залишається лізингодавець.

Міжнародним публічним правом визначається, що міжнародний лізинг — це договір оренди на цінності та майно між суб'єктами лізингу, які перебувають у різних країнах. Міжнародний лізинг застосовується і в тому випадку, коли орендодавець і орендар перебувають в одній, але використовують матеріальні цінності з іншої країни.

Розрізняють також:

- 1) **експортний лізинг** — придбання лізинговою компанією обладнання, машин у національної фірми-виробника з подальшою передачею їх за кордон іноземному користувачеві (орендареві);
- 2) **імпортний лізинг** — фінансова операція, за якої виробник перебуває на території іноземної держави, а лізингодавець — у даній країні й бере об'єкт для лізингу або з правом *сублізингу*, тобто піднайму предмета лізингу (право на його передачу третім особам);
- 3) **міжнародний транзитний лізинг** — фінансова операція, за якої всі суб'єкти лізингу (виробник, лізингодавець і лізині «одержувач») перебувають на території різних країн.

На міжнародних ринках фінансових послуг найпоширенішим є не оперативний, а фінансовий лізинг як різновид довгострокового кредитування, тож як особлива форма руху позичкового капіталу передбачає передусім кредит, а потім уже право наступної купівлі майна. Орендні платежі здійснюються, як правило, у двох валютах. Витрати з міжнародного лізингу розглядаються як поточні витрати, при цьому лізингові платежі відносять на витрати виробництва (собівартості) лізингоодержувача, що знижує оподаткування прибутку.

За правилами МВФ, зобов'язання, пов'язані з отриманням в оренду іноземних машин та устаткування, не збільшують зовнішню заборгованість.



Правове регулювання міжнародного лізингу здійснюється відповідно до Конвенції про міжнародний фінансовий лізинг (1988, м. Оттава, Канада). Конвенція застосовується у випадках, коли орендодавець і орендар перебувають у різних країнах, але за умови, що ці країни та країна, в якій розміщене підприємство постачальника обладнання, є учасниками Конвенції.

Крім того, серед причин недостатньої розвиненості факторингових послуг досить часто називають брак економічного аналізу розрахунку, дієвого контролю за якістю обслуговування і практичного досвіду ведення факторингових операцій.

Разом з тим є і ряд недоліків, що характеризують саме український ринок міжнародного факторингу: відмова факторів від використання міжнародного факторингу у зв'язку зі складністю реалізації, висока вартість факторингових послуг, недосконалість законодавства у частині визначення процедури здійснення міжнародного факторингу, невідповідність українських і міжнародних нормативно-правових документів, нерозвинута мережа факторингових інституцій.

**Факторингові послуги** включають фінансування постачання товарів, страхування кредитних ризиків, облік стану дебіторської заборгованості і регулярне звітування клієнту, контроль за своєчасністю сплати і роботу з дебіторами.

У ст. 1077 Цивільного кодексу України зазначено, що **факторинг** — це фінансування під відступлення права грошової вимоги. Одна сторона (фактор) передає або зобов'язується передати грошові кошти в розпорядження другої сторони (клієнта) за плату (у будь-який передбачений договором спосіб), а клієнт відступає або зобов'язується відступити факторові своє право грошової вимоги до третьої особи (боржника).

У 1988 р. Міжнародним інститутом уніфікації приватного права була прийнята Конвенція про міжнародний факторинг, згідно з якою **факторинг** — це процес переуступки факторинговій компанії неоплачених боргових вимог (рахунків-фактур) у поєднанні з елементами фінансового, бухгалтерського, інформаційного, збутового, страхового, юридичного та іншого обслуговування постачальника.

Факторингові операції з'явилися на основі комерційного кредиту, який надається продавцями покупцям у вигляді відстрочки платежу за продані товари. Зміна вимог до розрахунків з позицій прискорення обігу коштів викликала необхідність для постачальників шукати шляхом рішення проблеми дебіторської заборгованості. Факторинг є різновидом торговельно-комісійної операції, пов'язаної з кредитуванням обігових коштів, що полягає в існуванні дебіторської заборгованості покупця та є специфічним різновидом короткострокового кредитування і посередницької діяльності.

Основним споживачем факторингових послуг в Україні є середній і малий бізнес, який характеризується найвищою динамікою розвитку, тобто найбільше потребує постійного поповнення оборотних коштів. При цьому одними з основних клієнтів факторингових компаній є банківські установи, які передають на обслуговування факторинговим компаніям прострочену заборгованість (переважно за договорами споживчого кредитування). Варто зазначити, що велика кількість банківських установ, що мають власні факторингові компанії, після проведення персоналом банку роботи щодо спроби повернення заборгованості за кредитом, продають заборгованість із дисконтом факторинговій компанії.

У міжнародній практиці **факторинг** розглядається як просте фінансування дебіторської заборгованості постачальника без додаткових послуг (invoice discounting), або як повний набір послуг з фінансування та адміністрування дебіторської заборгованості (full factoring). У класичному розумінні **факторинг** — це комплексна послуга, яка передбачає можливість управління ризиками, обслуговування дебіторської заборгованості, оцінку платоспроможності дебітора, надання колекторських послуг та ін. Багато в чому саме комплексний характер факторингу є його перевагою перед іншими схожими інструментами фінансування. З іншого боку, це робить його дорожчим за альтернативні методи фінансування, такі як, наприклад, банківський кредит.

На міжнародних ринках фінансових послуг **факторинг** є формою кредитування експорту, за якого факторингова компанія викупляє несплачені платіжні вимоги експортера до імпортера та здійснює їх інкасацію. Факторингова компанія авансує експортера на суму до 70 % суми рахунка-фактури. Решта суми виплачується за вирахуванням процента за кредит та комісії.

За конвенційного факторингу експортер повідомляє імпортера про переуступку вимог факторинговій компанії (відкрита цесія); за конфіденційного факторингу (прихована цесія) експортер не повідомляє імпортера про переуступку вимог.

Інші види небанківських кредитних установ надають послуги здебільшого на внутрішніх (національних) ринках і до міжнародних ринків фінансових послуг мають опосередкований стосунок.

Важливу роль у розвитку ринку факторингу як на міжнародному, так і на регіональному рівнях відіграють об'єднання факторингових компаній.

Згідно з Законом України «Про фінансово-кредитні механізми та управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю» від 19 червня 2003 р. №978-IV **фонд операцій з нерухомістю** — це кошти, отримані управителем ФОН в управління, а також нерухомість та інше майно, майнові права і доходи, набуті від управління цими коштами, у тому числі майнові права і права вимоги, набуті за договорами про участь у фонді фінансування будівництва.

**Фонд фінансування будівництва** — кошти, передані управителю ФФБ в управління, які використані чи будуть використані управителем у майбутньому на умовах Правил фонду і договорів про участь у ФФБ. Для інвесторів, особливо тих, що оперують невеликими сумами, поширення такого механізму робить процес інвестування у нерухомість прозорішим і менш ризикованим, оскільки наявний контроль з боку регулятора.

Значний занепад житлового будівництва в Україні сьогодні обумовлений відставанням і неспроможністю України до впровадження ринкових механізмів залучення інвестицій у житлове будівництво будівельними підприємствами. Тому є гостра потреба у пошуку альтернативних джерел і запровадження нових ринкових механізмів фінансування будівництва житла через оптимізацію та покращення інвестиційного середовища, розвитку інвестиційної конкуренції.

Залучення коштів за допомогою сертифікатів ФОН не набуло масового характеру.

Розвиток діяльності спеціалізованих фінансових компаній безпосередньо пов'язаний зі зростаючими потребами економіки країни і питаннями необхідності надання додаткових фінансових послуг, зниження рівня спекулятивного характеру послуг, що надаються цими компаніями.

### **План самостійної роботи здобувачів вищої освіти**

1. Особливості розвитку ринку недержавних пенсійних послуг.

#### **Питання для самоконтролю**

1. Основи діяльності небанківських фінансових установ.
2. Фінансове посередництво.
3. Причини розвитку спеціалізованих небанківських фінансово-кредитних установ.
4. Напрями діяльності сучасних спеціалізованих фінансово-кредитних установ.
5. Особливості небанківських фінансово-кредитних інститутів.
6. Посередницька діяльність спеціалізованих фінансово-кредитних установ.
7. Сучасна кредитно-фінансова система.
8. Особливості розвитку ринку недержавних пенсійних послуг.
9. Страхові організації.
10. Ознаки інституційних інвесторів.
11. Спеціалізовані фінансові компанії.
12. Особливості міжнародного лізингу.
13. Факторингові послуги.
14. Інвестиційні фонди нерухомості.

#### **Рекомендовані літературні джерела:**

Основна [1; 2; 3; 5].

Допоміжна [7; 8; 10; 11].

Міжнародні видання [15; 17; 19].

Інформаційні ресурси Інтернет [25; 27; 29; 30].

## ЗМІСТОВИЙ МОДУЛЬ 2. СЕРВІСНА ІНФРАСТРУКТУРА

### ТЕМА 4. ІНФРАСТРУКТУРА БАНКІВСЬКОЇ СИСТЕМИ

**Мета лекції:** систематизувати та закріпити знання про інфраструктуру банківської системи, яку складають ті, що функціонують у сфері торгівлі грошима, формуючи, як і на ринку цінних паперів, відповідні умови довіри між банками та їх клієнтами.

#### План лекційного заняття

1. Фонд гарантування вкладів фізичних осіб в установах банків.
2. Міжбанківська валютна біржа.
3. Бюро кредитних історій.

**Ключові терміни та поняття:** Фонд гарантування вкладів фізичних осіб, Української міжбанківської валютної біржі, бюро кредитних історій, кредитний брокер, страхова компанія, VIP-банкінг, міжнародні платіжні системи, колекторський бізнес, інформаційні та рейтингові агенції й аудиторські фірми, самоврядні банківські організації.

#### 1. Фонд гарантування вкладів фізичних осіб в установах банків.

**Фонд гарантування вкладів фізичних осіб (ФГВФО)** — на сьогодні один із ключових державних фінансових інститутів, формується з метою забезпечення ризиків неповернення депозитів у разі виникнення проблем у неплатоспроможних банків. Відрахування банками у ФГВФО згідно з Законом тільки за 2014 р. з боку банківської системи становили понад 3,1 млрд грн на рік. На даний час на міжбанківському ринку України повноцінно працює Фонд гарантування вкладів фізичних осіб з визначеними функціями регулятора.

У наукових дослідженнях неодноразово висловлювалися пропозиції як щодо формування подібного фонду для кредитних спілок, а також для недержавних пенсійних фондів і страхових компаній, що спеціалізуються на страхуванні життя.

Безумовно, надання гарантій домогосподарствам — досить специфічна сфера діяльності, яка має як позитивні, так і негативні сторони. До позитивних варто віднести формування довіри вкладників банків до всієї банківської системи. Ця довіра сприяє максимальному залученню тимчасово вільних коштів фізичних у фінансову систему і спрямування їх в економіку. Невипадково останнім часом саме чинник довіри став одним із ключових у вирішенні проблем розвитку банківської системи нашої країни. Але є й негативні чинники. Державні гарантії, безумовно, мають бути — це стабілізує банківську систему, але й певна відповідальність на вкладниках має залишатися, оскільки державні регуляторні органи, як засвідчує практика, й українська, й закордонна, у тому числі й розвинених країн, не можуть повноцінно проконтролювати всіх і все.

Другий негативний чинник полягає у вилученні певної частини платних ресурсів банків з їх обігу на формування фонду для компенсаційних виплат ФГВФО, що зменшує обсяги банківського кредитування і впливає на їх здороження. Інституційним надбанням розвитку українського банківського сектора було прийняття і реалізація положень Закону про Фонд гарантування вкладів фізичних осіб, який надав ринку один із найкращих фінансових інструментів для стимулювання грошових накопичень у банках.

Головною причиною виводу банку з ринку є втрата капіталу в умовах фінансової кризи і відсутність бажання мажоритарних акціонерів підтримати банк, який втрачає ліквідність. В умовах що склалися, власники, вибираючи між своїм основним бізнесом і банком, приймають рішення не на користь банку. Кіптивна природа банків з українським капіталом в умовах затяжної фінансової кризи виявила свої слабкі сторони. Інша причина — більш жорстке застосування санкцій до банків, які провадили сумнівні операції з позицій фінансового моніторингу. Зараз у юридичних колах виникла дискусія про порушення Фондом гарантування права власності юридичних осіб і вкладників, які внесли великі вклади.

З урахуванням значної кількості банків, що перебувають у ліквідаційній процедурі, а також великої кількості грошей, що втратили кредитори (невеликі юридичні особи малого і середнього бізнесу) внаслідок банкрутства банків, цей юридичний процес тільки починає набирати обертів.

## 2. Міжбанківська валютна біржа.

Банківський сектор України з кожної фінансової кризи виходив за рахунок розвитку своєї інфраструктури. Історично склалося, що становлення діяльності *Української міжбанківської валютної біржі* припадає на кризовий період 1992-1994 рр. Тоді в умовах народногосподарських диспропорцій, відсутності валютних резервів, законодавчих і регуляторних прогалин банківська спільнота (40 найбільших банків) створила ринок, який був визнаний Світовим банком найбільшим досягненням у розбудові ринкових відносин України того періоду. Результати біржових торгів напряду використовувалися НБУ для встановлення щоденного офіційного валютного курсу. На Українській міжбанківській валютній біржі було створено не тільки торговельний майданчик для купівлі-продажу іноземної валюти, а була запроваджена культура обміну ідеями між провідними фахівцями галузі, які мали суттєвий вплив на регуляторну політику Національного банку України.

З 1999 р. внаслідок зміни регуляторної політики НБУ на валютному ринку Українська міжбанківська валютна біржа втратила своє значення торговельного майданчика, який перемістився безпосередньо до НБУ, хоча в сучасних умовах існує проблема створення додаткового інструменту для Національного банку України з метою розширення ринкових інструментів для оптимізації управління динамікою обмінного курсу в кризових умовах дефіциту валютних надходжень. Банки давно мають потреби не лише у додатковому спотовому майданчику, а й у ф'ючерсних інструментах для хеджування ризиків зміни обмінного курсу гривні. Але банківські деривативи повинні опиратися на розвинений ринок торгівлі ресурсами, наприклад, зерно, енергоносії. Масове банкрутство банків негативно позначилося як на ринку СВОП-операцій, так і на можливості торгівлі валютою на умовах ф'ючерсних контрактів. В умовах доларизованої економіки треба шукати нові шляхи насичення економіки національною валютою для активізації кредитування народного господарства. Кризові ситуації 2014-2015 рр. можна було б ефективніше долати за рахунок використання біржових фінансових інструментів як складового елемента валютного ринку України.

Обмеження на купівлю-продаж готівкової валюти, що були введені Національним банком України у 2014-2015 рр., створили позабанківський ринок обміну готівкової валюти. Сьогодні цей сегмент випадає з банківської статистики, аналіз статистичних даних вказує на те, що основні обсяги купівлі-продажу готівкової валюти перемістилися на позабанківські торговельні майданчики. У результаті недолугої політики регулятора банківські установи втратили значні доходи від роботи з готівковою валютою.

## 3. Бюро кредитних історій.

Якщо фонди гарантування вкладів спрямовані на забезпечення інтересів клієнтів банків, то *бюро кредитних історій* мають захищати інтереси банків, а по суті — тих же вкладників від нечесних позичальників. Однак діяльність бюро кредитних історій не варто зводити лише до технічної сторони захисту банків від недобросовісних позичальників. Це один із важливих суспільних інститутів, який має сприяти формуванню клімату відповідальності кожного позичальника за своїми зобов'язаннями. В Україні сформувалося як мінімум чотири кредитні бюро з приватним капіталом. Однак на сьогодні окремою проблемою для банків є взаємодія з бюро кредитних історій, які формувалися в Україні як ринкові незалежні інституції, які спиралися в діяльності на інформаційну основу щодо позичальників одного великого або групи дружніх банків. Утім багато років і регулятор (НБУ) збирає статистичну звітність про великих позичальників банків (відповідна форма щомісячних банківських звітів). На цій основі можна сформувати базу даних недобросовісних позичальників, яку в умовах закону про конфіденційність інформації мав би вести банківський нагляд НБУ, однак цей ресурс недоступний для банківської спільноти. У той же час на ринку працює кілька комерційних бюро кредитних історій:

«Українське бюро кредитних історій», «Перше Всеукраїнське бюро кредитних історій», «Міжнародне бюро кредитних історій». На жаль, переважна кількість бюро кредитних історій не гарантує банкам якість і не надає банкам впевненості, що у разі звернення за інформацією відповідь надається з повного інформаційного поля. Отже, поле аналізу кредитних історій юридичних і фізичних осіб потребує подальшого законодавчого врегулювання.

Зрозуміло, що потрібно кілька років, щоб перекрити сумарні збитки від втрати активів, навіть для тих банків, які зможуть забезпечити адекватність капіталу до активів в умовах, що склалися. Велика кількість дефолтів позичальників банків створила умови для ведення бізнесу колекторських установ, у тому числі і міжнародних, для яких раніше український ринок був замалий.

Зростаючі обсяги кредитів, що неналежним чином обслуговуються позичальниками, потребують нових законодавчих ініціатив щодо розв'язання цієї проблеми. Це може бути створення державної фінансової компанії по роботі з негативно класифікованими активами банків або спеціалізованого банку. Крім того, назріває законодавча ініціатива в питанні сек'ютизації негативних активів стратегічно важливих підприємств в інструменти фондового ринку.

Банки (особливо банки з іноземним капіталом, які мали технології з розбудови роздрібного банківського ринку) розпочали іпотечні кредитні програми, кредитуючи домогосподарства у вільно конвертованій валюті за більш низькою процентною ставкою, ніж у гривні, чим перенесли девальваційні ризики на клієнтів. Фактично банки з іноземним капіталом створили умови для безризикової реалізації продавців імпортованих товарів (автомобілі, побутова техніка, будівельні матеріали тощо), витіснивши з ринку внутрішнього товаровиробника. З цих причин цей ринок має величезне процентне навантаження, і практика довела, що багато діючих на ринку **бюро кредитних історій** проблему комплексно не вирішують. Тому є незрілим питання інфраструктурного розвитку — створення «Єдиного реєстру кредитних історій фізичних та юридичних осіб» спочатку як структурного підрозділу НБУ з подальшою можливістю корпоратизації. Цей інструмент повинен стати центральним у проведенні політики пруденційного нагляду за діяльністю банків з метою об'єктивної оцінки банками ризиків за активними операціями.

Діяльність установ банківської інфраструктури, що були вище віднесені до другої групи, мають більш вузькоспеціалізований характер. Так, у період швидкого зростання ринків мав місце бізнес **кредитних брокерів**, які підбирали для клієнтів банки з найвигіднішими умовами кредитування й допомагали в оформленні документів на отримання кредиту. На практиці інколи банки, що не спеціалізуються на споживчому (скоринговому) кредитуванні домогосподарств, але мають розгалужену мережу філій, надають брокерські послуги третім фінансовим установам у проведенні операцій споживчого кредитування і обслуговування наступних фінансових потоків. Особливо цей підхід став популярним для впровадження розгалуженими системами банків політики «фінансових супермаркетів», де поруч з традиційними банківськими послугами, включно зі споживчим кредитуванням на основі скорингових технологій, пропонувалися і послуги **страхових компаній**, інші небанківські послуги, наприклад, придбання квитків на залізничне сполучення або надання кредиту безпосередньо у супермаркеті та ін. Найбільші банки пропонували своїм клієнтам послуги **VIP-банкінгу**, який разом із традиційними банківськими послугами, у том) числі на міжнародних ринках, надають, наприклад, послуги туристичного характеру з бронювання квитків на авіарейси і місця в готелі.

Як правило, споживче та іпотечне кредитування користується послугами **страхових компаній**, які беруть на себе ризики зі збереження майна позичальника.

Кожна фінансова криза мала вплив на розвиток інфраструктури банківського сегмента фінансового ринку. Так, криза 2008-2009 рр. призвела до вибухового розвитку **колекторського бізнесу**. Найбільшим саморегулюючим органом на цих теренах є Асоціація учасників колекторського бізнесу України (АКБУ) — єдине Всеукраїнське професійне об'єднання колекторів (засновано у грудні 2008 р.).

Сьогодні до складу АКБУ входять такі великі компанії, як «CCG Credit Collection Group», ТОВ «Служба виконання зобов'язань», компанія «Verdict», що входить до групи компаній «eCall», ТОВ «Європейська агенція з повернення боргів», ТОВ «Укр-Борг», «Українська колекторна група», що офіційно прийнята до Федерації європейських національних колекторних асоціацій

(Federation of European National Collection Associations — FENCA).

Окремим банківським бізнесом можна виділити взаємодію банків із *міжнародними платіжними системами*, платіжними організаціями яких є нерезиденти. Діяльність цих організацій регулюється рішенням Правління Національного банку України «Про затвердження Положення про порядок реєстрації платіжних систем, учасників платіжних систем та операторів послуг платіжної інфраструктури» від 04.02.2014 № 43. Цей канал забезпечує для України щорічні валютні трансферти до 5 млрд дол. США, на яких українські банки заробляють комісійні доходи. Найбільш популярними системами є «Western Union», «Юнистрим», «CONTACT», «Анелик», «Золотая Корона», «Interexpress», «Sigue Money Transfer» («Coinstar Money Transfer»), «Международные Денежные Переводы», «ЛИДЕР», «BLIZKO», «MONEY EXCHANGE», «Caspian Money Transfer», «RIA Financial Services» («RIA Money Transfer»), «Колибри», «IntelExpress», «ХАЗРИ». Наразі точиться законодавча боротьба за легалізацію операцій на українському ринку інтернет-платіжних систем на кшталт «Webmoney», яка

чинними нормами фінансового моніторингу заборонена, але в останній період з'явилась надія, що регулятор владнає ще питання.-

*Інформаційні та рейтингові агенції й аудиторські фірми* можна віднести до загальної інфраструктури фінансового ринку, оскільки їх діяльність важлива для всіх суб'єктів народного господарства. Інформаційні агенції мають своєчасно забезпечувати ринок достовірною і повною інформацією про загальні тенденції розвитку економіки та про діяльності економічних агентів і фінансових інституцій.

Останнім десятиліттям значно посилюється вплив на банківський бізнес *рейтингових агенцій*. У науковій літературі зверталась увага на позитивний і негативний вплив міжнародних агенцій «Standard & Poor's», «Fitch Ratings», «Moody's» на розвиток світової економіки. Так, рішення рейтингових агенцій суттєво впливають на оцінку ризиків стосовно активних операцій банків і на обсяги необхідного формування резервів. Сигнал рейтингових агенцій про платоспроможність уряду будь-якої країни обслуговувати свої суверенні боргові зобов'язання, автоматично позначається на кредитному рейтингу корпоративних запозичень цієї країни і, відповідно, збільшує або зменшує можливості та ціну подальших запозичень.

На вітчизняному рейтинговому ринку майже десять років монополістом залишався ТОВ «Кредит Рейтинг», але за останній час виявили себе зареєстровані Державною комісією з регулювання ринків фінансових послуг України такі організації, як РА «Рюрік», РА «Експерт-Рейтинг», РА «IBI-Rating», ТОВ «Українське кредитно-рейтингове агентство», ТОВ «Стандарт Рейтинг». Рейтингові агенції мають значний вплив на репутацію емітента і опосередковано — на вартість залучень ресурсів у разі розміщення цінних паперів на фінансових ринках, а також — на депозитний портфель банків при залученні депозитних коштів від страхових компаній і недержавних пенсійних фондів. Масове банкрутство українських банків 2014-2015 рр. виявили значні недоліки у методологіях оцінки ризиків вітчизняних рейтингових агенцій.

Сьогодні не можливо уявити банківський бізнес без *аудиторської діяльності*. Аудиторський звіт про фінансову діяльність банку, як за міжнародними стандартами, так і за національними, є невід'ємною частиною підтвердження коректності ведення банківського бізнесу. З одного боку, вже є поступові кроки регулятора щодо приведення національних стандартів ведення бізнесу до міжнародних, з другого боку, банки, які мають кореспондентські стосунки з іноземними партнерами, не в змозі вести бізнес без аудиторського підтвердження показників своєї діяльності за міжнародними стандартами ведення бухгалтерського обліку. На українському ринку крім всесвітньовідомих міжнародних агенцій «Price water house Coopers», «Deloitte Touche Tohmatsu Limited, Ernst & Young», KPMG діють майже два десятки національних аудиторських компаній під егідою Аудиторської палати України. Діяльність аудиторських фірм однаково важлива для всіх суб'єктів ринку. Аудиторські висновки про діяльність банків як акціонерних товариств є головним звітом в оцінці діяльності менеджменту банків на акціонерних зборах, а також для прийняття стратегічних рішень наглядового органу товариства. Так, для банків, інституційних і приватних інвесторів аудиторські висновки про позичальників і емітентів є вкрай важливими для прийняття відповідних рішень про надання кредитів чи вкладання коштів або виходу товариства на залучення капіталу на відкритому фондовому ринку.

Установи, що займаються *оцінкою майна*, надають послуги із визначення достовірної і

реальної вартості застави, сприяючи зменшенню ризиків банків. Останніми роками точилася серйозна боротьба за монополізацію діяльності оціночних агенцій. В умовах кризи виявилися всі вади бізнесу оцінювачів майна. Самоврядною організацією на цьому ринку послуг є Українське товариство оцінювачів. На сьогодні банки мають проблему невідповідності вартості заставного майна, які приймалися в забезпечення в період видачі кредитів, і ліквідаційної вартості майна при реалізації після стягнення через судову процедуру кредитів, які не обслуговувалися позичальниками.

Послугами оціночних агенцій банки користуються регулярно: в оцінці залогового майна на стадії видачі кредиту; для переоцінки вартості майна, коли є потреба у збільшенні капіталу другого рівня; під час реалізації заставного майна внаслідок проведення юридичних процедур з відчуження кредитної застави. Як правило, у кожному банку проходять сертифікацію кілька оціночних агенцій, висновки яких є обов'язковими у прийнятті рішень про конкретні фінансові операції як для банків, так і для перевіряючих органів та нотаріусів, в яких реєструються такі операції.

На завершення розгляду інфраструктури банківського ринку слід згадати і про діяльність *самоврядних банківських організацій*, які мають вплив на законодавчі ініціативи щодо банківської діяльності і на регуляторну політику Національного банку України. Найстаршою самоврядною організацією є Асоціація українських банків, яка має історію понад двадцять років. Суттєве місце посідають і вагоме слово мають також Київський кредитно- банківський союз і Незалежна асоціація банків України. Хоча діяльність кожної банківської асоціації спрямована на розбудову відносин у банківському секторі, однак між організаціями існує конкуренція і відмінність поглядів на вирішення проблем у складному банківському господарстві. Скажімо, Асоціація банків України є об'єднанням, яке в своїх висновках більше орієнтується на висновки банків, які мають український капітал, тоді як Незалежна асоціація банків України лідерські позиції утримують банки з іноземним капіталом, тому часто на одні й ті самі дії регулятора асоціації банків мають різні погляди.

### **План самостійної роботи здобувачів вищої освіти**

1. Закон про Фонд гарантування вкладів фізичних осіб.

#### **Питання для самоконтролю**

1. Фонд гарантування вкладів фізичних осіб.
2. Надання гарантій домогосподарствам.
3. Фонд для компенсаційних виплат ФГВФО.
4. Закон про Фонд гарантування вкладів фізичних осіб.
5. Динаміка залучених коштів від фізичних осіб банками України, що мають ліцензію.
6. Становлення діяльності Української міжбанківської валютної біржі.
7. Бюро кредитних історій.

#### **Рекомендовані літературні джерела:**

- Основна [2; 3; 4; 5; 6].  
 Допоміжна [7; 9; 10; 11; 12].  
 Міжнародні видання [15; 16; 1; 19].  
 Інформаційні ресурси Інтернет [25; 26; 27; 28; 30].

## ТЕМА 5. ІНФРАСТРУКТУРА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

**Мета лекції:** ознайомитись з торгівлею на біржовому ринку, яка відбувається за стандартизованими угодами за визначеними правилами, основними перевагами якого є висока ліквідність, прозоре ціноутворення і гарантування виконання угод (що особливо важливо для операцій із похідними фінансовими інструментами).

### План лекційного заняття

1. Організатори торгівлі.
2. Депозитарне обслуговування.
3. Розрахунково-клірингове обслуговування

**Ключові терміни та поняття:** торгівля фінансовими інструментами, біржова торгівля, способи торгівлі цінними паперами, недоліки торгівлі цінними паперами, організований (біржовий) і неорганізований (позабіржовий) ринки, депозитарна система, блік цінних паперів, захист прав власників цінних паперів, система виконання договорів щодо цінних паперів, реєстрація прав на цінні папери, клірингова установа, депозитарна система України, депоненти, кліринг і розрахунки, права на цінний папір і права за цінним папером, індосамент, схеми взаємозаліку зустрічних зобов'язань у процесі клірингу, центральні контрагенти, інструменти ризик-менеджменту.

### 1. Організатори торгівлі

Однією з ключових особливостей стандартизованих фінансових інструментів є можливість їх вільного обігу. На фінансовому ринку торгівля інструментами може відбуватись організовано та неорганізовано. В першому випадку йдеться про біржову торгівлю. Неорганізованим ринком називають сукупність нестандартизованих угод, які можуть здійснюватись як напряму, так і з використанням посередника. На біржовому ринку торгівля відбувається за стандартизованими угодами за визначеними правилами, основними перевагами якого є висока ліквідність, прозоре ціноутворення і гарантування виконання угод (що особливо важливо для операцій із похідними фінансовими інструментами).

Проблеми функціонування біржового сегмента фінансового ринку широко освітлювались у працях зарубіжних і вітчизняних учених, серед яких Б. Бітюк, В. Гниляк, Р. Гроте, Б. Рубцов, К. Калинець, А. Грищенко, В. Корнєєв, М. Козоріз, Д. Леонов, К. Майєрс, Я. Міркін, О. Мозговий, М. Назарчук, М. Солодкий, М. Тейлор, Дж. Тьюлз, С. Хоружий, Г. Черніков, В. Шапран та інші.

На сучасному етапі в результаті процесів електроніфікації та автоматизації торги на біржах провадяться переважно в електронній формі за технологією ринку заявок (англ. order driven market). Це передбачає публікацію всіх заявок покупців і продавців із зазначенням цін та обсягів. До переваг такого **способу торгівлі цінними паперами** можна віднести:

1) анонімність заявок, що виставляють інвестори в ході торгів на біржі, До впровадження даної послуги професійні учасники часто здійснювали операції, попередньо домовившись один з одним про найвигіднішу ціну. Такий механізм ціноутворення аж ніяк не відповідав ринковим, що часто призводило до маніпуляцій із цінними паперами;

2) оперативність торгівлі, так як угоди з цінними паперами укладаються практично миттєво, що дозволяє інвестору швидко реагувати на зміну ринкової ситуації;

3) отримання біржової інформації в реальному часі. Інвестори спостерігають за ситуацією на біржі в режимі он-лайн через відповідне програмне забезпечення, таким чином, учасник торгівлі має приймати актуальні інвестиційні рішення;

4) 100 % попереднє депонування активів. Усі кошти та акції, які є на рахунок інвестора, автоматично депонуються на фондовій біржі та в депозитарній системі, що зводить до мінімуму ризик продажу або купівлі цінного папера, який не буде заведений на рахунок учасника-контрагента вчасно;



5) можливість включення інноваційних фінансових продуктів до лістингу на фондових біржах. Можливість проведення угод із похідними фінансовими інструментами, які здебільшого є стандартизованими і потребують автоматичного комп'ютеризованого розрахунку їх вартості;

6) низькі трансакційні витрати і можливість кожного інвестора почати самостійну торгівлю на біржі незалежно від суми стартового капіталу. Більшість вітчизняних он-лайн-брокерів сьогодні не встановлюють мінімальних обмежень щодо суми коштів, необхідної для відкриття торгового рахунку;

7) можливість залучення емітентами додаткового інвестиційного капіталу, так як у разі купівлі будь-якої акції на біржі фізична особа автоматично стає повноцінним акціонером компанії і має право на отримання дивідендів, участі в додатковій емісії акцій тощо.

Серед **недоліків торгівлі цінними паперами** на ринку заявок можна назвати такі:

1) неможливість проведення великих за обсягом операцій (наприклад, за правилами «Української біржі» угоди, що перевищують 2 млн. грн. необхідно проводити за умовами адресної угоди);

2) низька привабливість торгівлі облігаціями і державними цінними паперами через необхідність узгодження додаткових умов угоди;

3) збільшення частки спекулятивного фактора («швидких грошей») у динаміці котирувань акцій.

Доцільно зосередити увагу лише на дослідженні показників провідних бірж України, до яких входять ПАТ «ФБ «Перспектива», ПАТ «ФБ «ПФТС» і ПАТ «Українська біржа», з метою аналізу ефективності діяльності цих організацій та наявності синтетичного торгового обороту на вказаних площадках.

Конкурентними для фондових бірж в Україні є ринок корпоративних облігацій і ринок акцій. Інші сегменти ринку цінних паперів і похідних фінансових інструментів здебільшого розвиваються лише на окремих фондових площадках.

При цьому в Україні актуальною залишається проблема високої частки позабіржового ринку, яка, за даними НБУ, становить понад 90 % усіх операцій на фондовому ринку.

**Організований (біржовий) і неорганізований (позабіржовий) ринки** функціонують неоднаково активно. Незважаючи на те що біржовий і позабіржовий ринки конкурують між собою, їх слід розглядати не як такі, що взаємно виключають, а як такі, що взаємно доповнюють один одного. Але це взаємодоповнення є ефективним лише при перебуванні у певному діапазоні обсягів фондових операцій, який характерний для біржового і позабіржового сегментів на розвинутих ринках.

Історично склалося, що учасники і професійні посередники на українському фондовому ринку здебільшого ігнорували біржову торгівлю, адже надто ліберальні норми законодавства дозволяли їм взаємодіяти у позабіржовому режимі. Становлення організованих сегментів фондового ринку тривалий час відбувалося без державної підтримки. Проблема ускладнюється ще й тим, що низький процент організованого ринку пов'язаний з великою часткою позабіржових угод по більшості інвестиційних інструментів, таких як ОВДП, корпоративні облігації, векселі, позалістингові акції.

Необхідність концентрації торгівлі цінними паперами на організованих ринках зумовлена прагненням забезпечити прозорість фондового ринку, залучити на нього у першу чергу іноземних інвесторів. Проте це має відбуватися природним шляхом у міру розвитку фондового ринку, а не досягатися штучно, жорсткими адміністративними заходами.

Варто зауважити, що стратегічною помилкою слід визнати недооцінку на загальнодержавному рівні ролі бірж як єдиної можливих інституцій, що здатні управляти організованими ринками фінансових ресурсів. Однією з причин такого явища в Україні є відсутність інтересу до нього державних установ: Фонду державного майна України, Національного Банку України, Міністерства фінансів України та ін.

Фондова біржа ПФТС першою в Україні створила умови для торгівлі цінними паперами на організованому ринку і довго залишалася основною біржовою площадкою для проведення таких операцій. Зі створенням «Української біржі» фондова біржа ПФТС поступово втратила лідерські позиції у сегменті пайових цінних паперів, що пов'язано передусім із низьким рівнем її

інноваційної діяльності. Впровадження зазначених інноваційних продуктів і процесів помітно вплинуло на рівень ліквідності біржових торгів на ПФТС на «Українській біржі».

Таким чином, серед найближчих **перспектив розвитку біржового ринку в Україні** можна виділити зменшення фрагментарності і концентрації торгів на одному майданчику. Ще однією задекларованою метою регулятора є очищення ринку від так званих сміттєвих цінних паперів. Одна зі складових цього процесу - суттєве підвищення лістингових вимог до емітентів, покликане захистити права інвесторів.

## 2. Депозитарне обслуговування

Необхідною умовою виникнення і функціонування депозитаріїв та депозитарної системи є поява бездокументарної форми існування цінних паперів, тобто депозитарна діяльність безпосередньо пов'язана з впровадженням без документарної форми цінних паперів.

**Інфраструктура фондовою ринку** в кожній країні має свої особливості, обумовлені рівнем розвитку економіки країни, характером діючої моделі ринку, специфікою системи державного регулювання ринку.

Неодмінним елементом організації сучасного ринку цінних паперів є **депозитарна система**, яка слугує гарантом ефективного і прозорого обігу цінних паперів у країні.

Цілісна прозора і надійна система реєстрації прав власності на цінні папери і прав за цінними паперами виконання договорів щодо цінних паперів є необхідною умовою подальшого розвитку фондового ринку. **Облік цінних паперів** повинен відбуватися з урахуванням кращої світової практики щодо цього процесу відповідно до єдиних правил, технологій і процедур, що відповідають міжнародним стандартам рекомендаціям провідних міжнародних фінансових організацій.

**Захист прав власників цінних паперів** має забезпечуватися через зниження ризиків у процесі обігу цінних паперів, чіткий розподіл ризиків пов'язаних з виконанням договорів. **Система виконання договорів щодо цінних паперів і реєстрації прав на цінні папери** в процесі функціонування має спрямовуватися на запобігання фактам шахрайства, підвищення гарантії належної оплати придбаних цінних паперів, підвищення надійності зберігання цінних паперів. Цього можна досягнути завдяки розвитку інституційної структури процесу забезпечення необхідного рівня захисту інтересів інвесторів, підвищення рівня ефективності фінансового ринку (у розумінні його інформаційної ефективності), завдяки розбудові такої структури, що сприятиме зниженню трансакційних витрат щодо операцій з цінними паперами, у тому числі й інформаційних. Розвиток інфраструктурного забезпечення (депозитарної системи, системи клірингу і розрахунків по цінних паперах) має бути спрямованим на зниження трансакційних витрат, рівня ризиків, що виникають, впливу асиметрії інформації завдяки скороченню строку між укладанням і реалізацією договорів з цінних паперів, забезпечення гарантій їх виконання і встановлення режиму «поставка цінних паперів проти оплати» як основного принципу виконання договорів.

Розвиток сучасних фондових ринків пов'язаний з двома основними питаннями: з одного боку, необхідністю розвитку реального сектора економіки; з другою - готовністю інвестора розстатися з коштами. Проблеми функціонування ринків потребують вирішення питань інфраструктурного забезпечення.

**Клірингова установа** - це організація, що має справу з логістикою цього процесу. Функція клірингу є ключовою з позицій управління ризиками і надійності для біржі і надає механізм для моніторингу торгових операцій і там, де клірингова установа функціонує як центральний контрагент, а кліринг надає гарантію контрагенту, який продає і купує, видаляючи цим самим такий ризик. Основна мета центрального клірингового контрагента - управління ризиками. Клірингова установа досягає цієї мети через використання різних технік для управління ризиками, яким піддаються її члени. Використання маржі як інструменту управління ризиками вимагає від членів надавати гарантійне забезпечення згідно з вимогою до депозиту, що задумано для захисту клірингової установи від неплатежів, спричинених значними коливаннями в ціні інструменту або інструментів. Таке використання маржі відбувається у поєднанні з вимогами, які пред'являються членам, що дає можливість встановлення неплатежу або компенсаційного фонду.

**Депозитарна система України** (як і її попередниця – Національна депозитарна система) виконує три основні функції:

- 1) Облікову
- 2) Розрахункову (клірингову)
- 3) Нотаріальну.

Згідно з Законом України «Про депозитарну систему України» від 6.07.2012 № 5178-VI (зі змінами і доповненнями, внесеними Законом України від 16.10.2012 № 5431-VI і від 4.07.2013 № 401-VIII) (далі – Закон про депозитарну систему) така система визначається як сукупність її учасників і правовідносин між ними щодо ведення обліку цінних паперів, прав на цінні папери і прав за цінними паперами та їх обмежень, що встановлюються в системі депозитарного обліку цінних паперів, у тому числі внаслідок проведення розрахунків за правочинами щодо цінних паперів.

Професійними учасниками системи є Центральний депозитарій цінних паперів (далі – ЦД) і депозитарні установи. Крім професійних учасниками депозитарної системи є також Національний банк України, депозитарії-кореспонденти, фондові біржі, клірингові установи, Розрахунковий центр з обслуговуванням договорів на фінансових ринках (далі – РЦ), емітенти, торговці цінними паперами, компанії з управління активами, депоненти.

**Депонентами** можуть бути:

- а) власники цінних паперів;
- б) співвласники цінних паперів;
- в) нотаріуси, на депозит яких внесено цінні папери, яким рахунок у цінних паперах відкривається депозитарною установою на підставі відповідного договору про обслуговування рахунка в цінних паперах;
- г) депозитарні установи, які відкривають собі рахунок у цінних паперах на підставі наказу керівника депозитарної установи;
- д) НБУ у випадках, передбачених Законом про депозитарну систему.

**Депозитарною** вважається діяльність професійних учасників системи і НБУ щодо надання послуг із:

- а) зберігання та обліку цінних паперів (облікова функція);
- б) обліку та обслуговування, набуття, припинення та переходу прав на цінні папери та прав за цінними паперами й обмежень прав за цінними паперами на рахунках у цінних паперах депозитарних установ, емітентів, депозитаріїв-кореспондентів, осіб, які проводять клірингову діяльність, РЦ, депонентів (нотаріальна функція).

**Кліринг і розрахунки** відповідно до Закону про депозитарну систему не вважаються одним із видів депозитарної діяльності, але клірингова діяльність є професійною діяльністю на фондовому ринку, яку провадять РЦ і клірингові установи (далі - КУ). За певних умов (з урахуванням вимог, встановлених законодавством) клірингову діяльність можуть провадити ЦД і НБУ. Грошові розрахунки, тобто переказ коштів, що здійснюється в порядку, встановленому законом, за договорами на фінансових ринках провадить РЦ.

Закон про цінні папери (ст. 2 і 3) встановлює, що цінні папери за формою існування поділяються на бездокументарні та документарні, причому неемісійні цінні папери можуть існувати виключно в документарній формі і за формою випуску можуть бути лише ордерними або на пред'ячника. За формою випуску будь-які цінні папери можуть бути на пред'явника, іменні або ордерні. Законом України «Про акціонерні товариства» від 7 вересня 2007 р. № 514- XII (ч. 2 ст. 20) встановлено, що всі акції товариства є іменними та існують виключно у бездокументарній формі.

Як в обліковій системі, що діяла в Україні до набуття чинності Закону про депозитарну систему, бездокументарним цінним папером є обліковий запис на рахунку в цінних паперах у системі депозитарного обліку цінних паперів. Документарним цінним папером є сертифікат цінного папера - бланк цінного папера, який містить найменування виду цінного папера, а також визначені законодавством реквізити.

**Права на цінний папір і права за цінним папером**, що існує в документарній формі, належать:

- а) пред'явникові цінного папера (цінний папір на пред'явника);

б) особі, зазначеній у цінному папері (іменний цінний папір):

в) особі, зазначеній у цінному папері, яка може сама реалізувати такі права або призначити своїм наказом іншу уповноважену особу (ордерний цінний папір).

Права на цінний папір і права за цінним папером, що існують у бездокументарній формі, належать власникові рахунка в цінних паперах, відкритого в депозитарній установі, а у разі зарахування цінних паперів на депозит нотаріуса – відповідному кредиторіві. Емітент цінних паперів на пред'явника не має права на отримання із системи депозитарного обліку цінних паперів інформації про власників таких цінних паперів у будь-якій формі, крім випадків, передбачених Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку. Емітент іменних цінних паперів має право на отримання з системи депозитарного обліку цінних паперів інформації про власників таких цінних паперів у формі реєстру власників іменних цінних паперів.

Цінні папери, випуск та обіг яких не обслуговується депозитарною системою України, є документарними, отже, перехід і реалізація прав за них і права за ними відбуваються в іншому порядку (встановленому законом). Так, право власності на ордерний цінний папір переходить іншій особі шляхом вчинення на ордерному цінному папері передавального напису (індосамента).

**Індосамент** може бути бланковим – без зазначення особи, стосовно якої повинні бути виконані зобов'язання, або ордерним – із зазначенням особи. Положенням про провадження депозитарної діяльності, затвердженим 23 березня 2013 р. Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку за № 735 і зареєстрованим у Міністерстві юстиції України 27 червня 2013 р. за № 1084/23616 (далі – Положення № 735), встановлено, що учасниками депозитарної системи України заборонено здійснювати депозитарну діяльність щодо векселів і заставних. Дане обмеження не поширюється на фінансові векселі, щодо яких законодавством встановлено особливий порядок випуску та обігу, зокрема – бездокументарна форма існування.

ЦД і депозитарні установи здійснюють депозитарну діяльність лише стосовно емісійних цінних паперів, яким призначений міжнародний ідентифікаційний номер цінних паперів (далі – код цінних паперів). ЦД здійснює нумерацію (кодифікацію) цінних паперів відповідно до міжнародних норм і веде реєстр кодів цінних паперів, інформація з якого розкривається ЦД на власному веб-сайті у мережі Інтернет.

Характеризуючи діяльність **Національного депозитарію України** після набуття статусу Центрального депозитарію, у зв'язку з цим слід наголосити на стрімкому розширенні його клієнтської бази.

З початком модернізації депозитарної системи України відбулася низка як кількісних, так і якісних змін. Головним надбанням цієї модернізації став процес централізації депозитарної системи, пов'язаний перш за все з набуттям Національним депозитарієм України статусу Центрального депозитарію і створенням на базі ВДЦП Розрахункового центру. Проведення подальших структурних реформ в економіці України вимагає вжиття низки заходів, що спрямовані на розвиток вітчизняного фондового ринку як найефективнішого механізму перерозподілу фінансових ресурсів на користь реального сектора. Виконання цього завдання значною мірою залежить від розбудови інфраструктури українського ринку капіталу, а саме – депозитарної системи.

### **3. Розрахунково-клірингове обслуговування**

Торгівля є ядром будь-якої ринково орієнтованої економіки. У процесі торгівлі надзвичайно важливим є виконання зобов'язань сторонами угоди. Контрагенти повинні здійснювати обіцяні платежі, вчасно поставляти товари відповідної якості. Можливість порушення цих умов називають ризиком контрагента. Ефективна розрахунково-клірингова система лежить в основі стабільного і надійного функціонування фінансового ринку, правильна організація якої сприяє розвитку фондового ринку через зниження трансакційних витрат, ризиків учасників торгів та зростання ліквідності.

Дослідження процесу розвитку і становлення розрахунково-клірингових систем на фінансовому ринку різних країн проведено у працях Р. Крознера, П. Нормана, Д. Руссо, Т. Харта, А. Шоненбергера. Питання ризиків у роботі центральних контрагентів та їх значення для фінансової стабільності розглядаються у працях Д. Даффі, Х. Жу, К. Моне, С. Паркінсон, К.

Пірронга, К. Ріпатті, Д. Рула, Б. Хіла. Порівняльний аналіз систем розрахунку маржі можна знайти у роботах Г. Чена, К. Лі. Окремі аспекти клірингу і розрахунків на ринку похідних фінансових інструментів розглядаються в працях таких вітчизняних учених, як І. Бурденко, Л. Примостки, О. Сохацької.

Можна виділити дві **схеми взаємозаліку зустрічних зобов'язань у процесі клірингу**. Першою є двосторонній взаємозалік, при якому обраховуються взаємні зобов'язання між двома контрагентами. Така схема застосовується на позабіржовому ринку, а також може використовуватись на низьколіквідних організованих торгових майданчиках з малою кількістю учасників і угод. Зі збільшенням кількості контрагентів і угод застосування двостороннього взаємозаліку в процесі клірингу стає все більш складним і неефективним. Тому на розвинених торгових майданчиках зазвичай використовується багатосторонній взаємозалік. У його процесі здійснюється обрахунок чистої позиції кожного контрагента по всіх угодах, які він укладає. При цьому іншою стороною для нього може бути клірингова установа. У такому випадку вона виступає у ролі центрального контрагента (ЦКА).

Особливе значення використання центрального контрагента має на ринку похідних фінансових інструментів, адже момент укладення угоди та виконання зобов'язань за ними може значний період часу. ЦКА є продавцем для всіх покупців і покупцем для всіх продавців і гарантує виконання зобов'язань за деривативами, а також концентрує ризики цього ринку. Участь у кожній з угод може бути реалізовано двома шляхами. Першим з них є новація (novation), коли укладений між сторонами контракт замінюється двома новими, у кожному з яких контрагентом є ЦКА. Інший варіант - застосування відкритої позиції. При цьому заявка кожного учасника вважається офертою центральному контрагенту, який акцептує її тільки тоді, коли в черзі заявок є зустрічна з такою ж або кращою ціною. У зарубіжній практиці більш поширеною є новація.

**Центральні контрагенти** на розвинених ринках займаються розрахунково-кліринговою діяльністю, визначають взаємні зобов'язання сторін за укладеними угодами з похідними фінансовими інструментами і проводять розрахунки за ними.

Перша функція ЦКА - зменшення витрат учасників ринку похідних фінансових інструментів, яке відбувається за рахунок використання багатостороннього взаємозаліку під час операцій з деривативами. Другою функцією центрального контрагента є управління ризиками біржового ринку ПФІ. З центральними контрагентами взаємодіють клірингові члени - найбільш надійні та досвідчені учасники торгів на ринку деривативів, які обслуговують інших членів біржі та їх клієнтів.

Розвиток українського біржового ринку похідних фінансових інструментів проходить в умовах малої кількості учасників торгів, які досить часто не мають необхідної бази для здійснення ефективного ризик-менеджменту. З цієї причини управління ризиками майже повністю бере на себе біржа, контролюючи діяльність як торговців, так і їх клієнтів.

Особливістю сучасного біржового ринку деривативів України є обмеженість фінансових інструментів і низький рівень їх ліквідності. Саме тому одним із першочергових завдань, поряд із повноцінним впровадженням валютних і сільськогосподарських товарних деривативів, зараз є побудова такої системи управління ризиками, що не обмежуватиме ліквідність і сприятиме приходу на ринок хеджерів із реального та фінансового секторів економіки. Разом з тим не можна жертвувати і надійністю системи.

На основі аналізу зарубіжного і вітчизняного досвіду побудови систем управління ризиками біржового ринку деривативів можна виділити два підходи до застосування **інструментів ризик-менеджменту**. Першим є використання жорсткої системи орієнтованої на контроль руху грошових коштів учасників торгів. Можна виділити такі її особливості:

- орієнтація на інструменти управління ризиком, які передбачають рух коштів учасників торгів;
- відносно високий рівень маржі;
- внесення маржі переважно або виключно готівкою, часто лише в національній валюті;
- встановлення жорстких лімітів змін ціни;
- прив'язування маржі до лімітів змін ціни.

Такий підхід дозволяє забезпечити досить високий рівень надійності функціонування ринку навіть у несприятливих умовах. Проте його недоліком є обмеження ліквідності на ринку та можливостей учасників торгів.

Другий підхід передбачає використання гнучкої системи, орієнтованої на контроль за діяльністю учасників торгів і швидку адаптацію до змін ринкових умов. До основних особливостей такої системи можна віднести:

- максимальне використання всіх доступних інструментів управління ризиком;
- відносно невисокий рівень маржі;
- маржа вноситься різними видами фінансових активів;
- маржа встановлюється виходячи з волатильності основи і переглядається у разі зміни ринкової кон'юнктури;
- здійснюється жорсткий контроль як за складом клірингових членів так і за їх діяльністю.

Не можна однозначно стверджувати, що другий підхід кращий. Багато залежить від умов роботи розрахунково-клірингової інфраструктури. На нових нерозвинених ринках, як правило, використовуються жорсткі системи управління ризиком, які забезпечують більшу стабільність і простіші в застосуванні. Також жорсткі системи набагато менше залежать від рівня загального розвитку фінансового ринку країни. Наприклад, для того, щоб вносити маржу відмінними від національної валюти активами, мають існувати розвинені ринки інших фінансових активів (боргових інструментів, акцій тощо).

Проте на розвинених ринках переважає другий підхід. Гнучка система дозволяє учасникам ринку відволікати менші обсяги коштів для здійснення операцій з похідними фінансовими інструментами, також вона менше обмежує ліквідність деривативів. Це робить ринок ПФІ більш ефективним і привабливим. У разі вільної конкуренції між гнучкою і жорсткою системами учасники торгів схильні вибирати останню. Зазначимо що існує й значна кількість проміжних варіантів, які поєднують два описані підходи. Для українських розрахунково-клірингових систем доцільним буде рух від жорсткої до гнучкої моделі паралельно з розвитком ринку.

В Україні тривалий час було практично відсутнє законодавство, що регулює питання, пов'язані з роботою системи управління ризиками біржового ринку деривативів, не було визначено статус центрального контрагента. Новий Закон «Про депозитарну систему України» і супутні зміни не справили значного впливу на розрахунково-клірингову інфраструктуру ринку ПФІ. Новостворений центральний контрагент Розрахунковий центр обмежився роботою на фондовому ринку. Користуючись прописаним у законодавстві правом, клірингом деривативів в Україні займаються біржі.

Досить багато сторін роботи центральних контрагентів потребують суттєвого доопрацювання. З розвитком вітчизняного ринку деривативів це ставатиме все актуальніше.

Для побудови ефективно діючої розрахунково-клірингової інфраструктури ринку похідних фінансових інструментів необхідно є як наявність розробленої концепції, так і чітке слідування їй. При цьому важливо враховувати досвід зарубіжних країн із розвиненим ринком деривативів. У першу чергу це стосується нормативно-правового регулювання роботи центральних контрагентів, яке має давати тверде підґрунтя для виконання ЦКА своїх функцій з клірингу ПФІ та управління ризиками.

### **План самостійної роботи здобувачів вищої освіти**

1. Обсяги торгів на фондових біржах в Україні
2. Аналіз показників провідних бірж України.
3. Структура торгів на фондових біржах в Україні.
4. Дематеріалізація акцій.
5. Найбільші біржі в світі за капіталізацією.
6. Найбільші біржі у світі за обсягом торгів акціями.
7. Найбільші біржі у світі за кількістю укладання похідних контрактів.

### **Питання для самоконтролю**

1. Закон України «Про депозитарну систему України».

- 2.Центральний депозитарій цінних паперів.
- 3.Депозитарні установи.
- 4.НБУ.
- 5.Депозитарії-кореспонденти.
- 6.Фондові біржі.
- 7.Клірингові установи.
- 8.Розрахунковий центр з обслуговування договорів на фінансових ринках.
9. Емітенти.
- 10.Торговці цінними паперами.
- 11.Компанії з управління активами.
12. Цінні папери.

***Рекомендовані літературні джерела:***

Основна [1; 2; 3; 5; 6].

Допоміжна [7; 8; 9; 10; 11; 12].

Міжнародні видання [15; 16; 17; 19].

Інформаційні ресурси Інтернет [25; 27; 28; 29; 30].

## ТЕМА 6. БРОКЕРСЬКА ТА ДИЛЕРСЬКА ДІЯЛЬНІСТЬ

**Мета лекції:** розглянути операції з забезпечення обігу цінних паперів, а також осіб які її здійснюють, професійних учасників ринку — брокерів і дилерів.

### План лекційного заняття

#### План лекційного заняття

1. Брокери.
2. Дилери.
3. Торговці цінними паперами.
4. Управління цінними паперами.
5. Андерайтинг.
6. Інвестиційні компанії.

**Ключові терміни та поняття:** брокери, дилери, торговці цінними паперами, інвестиційні компанії, послуги, які надає сучасна брокерська компанія, технологічність сфери біржової торгівлі, кіберзахист, хмарні сервіси, височастотний трейдинг, онлайн-брокеридж, страхові брокери.

### 1. Брокери.

Нормальне функціонування фінансового ринку є ключовою умовою зростання економіки будь-якої країни. Одним із основних елементів повноцінного фінансового сектору є розвинутий ринок брокерських послуг. У складний для України період ефективний ринок брокерських послуг міг би стати каталізатором забезпечення економічної стабільності та здійснення структурних і комплексних реформ в структурі ринку капіталу. В сучасних реаліях широкий вибір нових фінансових інструментів на фінансовому ринку, умов їх емісії (видачі), погашення й виплати доходу, різні схеми торгівлі та взаємозв'язків між суб'єктами страхового, фондового, кредитного, валютного ринків повинні забезпечувати максимальну мобілізацію фінансових ресурсів, їх раціональний розподіл і перерозподіл та ефективне використання. Отже, розвинений ринок брокерських послуг відіграє важливу роль у економічному зростанні фінансового ринку будь-якої країни.

Розглянемо підходи до трактування брокерської діяльності вітчизняними науковцями. На думку В.Д. Базилевича, брокерська діяльність полягає в укладенні фінансовим посередником цивільно-правових договорів (зокрема на підставі договорів доручення чи комісії) щодо цінних паперів від свого імені (від імені клієнта) за дорученням і за рахунок клієнта.

Васильєва С.І. та Бондар Н.С. визначають брокерську діяльність як діяльність щодо укладання угод з цінними паперами на основі угод чи комісії або доручення.

На думку Орленко Б.М., брокерська діяльність в Україні є посередницькою діяльністю, автор зокрема констатує, що:

- 1) брокер надає послуги;
- 2) брокер діє за дорученням клієнта;
- 3) брокер укладає угоди з цінними паперами за рахунок клієнта;
- 4) за виконання доручених дій брокер отримує комісійну винагороду;
- 5) відносини між брокером та клієнтом можуть здійснюватися не на постійній основі (після виконання доручення клієнта відносини між ними припиняються).

Залежно від сфери здійснення брокерську діяльність на фінансовому ринку можна розрізняти за такими видами:

- на ринку цінних паперів,
- на страховому ринку;
- на кредитному ринку (кредитний брокеридж);
- на валютному ринку.



Світовий досвід засвідчує, що для брокерської діяльності необхідне законодавче закріплення та відповідне регулювання, проте чинне законодавство України у сфері брокерської діяльності регулює не всі його види.

Зокрема брокерська діяльність визначається згідно Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» як — укладення торговцем цінними паперами цивільно-правових договорів (зокрема на підставі договорів комісії, доручення) щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів від свого імені (від імені іншої особи), за дорученням і за рахунок іншої особи.

Торговець цінними паперами може провадити брокерську діяльність — не менш як 1 мільйон гривень.

За законодавством України здійснювати брокерську діяльність на ринку цінних паперів можуть тільки юридичні особи, створені у формі господарського товариства (відповідно до ст. 16 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» акціонерні товариства і товариства з обмеженою відповідальністю), для яких операції з цінними паперами є виключним видом діяльності.

Брокерська діяльність на ринку цінних паперів України є ліцензійним видом діяльності, державне регулювання та контроль за яким здійснює Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (далі — НКЦПФР).

З метою запобігання махінацій на ринку цінних паперів НКЦПФР також встановить нові вимоги до здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами та до договорів, які укладаються під час провадження такої діяльності. Комісія схвалила проекти двох нормативних актів, які визначають порядок провадження торговцями цінними паперами професійної діяльності на фондовому ринку та адаптують його до міжнародних стандартів, зокрема: «Вимоги до договорів, які укладаються під час провадження професійної діяльності на фондовому ринку (ринку цінних паперів) — діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами» та «Вимоги (правила) щодо здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами».

Нові нормативні акти передбачають такі новації в діяльності торговців:

— поява нового виду договору — генеральна угода, який покликаний замінити договір на брокерське обслуговування і є більш універсальним та може укладатися як з клієнтом так і з контрагентом торговця. Залишається можливість укладання договору комісії, договору доручення та дилерського договору;

— врегулювання процедури вчинення особистих угод, надання інвестиційних порад або рекомендацій, проведення інвестиційного дослідження тощо;

— зміна підходу до визначення підозрілих угод; — можливість оформляти угоди в електронному вигляді шляхом обміну електронними повідомленнями, що позбавляє необхідності використовувати паперові договори;

— обов'язкове оцінювання торговцем своїх клієнтів до надання послуг з метою віднесення їх до однієї з таких категорій: професійний клієнт, непрофесійний клієнт, прийнятний контрагент. Різним категоріям клієнтів передбачається надання торговцем різних рівнів захисту під час виконання замовлень;

— проведення торговцем оцінки відповідності й доречності послуг та фінансових інструментів, що надаються або пропонуються клієнтам;

— визначення вимог щодо дій торговців для отримання ними якомога кращого результату для своїх клієнтів;

— визначення вимог щодо інформації, яка надається клієнту або потенційному клієнту до надання послуги, під час її надання та після її надання.

Поняття брокерської діяльності на страховому ринку закріплено у ст. 15 Закону України «Про страхування», а саме: страхові брокери — юридичні особи або фізичні особи, які зареєстровані у встановленому порядку як суб'єкти підприємницької діяльності та здійснюють за винагороду посередницьку діяльність у страхуванні від свого імені на підставі брокерської угоди з особою, яка має потребу у страхуванні як страхувальник.

Окрім цього, цей Закон закріплює такий вид брокерської діяльності на страховому ринку, як перестрахові брокери.

Перестрахові брокери — юридичні особи, які здійснюють за винагороду посередницьку діяльність у перестрахованні від свого імені на підставі брокерської угоди із страховиком, який має потребу у перестрахованні як перестраховальник.

Дозволяється здійснення діяльності страхового та перестрахового брокера однією юридичною особою за умови виконання нею вимог щодо здійснення діяльності страхового та перестрахового брокера. Страховими брокерами можуть бути: юридичні особи, суб'єкти підприємницької діяльності та громадяни-підприємці, які офіційно зареєстровані в державному реєстрі страхових брокерів України; представництва іноземних страхових брокерів, зареєстровані в Україні як платники податку та в державному реєстрі страхових брокерів України.

Державне регулювання та контроль за діяльністю страхових брокерів до 1 липня 2020 року було покладено на Національну комісію, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг (далі — Нацкомфінпослуг).

У вересні 2019 року ухвалено Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів щодо удосконалення функцій із державного регулювання ринків фінансових послуг» (так званий закон про «СПЛІТ»), згідно з яким з 01 липня 2020 року Національний банк України (далі — Національний банк / НБУ) став регулятором та наглядовим органом на ринку страхування, у тому числі за діяльністю страхових брокерів.

Новий регулятор в особі НБУ вже презентував нову концепцію регулювання діяльності страхових посередників ( у т.ч. і страхових брокерів ) на страховому ринку, а саме:

- з метою захисту інтересів страхувальників і застрахованих осіб НБУ планує удосконалити регулювання діяльності страхових посередників. Буде запроваджена процедура авторизації страхових та перестрахових брокерів, страхових агентів та фінансових консультантів;

- для забезпечення професійної і прозорої діяльності страхових посередників НБУ встановить вимоги до їхньої діяльності та здійснюватиме контроль за їх виконанням на регулярній основі. Національний банк вимагатиме, щоб страхові посередники підтримували належний рівень професійних знань та компетентності, бездоганну ділову репутацію та дотримувалися стандартів ринкової поведінки;

- буде розширено перелік інформації, яку страхові посередники зобов'язані розкривати клієнтам. Регулятор вимагатиме, щоб страховий посередник, який управляє грошовими коштами клієнта, вживав достатніх заходів для безпеки цих коштів. Посередникам необхідно буде забезпечити уникнення будь-яких конфліктів інтересів.

У ст. 6 Закону України «Про споживче кредитування» закріплено, що кредитний брокер — це юридична особа або фізична особа-підприємець, які від свого імені в інтересах кредитодавця здійснює за винагороду посередницьку діяльність у сфері споживчого кредитування.

Більшість кредитних брокерів в Україні функціонують у вигляді фінансових установ, регулювання та нагляд за якими до липня 2020 року здійснював Нацкомфінпослуг. Усі фінансові установи вносяться у відповідний Державний реєстр фінансових установ.

У червні 2017 року НБУ також впорядкував діяльність кредитних брокерів на ринку споживчого кредитування, шляхом прийняття Постанови Правління Національного банку України від 08.06.2017 №50 «Про впорядкування діяльності кредитних посередників у сфері споживчого кредитування на ринку банківських послуг» та запровадження відповідного Реєстру кредитних посередників.

З реєстром кредитних посередників банків можна ознайомитися на офіційному веб-сайті НБУ.

Інформація про кредитних посередників на ринку споживчого кредитування представлена в розрізі банків, адже банки самостійно надають НБУ інформацію про кредитних посередників, за достовірність якої вони несуть повну відповідальність.

Кредитний посередник має право розпочати надання посередницьких послуг у сфері споживчого кредитування в інтересах банку — кредитодавця тільки після:

- включення його до Реєстру НБУ;

- отримання банком квитанції від НБУ з номером запису у Реєстрі;

- оприлюднення банком — кредитодавцем інформації про кредитного посередника на своїй веб-сторінці.

Відповідні вимоги передбачено Законом України №1734-VIII «Про споживче кредитування» та постановою Правління НБУ 08.06.2017 №50 «Про впорядкування діяльності кредитних посередників у сфері споживчого кредитування на ринку банківських послуг», які набрали чинності з 10 червня 2017 року.

В Україні також присутні іпотечні брокери, що є фінансовими посередниками на ринку фінансово-банківських послуг, основним завданням яких є пошук та оформлення для клієнта іпотечного кредиту. Втім, на сьогоднішній день їх законодавчо не врегульовано.

Щодо брокерської діяльності на валютному ринку, то в Україні вона також законодавчо не врегульована. Хоча фактично такий вид брокерських послуг надається відповідними форекс — компаніями, на підставі ліцензій, отриманих у відповідних регуляторів інших країн. Переважна більшість таких компаній засновуються і управляються із-за кордону, а їх представництва в Україні, не мають ліцензій і взагалі порядку регулювання, формально надають лише інформаційно-консультаційні послуги із доступу до терміналів, аналітики, котирувань і т. п. Багато з таких компаній взагалі не мають офісів на території України, а надають свої послуги віртуально. Фактично правовий статус брокерської діяльності на валютному ринку не визначений, відсутній її формальний регулятор, система ліцензування та контролю, і, як наслідок, фактична тіньова діяльність унеможливорює покарання шахраїв, їх попереднє виявлення, систематизацію ризиків тощо.

На початковому етапі розвитку брокерської діяльності посередники співпрацювали тільки з організаціями. Це допомагало бізнесу в пошуку контрагентів. У процесі своєї діяльності брокерські компанії надають своїм клієнтам посередницькі послуги. Всі вони пов'язані з виконанням ряду функцій. Основні з них представлені нижче.

Консультаційні послуги. Організації, у штаті яких немає професійного юриста, а також фізичні особи без відповідної освіти не мають достатньої кількості часу, щоб провести аналіз законодавства. Брокерські компанії ж регулярно вивчають зміни державних актів. Це дозволяє їм отримувати дохід від консультаційних послуг. Клієнти можуть отримати від брокера відповіді на всі свої питання і пояснення щодо неясних моментів.

Аналіз ринку пропозицій. У разі звернення клієнта до брокера посередник передусім здійснює ретельний аналіз ринку. Компанії мають достатньо досвіду, щоб швидко зібрати інформацію. Вони допоможуть вибрати оптимальний для використання варіант.

Допомога в підготовці пакету документів. У деяких клієнтів немає часу на збір і підготовку пакету документів. У цьому випадку брокери роблять цю роботу за них. Вони уточнюють, які документи потрібні для отримання послуги, консультують, як простіше і швидше підготувати усі необхідні папери. Виходить, що вони виконують половину технічної роботи з підготовки та оформлення угоди. Таким чином, брокер надає своєму клієнту допомогу з підготовки угоди. Це дозволяє заощадити велику кількість часу.

Розглянемо переваги та недоліки у роботі з брокерськими посередниками на ринку фінансових послуг. Так, серед переваг такої співпраці акцентуємо увагу на такі аспекти: заощадження кількості часу на прийняття рішення щодо конкретного фінансового інструменту, нівелювання допущення помилки при оформленні документів; упущення найвигідніших пропозицій; потерпання збитків від угоди. Відсутність досвіду і знань як для фізичних, так і юридичних осіб може стати причиною серйозних фінансових втрат. Найчастіше набагато простіше звернутися до брокерів, ніж намагатися розібратися в тонкощах і нюансах процедури самостійно.

Втім як і в будь-якій діяльності для брокериджу характерний і відповідний ряд недоліків, зокрема це висока вартість послуг, низький рівень професіоналізму брокерів тощо.

## 2. Дилери.

Дилерська діяльність - укладення торговцем цінними паперами цивільно-правових договорів щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів від свого імені та за свій рахунок з метою перепродажу, крім випадків, передбачених законом.

Основний дохід дилерів — це додатна різниця між цінами продажу та купівлі цінних паперів. Різниця в цінах купівлі-продажу є платою дилерам за терміновість і врівноваження

тимчасового дисбалансу між попитом-пропозицією на певні види цінних паперів, що перебувають в обігу на ринку.

Роль дилерів на фондовому ринку полягає в тому, що вони роблять значний внесок у забезпечення ліквідності та стабільності ринку. Надзвичайні цінові коливання, які могли б мати місце, пом'якшуються з допомогою операцій, які проводяться на ринку дилерами. Саме дилери завжди готові продати потрібні інвесторам цінні папери та викупити їх у разі потреби. Здійснюючи операції на ринку, дилери зменшують коливання цін та забезпечують ліквідність ринкових цінних паперів.

Крім того, що дилери дають можливість інвестору в будь-який час купити чи продати цінні папери, сприяють ціновій стабілізації та забезпечують ліквідність ринку, вони також надають інформаційні послуги учасникам ринку, а на деяких ринках виступають у ролі ведучих аукціонів на біржах.

Тих, хто займається дилерською діяльністю на ринку, часто називають спекулянтами та маркет-мейкерами (ті, що формують ринок).

Дилерська діяльність на РЦП є господарсько-торговельною діяльністю. Здійснення дилерської діяльності на РЦП має такі особливості:

- особливий суб'єктний склад. Відповідно до ч. 1 ст. 17 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» торговець цінними паперами може провадити дилерську діяльність, якщо має сплачений грошовими коштами статутний капітал у розмірі не менш як 500 тисяч гривень.

- стандартизованість угод, які укладаються дилером. Відповідно до пп. 2 п. 1 Положення про функціонування фондових бірж, біржовий контракт (договір) – договір купівлі-продажу цінних паперів та інших фінансових інструментів, який укладається між учасниками біржових торгів та реєструється фондовою біржею. Дилерська діяльність на фондовому ринку характеризується типовістю договорів. Сторони такого договору не укладають кожного разу новий договір, а користуються типовими для конкретної фондової біржі договорами.

- особливий територіальний склад здійснення дилерської діяльності. Суб'єкт господарювання, що здійснює дилерську діяльність на ринку цінних паперів, не здійснює перевезення товару, його зберігання, сервісне обслуговування. Місцем здійснення дилерської діяльності можна визначити приміщення фондової біржі.

- ліцензійний характер дилерської діяльності на фондовій біржі. Підставою для здійснення дилерської діяльності на фондовій біржі є отримання ліцензії НКЦПФР. Ліцензія на здійснення дилерської діяльності на фондовій біржі видається на платній основі і є безстроковою.

- обов'язковість участі у саморегулятивній організації (СРО) та/або об'єднанні професійних учасників ринку цінних паперів (ОПУ). Зазначена вимога встановлена п. 1 Р. II Рішення НКЦПФР № 819 від 14.05.2013. Подвійність регулювання фондового ринку загалом та дилерської діяльності зокрема впливає зі ст. 47 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок». На думку деяких вчених, СРО на фондовому ринку поєднують функції державного управління та функції цивільноправового механізму дії на фондовий ринок. Що стосується діяльності ОПУ, то вона має більше координаційний характер.

### 3. Торговці цінними паперами.

Торговцями цінними паперами визнаються суб'єкти підприємницької діяльності, створені у формі акціонерних товариств, статутний фонд яких сформовано за рахунок виключно іменних акцій, або інших товариств, для яких операції з цінними паперами становлять виключний вид їх діяльності.

Професійна діяльність з торгівлі цінними паперами на фондовому ринку провадиться торговцями цінними паперами - господарськими товариствами, для яких операції з цінними паперами є виключним видом діяльності, а також банками.

Професійна діяльність з торгівлі цінними паперами включає:

- брокерську діяльність;
- дилерську діяльність;  $\infty$  андеррайтинг;
- діяльність з управління цінними паперами.

Торговець цінними паперами може провадити дилерську діяльність, якщо має сплачений грошима статутний капітал у розмірі не менш як 120 тисяч гривень, брокерську діяльність та діяльність з управління цінними паперами - не менш як 300 тисяч гривень, андеррайтинг - не менш як 600 тисяч гривень. У статутному капіталі торговця цінними паперами частка іншого торговця не може перевищувати 10 відсотків.

Торговцю цінними паперами забороняється перепродавати (обмінювати) цінні папери власного випуску.

Права та обов'язки торговця цінними паперами стосовно його клієнта, умови укладення договорів щодо цінних паперів, порядок звітності торговця перед його клієнтом, порядок і умови виплати торговцю винагороди визначаються у договорі, що укладається між ними.

Торговець цінними паперами зобов'язаний виконувати доручення клієнтів за договорами доручення, договорами комісії та договорами про управління цінними паперами на найвигідніших для клієнта умовах. Доручення клієнтів виконуються торговцем цінними паперами у порядку їх надходження, якщо інше не передбачено договором або дорученням клієнтів. У разі укладення торговцем цінними паперами договорів за власний рахунок разом з укладенням ним договорів за рахунок клієнта виконання договорів для клієнта є пріоритетним.

Торговець цінними паперами веде облік цінних паперів, грошових коштів окремо для кожного клієнта та окремо від цінних паперів, грошових коштів та майна, що перебувають у власності торговця цінними паперами, відповідно до вимог, установлених Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку за погодженням з Міністерством фінансів України, а у випадках, установлених законодавством, - також з Національним банком України. На грошові кошти та цінні папери клієнтів, що передаються торговцям цінними паперами в управління, не може бути звернене стягнення за зобов'язаннями торговця цінними паперами, що не пов'язані із здійсненням ним функцій управителя.

Договором про управління цінними паперами може бути передбачено розподіл між сторонами прибутку, отриманого торговцем цінними паперами від використання грошових коштів клієнта.

Торговець цінними паперами зобов'язаний подавати на обрану ним фондову біржу інформацію про всі вчинені ним правочини з цінними паперами в строки і порядку, що визначені правилами фондової біржі.

#### **4. Управління цінними паперами.**

Діяльність з управління цінними паперами - діяльність, яка провадиться торговцем цінними паперами від свого імені за винагороду протягом визначеного строку на підставі договору про управління переданими йому цінними паперами та грошовими коштами, призначеними для інвестування в цінні папери, а також отриманими в процесі цього управління цінними паперами та грошовими коштами, які належать на праві власності установнику управління, в його інтересах або в інтересах визначених ним третіх осіб.

Торговець цінними паперами має право укладати договори про управління цінними паперами з фізичними та юридичними особами.

Сума договору про управління цінними паперами з одним клієнтом - фізичною особою має становити не менше суми, еквівалентної 100 мінімальним заробітним платам.

Істотні умови договору про управління цінними паперами встановлюються законом та за домовленістю сторін.

Договір про управління цінними паперами не може укладатися торговцем цінними паперами з компанією з управління активами.

Договір доручення, договір комісії або договір про управління цінними паперами укладається з торговцем цінними паперами в письмовій формі.

#### **5. Андеррайтинг.**

Андеррайтинг як специфічна діяльність на фондовому ринку України викликає дедалі більший інтерес серед професійних торговців цінними паперами.

Андеррайтинг - розміщення (підписка, продаж) цінних паперів торговцем цінними паперами за дорученням, від імені та за рахунок емітента.

З метою організації публічного розміщення цінних паперів андеррайтери можуть укласти між собою договір про спільну діяльність.

Андеррайтинг може бути таких видів:

а) повністю гарантований – торговець цінними паперами, який розміщує емісію, гарантує емітенту повний викуп емісії або тієї її частини, що залишиться нерозміщеною;

б) частково гарантований – гарантія викупу поширюється тільки на частину емісії, іншу ж частину торговець розміщує на відкритому ринку;

в) без гарантій – гарантії торговця цінними паперами немає, але він зобов'язується докласти максимальних зусиль для того, щоб розмістити емісію;

г) «все або нічого» – така форма розміщення передбачає відкликання випуску, якщо його не буде розміщено в повному обсязі.

Андеррайтер відповідно до договору андеррайтингу з емітентом може здійснювати:

а) купівлю цінних паперів у емітента з подальшим їх перепродажем інвесторам;

б) гарантування повної або часткової реалізації цінних паперів емітента інвесторам, повного чи часткового їх викупу за фіксованою ціною з подальшим перепродажем;

в) реалізацію якомога більшої кількості цінних паперів, без додаткових зобов'язань придбати будь-які цінні папери, які не були продані, при цьому він може надавати консультації емітенту щодо розміщення його цінних паперів.

У разі публічного розміщення цінних паперів андеррайтер може брати на себе зобов'язання за домовленістю з емітентом щодо гарантування продажу всіх цінних паперів емітента, що підлягають розміщенню, або їх частини. Якщо випуск цінних паперів публічно розміщується не в повному обсязі, андеррайтер може здійснити повний або частковий викуп нереалізованих цінних паперів за визначеною в договорі фіксованою ціною на засадах комерційного представництва відповідно до взятих на себе зобов'язань.

## 6. Інвестиційні компанії.

Інвестиційною компанією визнається торговець цінними паперами, який, окрім провадження інших видів діяльності, може залучати кошти для здійснення спільного інвестування шляхом емісії цінних паперів та їх розміщення.

Інвестиційні компанії (ІК) виконують одночасно функції фінансового посередника на ринку цінних паперів та інвестора (взаємні фонди інвестиційної компанії акумулюють засоби інвестора для спільного інвестування в цінні папери, діючи за рахунок та в інтересах осіб, які є набувачами їхніх цінних паперів; інвестиційні компанії для інвесторів є інвестиційними менеджерами і консультантами, вони формують їхні активи в цінних паперах, організують нарахування, виплату доходів за цінними паперами).

Інвестиційні компанії створюються у формі АТ і ТОВ. Засновки є фізичні і юридичні особи, частка державного майна яких не перевищує 25%. Мінімальний статутний фонд - 50000 мінімальних зарплат.

Фінансові ресурси (пасиви) інвестиційних компаній формуються за рахунок розміщення на ринку власних акцій та інвестиційних сертифікатів, активи — за рахунок придбання пайових і боргових цінних паперів інших емітентів.

ІК вкладають кошти в цінні папери великої кількості емітентів для того, щоб у рамках вибраної стратегії максимально диверсифікувати портфель і зменшити ризики інвестування.

Інвестиційні компанії розрізняються за формою організації та механізмом формування і використання фінансових ресурсів. Так, капітал одних компаній може постійно змінюватись у результаті викупу або продажу нових акцій на ринку, капітал інших може мати стабільну величину протягом тривалого періоду.

Збільшення капіталу ІК може відбуватись як за рахунок випуску нових акцій, так і за рахунок капіталізації частини прибутку, отриманого від інвестицій у цінні папери.

Структура активів компаній також може змінюватись, а може залишатись постійною протягом усього періоду існування компанії.

Крім того, залежно від мети конкретної ІК її активи можуть мати досить виражену специфіку. Це можуть бути тільки боргові зобов'язання або тільки акції.

Деякі ІК формують свій портфель лише з інструментів грошового ринку чи цінних паперів іноземних емітентів.

Учасники ринку, які інвестують кошти в акції ІК, мають ряд переваг. Вкладаючи навіть незначні кошти в цінні папери компанії, вони отримують диверсифікований портфель цінних паперів і, отже, зменшують ризики інвестування. Крім того, учасники ІК суттєво зменшують витрати з інвестування коштів, а також забезпечують професійне управління портфелем цінних паперів

### **План самостійної роботи здобувачів вищої освіти**

1. Інтернет-технології на ринку цінних паперів.
2. Основні переваги і недоліки он-лайн-торгівлі на фондових біржах.
3. Посередницька діяльність на страховому ринку.

### **Питання для самоконтролю**

1. Проблеми функціонування брокерської і дилерської діяльності.
2. Торговці цінними паперами.
3. Динаміка кількості торговців цінними паперами в Україні.
4. Послуги сучасної брокерської компанії.
5. Новітні технології сфери біржової торгівлі.
6. Переваги і недоліки інтернет-трейдингу для індивідуальних інвесторів і професійних учасників біржового ринку.
7. Етапи розвитку он-лайн-брокериджу.
8. Посередницька діяльність на страховому ринку.

### ***Рекомендовані літературні джерела:***

- Основна [1; 2; 3; 5; 6].  
 Допоміжна [7; 8; 9; 10; 11; 12].  
 Міжнародні видання [15; 16; 19].  
 Інформаційні ресурси Інтернет [25; 27; 28; 30].

## ТЕМА 7. АУДИТОРСЬКО - КОНСАЛТИНГОВІ ФІРМИ

**Мета лекції:** ознайомитись з незалежним аудитом фінансової звітності, що підвищує достовірність інформації, яку компанія надає інвесторам, кредиторам та інших заінтересованим особам відповідно до вимог чинного законодавства.

### План лекційного заняття

#### План лекційного заняття

1. Клієнти аудиторських і консалтингових компаній.
2. Завдання фахових асоціацій та інститутів консультування.
3. Стапи становлення ринку консультаційних послуг.
4. Сегментація ринку консалтингових послуг.
5. Менеджмент-консалтинг.
6. Особливості розвитку ринку аудиторських послуг в Україні.

**Ключові терміни та поняття:** консалтинг, аудит, незалежний аудит фінансової звітності, клієнти аудиторських і консалтингових компаній, глобальний ринок консалтингових послуг, фахові асоціації та інститути консультування, величина консалтингового сектора, менеджмент-консалтинг, перспективні напрями становлення управлінського консультування, спеціалізовані компанії з управління персоналом, консалтинг у сфері малого і середнього бізнесу, фінансовий консалтинг, особливості розвитку ринку аудиторських послуг в Україні.

### 1. Клієнти аудиторських і консалтингових компаній.

В умовах європейської інтеграції зростає попит на послуги з консалтингу і аудиту. Це зумовлено необхідністю застосування світових стандартів ведення бізнесу і потребою запозичення європейського досвіду вітчизняними управлінцями у сфері злиття і поглинання, зміни внутрішньої структури вітчизняних компаній, ризик-менеджменту, оподаткування і звітування. Наявність професійних аудиторів і консультантів на фінансовому ринку забезпечує швидке та ефективне вирішення питань підприємницької діяльності. Незалежний аудит фінансової звітності підвищує достовірність інформації, яку компанія надає інвесторам, кредиторам та інших заінтересованим особам відповідно до вимог чинного законодавства.

Зазвичай клієнтами аудиторських і консалтингових компаній є акціонерні товариства та великі підприємства. Запрошення професіоналів є свідченням високого рівня ділової культури та прагнення керівників компанії залучити найкращий інтелектуальний капітал наявний на ринку.

### 2. Завдання фахових асоціацій та інститутів консультування.

Однією з основних проблем сучасного світового ринку консалтингових послуг є нерегульованість, відсутність чітких стандартів і стратегій ведення консалтингового бізнесу, несистематизований підхід до структуризації галузі й асиметрія консалтингової інформації. Зі становленням глобального ринку консалтингових послуг виникла об'єктивна потреба в інститутах, які б організовували, регулювали і сприяли ефективності діяльності численних міжнародних консалтингових фірм. Основним завданням фахових асоціацій та інститутів консультування є забезпечення і гарантування високої якості консалтингових послуг і рівня професійної кваліфікації своїх членів.

Починаючи з 1987 р., проводилися Всесвітні конференції менеджмент-консультантів у Парижі (1987 р.), Нью-Йорку (1990 р.), Римі (1993 р.), Йокогамі (1996 р.), Берліні (2000 р.). У документах 4-го Всесвітнього конгресу консультантів зазначається, що консалтинг перетворився у всесвітню галузь економіки – індустрію, яка знаходиться в процесі становлення. Одними з найбільших світових консалтингових об'єднань є Міжнародна рада інститутів управлінського консультування (ICMCI), Асоціація менеджмент-консалтингових фірм (АМКФ), Європейська федерація асоціацій управлінського консультування (FEACO). Крім професійних консалтингових асоціацій, існують також організації, які до числа консультантів включають інших спеціалістів з



менеджменту, викладачів, професійних менеджерів, бізнес-тренерів. Серед них, зокрема, Європейський фонд розвитку менеджменту (EFMD), Асоціація розвитку менеджменту країн Центральної та Східної Європи (CEEMAN), Американська асоціація менеджменту (AMA), Всеяпонська федерація менеджмент-організацій (ZEN-NOH-REN).

### 3. Стапи становлення ринку консультаційних послуг.

Експерти виділяють наступні етапи становлення ринку консультаційних послуг в Україні:

1-й етап – 1990-1995 рр. Даний етап характеризується появою західних менеджмент-консалтингових (МК) компаній. На ринку України набули розвитку представництва значних МК компаній – “Bein”, “PriceWaterhouse”, “Deloitte & Touche”, “Coopers & Lybrand”, “Ernst & Young Ukraine”, “KPMG”, “Baker McKenzie”, “Barents Group, LLC”, “Arthur Andersen”, “Roland Berger & Partners”, “Dr. Wisselhuber & Partners” та ін. Ці структури позицінують на ринку України таким чином, що або ж супроводжуючи своїх традиційних клієнтів, або ж як реалізатори проектів технічної допомоги, що фінансуються міжнародними донорськими організаціями. Лише незначна кількість малих фірм з метою розширення географії бізнесу ризикнули вийти на ринок України в пошуках нового клієнта. У 1992 р. в Україні була створена Асоціація консалтингових фірм “Укрконсалтинг”. Головною метою цієї структури було створення консультантів-посередників для забезпечення процесу масової приватизації в Україні. Ініціатором створення “Укрконсалтингу” був ФДМУ.

2-й етап – 1995-2000 рр. відзначається появою вітчизняних консалтингових фірм. За результатами роботи та здійсненням проектів технічної допомоги виникають такі компанії як: Київ Менеджмент Консалтинг, Український центр післяприватизаційної підтримки підприємств (ЦППП) у м. Києві, ЦППП у м. Харкові, ЦППП у м. Одесі (“Євроконсалт”), у м. Львові – Західно-Український Менеджмент Консалт, Центр реструктуризації вугільної промисловості – в м. Донецьку. У цей же період активізується розвиток таких українських консалтингових компаній, як: “Spectr, Sach & Company”, “Укрбізнесконсалтинг”, “ProConsult”, “Укрон”, “Project Consulting Group”, “Національне управління ресурсами”, “Рубин-Інвест- Консалтинг” та інших. З'являються малі консалтингові об'єднання “ОКО” (Об'єднані консультанти) – 9 організацій фундаторів, “КМК група” – 4 юридичні особи. У 1998 р. – зареєстрована УАМК – Українська асоціація менеджмент - консультантів за підтримки ФДМУ і Світового Банку. Головними статутними завданнями фахових асоціацій та інститутів консультантів є забезпечення і гарантування високої якості консалтингових послуг шляхом використання високого рівня професіоналізму персоналу. З урахуванням реалізації саме таких принципів діяльності, і була створена Українська асоціація менеджмент-консультантів (УАМК)

3-й етап – 2000-2001 рр. Даний етап характеризується створенням Української асоціації менеджерів-консультантів (УАМК). Оскільки ситуація у сфері менеджмент-консультаційних послуг стала поліпшуватися, УАМК шляхом організації і проведення цільових конференцій, участі у виставках і проектах, роботі з міністерствами і відомствами, публікації статей у фахових виданнях, створення web-сайтів у мережі Інтернет зуміла зробити інформацію про менеджмент-консалтингові компанії і їх послуги більш доступною для потенційних споживачів.

4-й етап – 2001-2004 рр. Основними видами послуг консультаційного обслуговування стають постприватизаційна підтримка підприємств, маркетингові дослідження, організація системи маркетингу на підприємствах, розробка ділових стратегій розвитку, пошук партнерів та інвесторів, використання public relations-послуг, проведення рекламної кампанії тощо.

5-й етап – 2004-2009 рр. Для даного етапу характерним є те, що найбільшим попитом користуються консультації з аудиту, оподаткування, управління персоналом, впровадження нових стандартів якості. У 2008-2009 рр. із поглибленням економічної кризи в Україні активність деяких західних фірм або вщухає, або “заморожується” з надією на поліпшення кон’юнктури ринку консультаційних послуг. Основними причинами такої ситуації стали: складна макроекономічна ситуація та загальне зниження ділової активності суб’єктів господарювання; низький рівень культури роботи з незалежними експертами; недостатня платоспроможність клієнтів; неспроможність оцінити корисність консалтингових послуг; відсутність гарантій конкретних результатів і позитивного ефекту від консультування.

6-й етап – 2009–2014 рр. Цей етап характеризується тим, що політико-економічна нестабільність в країні призвела до відтоку іноземних інвестицій, зменшення платоспроможності підприємств та надії на поліпшення кон'юнктури ринку консультаційних послуг

Новий етап формування ринку консультаційних послуг в Україні був пов'язаний з інтервенцією ІТ, створенням нових консультаційних продуктів, що зв'язані з автоматизуванням процесів управління підприємством. Відносно колонізації ринку консультування фірмами, що надають інформаційні технології, свідчить той факт, що більше 80% учасників річної виставки «Управління підприємством» пропонували консультаційні продукти, в основі яких програмні продукти. На сьогоднішній день можна сказати, що консалтинговий ринок в Україні прямує в сторону ІТ-продуктів. Економічні науки технологій управління (створення процесного управління, збалансованої системи показників, бюджетування та ін.)

#### 4. Сегментація ринку консалтингових послуг.

Об'єктивно оцінити **величину консалтингового сектора**, а також визначити його частку в економіці України є складним завданням. Це зумовлено такими причинами: згідно з Державним класифікатором видів економічної діяльності в Україні консалтинг не виділений як окремий вид економічної діяльності, що не дає змоги підприємствам вести статистичну звітність за цим напрямом діяльності; складність співпраці українських фірм із консультантами, що базується на відсутності витрат у фінансовій звітності фірм; значна частка тіньової економіки в країні, що спричиняє похибки у статистичних даних по доходах фірм, секторів економіки та країни загалом. Останнім часом з'являються консалтингові фірми, розробили свою методологію роботи, володіють унікальними консалтинговими технологіями, створили нові підходи і методи розв'язання управлінських проблем, що характерні саме для українського бізнесу.

Порівняно із підприємствами розвинутих країн, які часто співпрацюють з консультантами, що надають послуги з питань управління та комерційної діяльності, вітчизняні підприємства аналогічні послуги використовують не часто. Відчувається недовіра українських підприємств цієї інфраструктурної складової ринку.

Не дивлячись на велику популярність в Україні на сьогоднішній день не існує загальновизнаного класифікатора консультаційних послуг, що суттєво стримує зростання попиту.

Сьогодні ринок консалтингових послуг в Україні оцінюється у 200 млн. дол., причому його структурна конфігурація за сферами консультування має такий вигляд: на податковий і юридичний консалтинг припадає 30 % ринку, на стратегічне консультування — 13 %, на фінансове консультування — 17 %, на консалтингову підтримку впровадження ІТ-технологій — 21 %, на консультування з питань управління персоналом — 11 %, на консультування з операційного менеджменту — 8 %.

Характеризуючи структуру клієнтів консалтингових послуг в Україні, варто зазначити, що найбільш активними споживачами є компанії, що діють на швидкозростаючих ринках харчової, фармацевтичної, металургійної, будівельної промисловості, торгового бізнесу. Транспортні та енергетичні компанії тільки-но почали звертатися за порадами до консультантів. Останнім часом навіть державні органи є клієнтами консалтингових компаній.

Серед найактивніших чинників, що формують попит на консалтингові послуги в Україні, слід виокремити прагнення до формування прозорого бізнесу, який системно працює та забезпечує його власникам зростання прибутковості. Тому залучення такого інтелектуального ресурсу як консультування є об'єктивною необхідністю для забезпечення довгострокового стратегічного розвитку сучасної компанії.

За останніми експертними оцінками нині в Україні працює понад 500 вітчизняних компаній, що займаються наданням консультаційних послуг. Поруч із вітчизняними консультаційними фірмами працюють транснаціональні аудиторські та консалтингові корпорації такі, як: Deloitte & Touche Tohmatsu International, PriceWaterhouseCoopers (PwC), Ernst & Young, KPMG, McKinsey & Company, Booz-Allen & Hamilton. Більшість цих фірм входять до складу так званої «великої четвірки» - найбільші у світі компанії в сфері аудиту і консалтингу. Перевагами таких фірм є, в першу чергу, відомий бренд, комплексне вирішення проблеми, висока кваліфікація персоналу, перевірена якість послуг. Вони спеціалізуються на обслуговуванні великих компаній та пропонують весь спектр управлінських послуг для вирішення найскладніших

проблем. Представники групи «великої четвірки» займаються також і дослідницькою діяльністю, що дозволяє їм постійно удосконалюватись. Вузкоспеціалізовані фірми, як правило, надають консалтингові послуги представникам дрібного і середнього бізнесу та працюють в обмеженому секторі консультування.

Ринок консалтингових послуг чітко сегментований і конкуренція між продавцями консалтингових продуктів, в основному, ведеться у середині свого сегменту. Сучасний розвиток консалтингового бізнесу показав, що утворені невеликі консультаційні фірми не прагнуть до послуг, що надаються провідними компаніями (фінансовий менеджмент, маркетинг, управління персоналом, зовнішньоекономічна діяльність, тощо) даючи їм можливість мати переваги у боротьбі за клієнта перед конкурентами. Безумовно, репутація транснаціональних корпорацій безперечна і рівень їх консультаційного обслуговування є надзвичайно високим, проте, клієнт дуже часто надає переваги більш близьким взаєминам із невеликою консультаційною фірмою.

Аналізуючи вітчизняний ринок консалтингових послуг можна спостерігати його стрімкий розвиток. Однак, незважаючи на те, що значна кількість компаній відчуває необхідність консультаційної допомоги, попит на консалтингові послуги в Україні залишається низьким. Основними причинами такої ситуації є: затяжна фінансово-економічна криза, складна макроекономічна ситуація та загальне зниження ділової активності, відсутність культури роботи з незалежними експертами, недотримання принципу конфіденційності, незахищеність клієнтів консалтингових фірм на законодавчому рівні та їх низька платоспроможність, відсутність гарантій та стандартів якості консультаційних послуг, складність отримання об'єктивної інформації про відповідні фірми, недосконалість законодавства, відсутність класифікатора консалтингових послуг в Україні та відповідних спеціалізованих органів регулювання.

Для вирішення зазначених проблем можна запропонувати такі напрями удосконалення: навчання консультантів співпраці з клієнтами, розробка власної ексклюзивної методології; створення перспективних професійних об'єднань, які допоможуть захистити ринок від некваліфікованих консультантів; розробка заходів для підвищення популярності професії консультанта; покращення якості консалтингових послуг в Україні за допомогою фахівців в галузях науки та промисловості; легітимізація сфери управлінського консультування в контексті суспільного визнання цінності консультаційної діяльності; реєстрація в державному класифікаторі такого виду економічної діяльності, як консалтинг; створення еталонних принципів діяльності членів професійної спільноти; належна організація інформаційного забезпечення для подолання бар'єра закритості і непрозорості консалтингового процесу; розширення доступу національних консалтингових компаній до таких сегментів ринку як консультування державного сектору виконання міжнародних проектів; адаптація зарубіжного досвіду до умов вітчизняної економіки; зменшення кількості залучень закордонних експертів для здешевлення цін консультаційних послуг в країні, що зробить їх більш доступними; введення рейтингу консалтингових фірм для поліпшення якості консалтингових послуг.

Особливості функціонування ринку консультування визначаються специфікою самого товару — консалтингової послуги, яка за своєю сутністю є інтелектуальним продуктом, що залишається у розпорядженні клієнта після завершення консультування. І тому компанії повинні уміти доносити до споживача та переконати його в тому, що велика частка їхнього бізнесу є продуктом інтелектуальної праці, яку потрібно постійно оновлювати, розвивати та здійснювати пошук нових конкурентних переваг. Завдання консультантів – не допустити процес зниження компетенції персоналу фірми у випадку використання застарілих отриманих знань.

## 5. Менеджмент-консалтинг.

Особливе значення має **менеджмент-консалтинг**. За визначенням Європейської федерації асоціацій консультантів з економіки та управління, управлінський консалтинг охоплює широкий спектр послуг і може бути визначений як надання незалежної консультації та допомоги з питань управління, що, як правило, включає виявлення і дослідження проблем і можливостей, рекомендації щодо відповідних заходів і допомога в їх реалізації. Послуги можуть включати розробку стратегії, комерційну передінвестиційну експертизу (Due Diligence), супровід IPO,

оптимізацію бізнес-процесів, IT-послуги. Широкий спектр послуг з управлінського консалтингу надають компанії «Великої трійки».

Серед вітчизняних дослідників багато праць проблемам управлінського консалтингу присвятила В. А. Верба, яка визначає управлінське консультування як науково-професійну діяльність консультантів зі створення інтелектуальних продуктів надання незалежних професійних послуг, що покликані допомогти керівникам підприємств у реалізації організаційних цілей і завдань розвитку шляхом вирішення управлінських і ділових проблем, виявлення і використання нових можливостей, упровадження змін і навчання.

Серед **перспективних напрямів становлення управлінського консультування** розвитку вітчизняних підприємств у майбутньому мають крос-функціональні сфериконсалтингу, у тому числі впровадження корпоративного управління, розроблення систем фінансового і процесного управління та ризик-менеджменту, поширення систем управління вартістю компанії та консультаційний супровід проєктів злиттів і поглинань компаній тощо.

Д. В. Мангушев визначає управлінське консультування як вид управлінської діяльності консультантів з надання незалежних, професійних, кваліфікованих послуг певним суб'єктам господарювання із інтелектуального потенціалу, що дозволить керівникам підприємств швидко реагувати на організаційні зміни внутрішнього і зовнішнього середовища, своєчасно виявляти і використовувати нові можливості, впроваджувати зміни і організувати навчання.

Аналізуючи зростання **кількісних параметрів управлінського консультування** як у глобальному середовищі, так і окремих країнах, Д. В. Мангушев зазначає, що його темпи перебувають у прямій залежності від динаміки сфер матеріального і нематеріального виробництва. Розвиток управлінського консультування різних країнах світу підтверджує гіпотезу про наявність тісного зв'язку між рівнем розвитку економіки країни, розвиненістю наукового та інноваційно-промислового потенціалів.

З огляду на мінливість українського законодавства користуються попитом **юридичні консалтингові послуги**, що включають реєстрацію/ліквідацію компанії, вирішення судових суперечок, податкове управління, працевлаштування і міграцію робітників тощо.

На вітчизняному ринку наявні **спеціалізовані компанії з управління персоналом**. До таких консалтингових послуг належать розробка і впровадження систем управління персоналом, HR-адміністрування, HR-консалтинг і аутстафінг, пошук і підбір персоналу, тренінги і семінари, консультування трудового законодавства.

В Україні особливого розвитку набуває **консалтинг у сфері малого і середнього бізнесу**.

Європейський банк реконструкції та розвитку започаткував програму ділових консалтингових послуг для підприємств малого і середнього бізнесу в Україні, що покликана допомогти залучити українські консалтингові фірми до вирішення певних бізнес-завдань і проблем, а також підвищити попит на консалтингові послуги серед представників середнього і малого бізнесу. У рамках програми надаються консультативні послуги із питань маркетингу, бізнес-планування, впровадження ISO та інших стандартів, автоматизації, реорганізації реструктуризації, пошуку інвесторів, енергозбереження і покращення екології. Пріоритетними галузями є виробництво продуктів, фармацевтика, торгівля, туризм, нерухомість, будівництво та інженерні роботи.

Вітчизняних представників малого і середнього бізнесу цікавлять такі консалтингові послуги, як диверсифікація продукту, стратегія виходу на новий ринок, оптимізація логістики, створення ефективної цінової політики, мерчендайзинг і матеріали для точок продажу, контроль якості за реструктуризацією та оптимізацією витрат.

Європейський ринок консалтингу разом з північноамериканським є найбільшим у світі.

## 6. Особливості розвитку ринку аудиторських послуг в Україні.

**Аудитори** відіграють важливу роль на фінансових ринках, оскільки зменшують рівень інформаційної асиметрії між менеджерами компанії та її власниками шляхом перевірки фінансової звітності, моніторингу якості інформації.

Згідно з вітчизняним законодавством аудитом вважається перевірка обліку і фінансової звітності, всі інші послуги є супутніми. Сьогодні в Україні поширені такі аудиторські послуги:

оптимізація оподаткування, бухгалтерських облік, перехід на МСФО, фінансовий аналіз, реструктуризація фінансової служби, організація служби контролінгу, розробка правил внутрішнього обліку операцій з цінними паперами і стандартів депозитарної діяльності для професійних учасників ринку цінних паперів.

До **особливостей розвитку ринку аудиторських послуг в Україні** можна віднести такі:

- 1) нерівномірність розподілу кількості аудиторських фірм і вартості аудиторських послуг за регіонами;
- 2) переважна більшість клієнтів аудиторських фірм представлена саме підприємствами не виробничої сфери;
- 3) на відміну від світових тенденцій відокремлення консалтингових послуг від аудиторських шляхом їх виділення зі створенням окремого суб'єкта господарювання або зменшення їх обсягу, у вітчизняних аудиторських фірмах вони тісно поєднані.

#### **План самостійної роботи здобувачів вищої освіти**

1. Основні проблеми сучасного світового ринку консалтингових послуг.
2. Перспективні напрями становлення управлінського консалтингу.
3. Європейський ринок консалтингу.
4. Стимулюючі фактори розвитку ринку консалтингових послуг.
5. Сегментація європейського ринку консалтингу.

#### **Питання для самоконтролю**

1. Світовий ринок консалтингових послуг.
2. Етапи становлення ринку консультаційних послуг.
3. Оцінка величини консалтингового сектору.
4. Сегментація ринку консалтингових послуг України.
5. Темпи розвитку ринку консалтингових послуг.
6. Менеджмент-консалтинг.
7. Консалтинг у сфері малого і середнього бізнесу.
8. Юридичні консалтингові послуги.
9. Компанії з управління персоналом.
10. Сегментація європейського ринку консалтингу.
11. Особливості розвитку ринку аудиторських послуг в Україні.

#### ***Рекомендовані літературні джерела:***

Основна [2; 3; 5; 6].

Допоміжна [7; 8; 9; 11; 12].

Міжнародні видання [15; 16; 18; 19].

Інформаційні ресурси Інтернет [20-23; 25; 27; 28; 30].

## ТЕМА 8. ІНФОРМАЦІЙНО-РЕЙТИНГОВІ АГЕНЦІЇ

**Мета лекції:** вивчити діяльність рейтингових агенств, які накопичують інформацію про емітентів цінних паперів, про рейтинги і дефолти, що сприяє створенню певної статистичної бази.

### План лекційного заняття

#### План лекційного заняття

1. Рейтинг за національною шкалою.
2. Рейтингування у сфері банківського сектору.
3. Ринок рейтингових агенцій в Україні.
4. Процедура рейтингування.
5. Повноваження регулюючого органу рейтингових агенств.
6. Визначення рейтингової оцінки законодавством.
7. Рейтингова оцінка боргових зобов'язань України в іноземній валюті.
8. Рейтинги, що надаються уповноваженими рейтинговими агенствами ЄС.
9. Методика оцінки кредитного рейтингу.
10. Аналіз бізнес-ризиків.
11. Рейтинг інфраструктури ринку капіталу.
12. Рейтинг центрального депозитарію.

**Ключові терміни та поняття:** рейтингові агенства, рейтинги, процедура рейтингування, рейтинг на основі моделі, обов'язкового визначення рейтингової оцінки законодавством, рейтинги інвестиційної привабливості і корпоративного управління, основні кількісні показники для оцінки корпоративного управління, рейтинг інфраструктури ринку капіталу, центральний депозитарій, рейтинг центрального депозитарію, ризик резервування активів, ризик ліквідності, ризик контрагента, ризик безпеки активів, ризик обслуговування активів, фінансовий ризик, операційний ризик, ризик управління і прозорості.

### 1. Рейтинг за національною шкалою.

**Рейтингові агенства** відіграють ключову роль у зменшенні інформаційної асиметрії на фінансових ринках. Вони накопичують інформацію про емітентів цінних паперів, про рейтинги і дефолти, що сприяє створенню певної статистичної бази. Емітенти з нижчим кредитним рейтингом залучають фінансові ресурси з більш високою вартістю, ніж емітенти з вищим кредитним рейтингом, що є відображення премії за ризик. Крім того, **рейтинги** — визначальний критерій для включення тих чи інших боргових цінних паперів до портфеля деяких інституційних інвесторів. Так, згідно з положеннями Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку страхові компанії та недержавні пенсійні фонди мають право інвестувати лише в облігації з інвестиційним рейтингом за Національною шкалою.

В Україні регулювання діяльності уповноважених рейтингових агенцій здійснює НКЦПФР, яка також визначає перелік міжнародних рейтингових агенцій, які мають право визначати обов'язкові за законом рейтингові оцінки емітентів та цінних паперів. В Україні існує своя національна шкала кредитних рейтингів. Рейтинги в Україні складаються відповідно до Правил визначення уповноваженою рейтинговою агенцією рейтингової оцінки за Національною рейтинговою шкалою.

Згідно з даними, які наводяться на сайті НКЦПФР, існує три уповноважених рейтингових агенції, які мають право визначати обов'язкові за законом рейтингові оцінки емітентів і цінних паперів в Україні:

- – ТОВ “Рейтингове агенство “ІВІ-Рейтинг” (дата видачі свідоцтва – 12 квітня 2010 р., м. Київ);
- – ТОВ “Рюрік” (дата видачі свідоцтва – 12 квітня 2010 р., м. Київ);
- – ТОВ “Рейтингове агенство “Експерт-Рейтинг” (дата видачі свідоцтва – 9 червня 2010 р., м. Київ).

Окрім українських компаній, також мають право визначати обов'язкові за законом рейтингові оцінки всі три міжнародні кредитні агенції, міжнародні рейтингові агенції, а також дочірні компанії, які перебувають під операційним контролем “Moody's Investors Service Inc.”.

## **2. Рейтингування у сфері банківського сектору.**

Вітчизняні дослідники та науковці велику увагу приділяють рейтингуванню у сфері банківського сектору. Б. В. Самородов у дослідженні сучасного стану процесу публічного рейтингування українських банків розглядає такі питання: використання Національним банком України відкритих систем рейтингування, оцінювання банківської діяльності і побудова публічних рейтингів банків.

Автор робить висновок, що існує потреба у розробці методологічних засад організації публічного рейтингування банків, розвитку методичних підходів до визначення рейтингових позицій на основі побудови моделей діагностики діяльності банку і розробці відповідного розрахункового інструментарію на основі системи підтримки прийняття рішень.

Н. Б. Цибульська досліджує зародження банківського рейтингування в Україні та вивчає демонополізацію ринку рейтингових послуг. На її думку, банківське рейтингування розвивається значними темпами як на міжнародному, так і національному рівнях, тому рейтинги стають невід'ємним атрибутом банків як засіб виходу на внутрішні та зовнішні ринки.

Використання рейтингових оцінок банків сприяє зростанню довіри до вітчизняних емітентів і покращенню інвестиційної привабливості українських банків і країни загалом; підвищенню ефективності інформаційного забезпечення у прийнятті інвестиційних рішень; зростанню надійності і можливості передбачати наслідки фінансових операцій за рахунок наявності незалежної кваліфікованої думки третьої особи; збільшенню обсягів кредитних і депозитних операцій і поліпшенню їх якості внаслідок зменшення витрат на збирання та обробку інформації.

## **3. Ринок рейтингових агенцій в Україні.**

С. І. Брус досліджує ринок рейтингових агенцій в Україні і вважає, що він має бути демонополізований, удосконалений і врегульований законодавством як гідна альтернатива міжнародним агентствам, які можуть більш оперативно реагувати на процеси в економіці, політиці та банківській системі.

Основними дискусійними питаннями серед зарубіжних науковців залишаються регулювання рейтингових агентств та їх незалежність. Yilmaz Bayag вважає, що нові положення про регулювання рейтингових агентств сприятимуть підвищенню їх прозорості і підзвітності, а також зменшать надмірну залежність від них. Водночас, на думку автора, вони в жодному разі не усувають конфлікт інтересів і не сприяють підвищенню конкуренції на ринку рейтингових послуг у короткостроковому періоді.

Dimitar Rafailov зазначає, що через неадекватне регулювання і відсутність механізмів, спрямованих на забезпечення їх об'єктивності, рейтингові агентства стали критичним компонентом фінансової системи. Це сприяло створенню умов для виникнення конфлікту інтересів, який стимулював учасників ринку, з одного боку, створювати і, з другого боку, інвестувати в фінансові інструменти з завищеним рейтингом. Все це призвело до виникнення фінансової кризи 2008-2009 рр. На думку автора, крім більш жорстких правил регулювання рейтингових агентств необхідно знайти альтернативу кредитним рейтингам.

## **4. Процедура рейтингування.**

**Процедура рейтингування** — це комплекс дій по співпраці рейтингового агентства і компанії-замовника, що забезпечує цілісність і достовірність рейтингового дослідження. Зробивши огляд процедур рейтингування уповноважених рейтингових агентств України, ми сформуваємо загальну послідовну модель етапів цієї процедури (рис.8.1).

У міжнародній практиці підхід, що зображений на рис. 8.1, має назву «Рейтинг на основі аналізу» (Analyst driven ratings), тобто до оцінки кредитоспроможності компанії-замовника залучається команда фахівців аналітиків, що отримують інформацію про фінансовий стан замовника від нього самого, шляхом спілкування з керівництвом, а також з публічних засобів інформації. І, застосувавши математичні та аналітичні методи, роблять висновок про фінансовий стан, корпоративне управління, стратегію і ризики компанії.



**Рис.8.1. Рейтинг на основі аналізу**

Існує також альтернативний підхід «**Рейтинг на основі моделі**» (Model driven ratings), яким користуються невелика кількість рейтингових агентств, що зосереджуються виключно на аналізі фінансових даних за допомогою математичних моделей.

### **5. Повноваження регулюючого органу рейтингових агентств.**

Відповідно до Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30.10.1996 № 448/96-ВР **регулюючим органом рейтингових агентств в Україні є НКЦПФР, яка:**

- встановлює порядок ведення і веде Державний реєстр уповноважених рейтингових агентств;
- встановлює правила визначення уповноваженим рейтинговим агентством рейтингової оцінки за Національною шкалою;
- встановлює порядок подання Рейтинговим агентством інформації до Комісії;
- відповідність рівнів рейтингових оцінок за шкалою міжнародних рейтингових агентств рівням за Національною шкалою;
- узагальнює досвід і практику діяльності Рейтингових агентств;
- забезпечує публічність визначених рейтингових оцінок<sup>[266]</sup>.

Уповноважені рейтингові агентства мають надавати НКЦПФР річну і щомісячну інформацію. Ця норма законодавства зменшує ризик зловживання і маніпулювання інформацією з боку рейтингових агентств на фінансовому ринку.

У складі річної інформації мають бути основні відомості про уповноважене рейтингове агентство із зазначенням інформації про пов'язаних осіб та їх пов'язаності з учасниками ринків фінансових послуг; відомості про володіння цінними паперами (частками, паями); інформація про перелік емітентів та цінних паперів, до яких здійснено рейтингову оцінку. Щомісячна інформація складається з інформації про емітентів цільових облігацій, за якими у звітному місяці настають строки погашення, і про рівень кредитного рейтингу таких облігацій.



## 6. Визначення рейтингової оцінки законодавством.

До обов'язкового визначення рейтингової оцінки законодавством зобов'язуються:

- 1) підприємства, у статутних капіталах яких є державна частка;
- 2) підприємства, що мають стратегічне значення для економіки та безпеки держави;
- 3) підприємства, які займають монопольне (домінуюче) становище.

Також визначення рейтингової оцінки потребують усі види боргових та іпотечних цінних паперів, емітовані шляхом публічного розміщення на фондовій біржі. Винятком є державні цінні папери та цінні папери, емітовані Державною іпотечною установою. Рейтингові оцінки, отримання яких є обов'язковим, мають право визначати виключно ті рейтингові агентства, які уповноважені НКЦПФР. Є 6 вітчизняних рейтингових агентств: «ІВІ-Рейтинг», «Рюрік», «Експерт-Рейтинг», «Кредит-Рейтинг», «Українське кредитно-рейтингове агентство» та «Стандарт Рейтинг». З 2006 р. в Україні уповноваженими також є 3 міжнародні рейтингові агентства — «Moody's Investors Service», «Standard & Poor's» і «Fitch Ratings», головний офіс яких розташований у Нью-Йорку («Fitch Ratings» має два головні офіси, один з яких у Лондоні). У 1975 р. вони першими здобули статус статистичних рейтингових організацій від Комісії з цінних паперів США, хоча рейтингову діяльність почали значно раніше і на сьогодні вони працюють на фінансових ринках у більш ніж 150 країнах світу.

## 7. Рейтингова оцінка боргових зобов'язань України в іноземній валюті.

Український уряд розпочав співпрацю з міжнародними рейтинговими агентствами у 1997 р., коли вперше виникла необхідність рейтингової оцінки боргових зобов'язань України в іноземній валюті. Того ж року було присвоєно рейтинги агенціям «Rating and Investment Information», «Moody's», «Standard and Poor's». Угоду про співпрацю з агентством «Fitch Ratings» було підписано наприкінці 2000 р.

Проаналізувавши типи рейтингів, які надають уповноважені рейтингові агентства в Україні, можна стверджувати, що основними видами рейтингів є кредитні, рейтинг надійності банківських вкладів і рейтинг фінансової стійкості страхової компанії. Деякі агентства пропонують й інші види рейтингів, зокрема, рейтинг інвестиційної привабливості та рейтинг корпоративного управління. Майже всі рейтингові агентства пропонують консалтингові та аналітичні послуги.

Інформацію про діючі рейтинги уповноважених рейтингових агентств було зібрано на основі їх публічно доступних рейтинг-листів. Найбільша кількість діючих рейтингів присвоєна такими рейтинговими агентствами, як «ІВІ-Рейтинг», «Кредит-Рейтинг» і «Українське кредитно-рейтингове агентство». З цього можемо зробити висновок, що згадані рейтингові агентства є лідерами ринку і користуються довірою учасників фінансового ринку.

**Рейтинги інвестиційної привабливості і корпоративного управління** непопулярні серед вітчизняних емітентів, що говорить про те, що рейтинг як інструмент побудови іміджу на ринку капіталів наразі є недооціненим.

Регулювання питань рейтингування в Європейському Союзі і визначення переліку уповноважених рейтингових агентств здійснює Європейська комісія з цінних паперів та ринків (European Securities and Markets Authority). Рейтингові агентства «Великої трійки» займають понад 90 % ринку послуг рейтингування в Європі, незважаючи на значну кількість європейських рейтингових агентств.

Зазвичай, рейтингові агентства надають такі додаткові (допоміжні) послуги: комплексні дослідження стану економіки країни, окремих галузей і компаній; ризик-консалтинг; дослідження ринку взаємних фондів; консультаційні послуги.

Часто міжнародні рейтингові агентства не зацікавлені у веденні бізнесу в країнах, що розвиваються, через недостатність і непрозорість інформації, що може призвести до надання хибного рейтингу і втрати репутації. Для покращення стану фінансового ринку і залучення іноземних інвестицій органи державної влади певної країни мають підвищити інформаційну прозорість. З іншого боку, така ситуація сприяє розвитку локальних рейтингових агентств, які зазвичай краще обізнані про стан економіки та особливості ведення в даній країні.

Згідно з «Положенням № 1060/2009 Європейського Парламенту від 16.09.2009 для кредитних рейтингових агентств» рейтингові агенції повинні розкривати громадськості

інформацію про методологію, моделі і ключові рейтингові припущення, які вони використовують у своїй кредитно-рейтинговій діяльності. Рівень деталізації при розкритті інформації стосовно моделей повинен надавати користувачам кредитних рейтингів достатньо інформації для того, щоб вони могли здійснити власне всебічне дослідження для оцінки надійності чи ненадійності цих кредитних рейтингів. У той же час розкриття інформації про моделі не повинно висвітлювати комерційну інформацію конфіденційного характеру або серйозно перешкоджати інноваціям.

## 8. Рейтинги, що надаються уповноваженими рейтинговими агентствами ЄС.

**Рейтинги, що надаються уповноваженими рейтинговими агентствами ЄС, є більш різноманітні порівняно з українськими, і поділяються на такі групи:**

- кредитні рейтинги емітента/випуску (корпоративні рейтинги);
- суверенні рейтинги: рейтинги країн, наднаціональних інститутів, центральних банків;
- рейтинги публічних установ: університетів, громадських лікарень, аеропортів, пенсійних фондів і компаній з управління їх активами;
- рейтинги боргових зобов'язань муніципальних органів влади;
- рейтинги фінансових установ: банків, страхових компаній, інвестиційних фондів, компаній з управління активами, іпотечних установ, кредитних спілок;
- рейтинг структурованих активів;
- проектні рейтинги;
- рейтинг товарів, що торгуються на біржі (Commodity Rating);
- рейтинги певних ринків; наприклад, ринку нерухомості;
- рейтинг фінансових гарантів/поручителів.

## 9. Методика оцінки кредитного рейтингу.

Основним рейтингом, який надають усі рейтингові агентства, є **кредитний**. Методологія його оцінки у вітчизняних і зарубіжних рейтингових агентствах подібна і включає такий аналіз:

- 1) ринкового середовища і місця емітента на ринку;
- 2) бізнес-ризиків;
- 3) операційної діяльності;
- 4) фінансової стабільності емітента

**Кредитні рейтинги** використовуються як інвесторами, так і позичальниками. Для інвесторів рейтинг — це зручний інструмент виміру можливих ризиків під час аналізу об'єкта інвестицій. Для позичальника рейтинг — це можливість залучення коштів від більш широкого кола кредиторів, а також потенціальне зменшення ціни залученого капіталу. На ринках країн, що розвиваються, наявність у компанії рейтингу свідчить про її потенціальну прозорість, підвищує конкурентоспроможність і репутацію.

У процесі надання рейтингу підприємству європейські рейтингові агентства приділяють також увагу політичному ризику і ризику країни. Політичний ризик поділяється на дві категорії: стабільність уряду і навантаження на бізнес. Аналіз охоплює такі аспекти, як податкове навантаження, наявність верховенства права, умови для ведення бізнесу, валютна політика. Особливо до такого ризику схильні емітенти ринків країн, що розвиваються.

## 10. Аналіз бізнес-ризиків.

Одним із **аспектів бізнес-ризиків** є якість корпоративного управління і прозорість. Проаналізувавши методології європейських рейтингових агентств, можна зробити висновок про важливість оцінки якості корпоративного управління у прийнятті рішення про надання кредитного рейтингу тому чи іншому емітенту.

**Основні кількісні показники для оцінки корпоративного управління** такі:

- стратегічний план компанії: період, який він охоплює і частота перегляду;
- кількість стратегічних цілей і показники їх досягнення;
- кількість робітників компанії;

- кількість дочірніх підприємств;
- кількість галузей, в яких оперує дана компанія;
- частота зустрічей акціонерів;
- кількість членів ради директорів і частота їх зустрічей;
- кількість комітетів ради директорів і частота зустрічей.

Доречно також розглянути, які типи комітетів ради директорів були створені та їх обов'язки. Також важливим є аналіз професійних резюме управлінців, склад виконавчих і невиконавчих членів ради директорів, процеси делегування повноважень, здійснення внутрішнього контролю та ін.

У контексті оцінки здатності компанії залучати та утримувати найталановитіших співробітників важливо зрозуміти політику винагороди компанії і на скільки вона конкурентоспроможна в певній галузі та відповідає прийнятим стандартам.

Прозорість процесу прийняття рішень є важливою характеристикою, оскільки дає можливість оцінити ефективність співпраці менеджменту і співробітників з різних сегментів бізнесу.

Отже, оцінка внутрішнього контролю, процедур аудиту та управління ризиками, а також політичних ризиків та якості корпоративного управління дає можливість з'ясувати імовірність настання загроз бізнесу і забезпечує більш точний результат у наданні кредитного рейтингу.

### 11. Рейтинг інфраструктури ринку капіталу.

У ході інвестування в міжнародні ринки капіталу та управління інвестиційним портфелем інвестор стикається з сукупністю ризиків, що пов'язані з розрахунками, зберіганням та обслуговуванням активів. Для мінімізації цих ризиків і максимізації захищеності інвестора визначається **рейтинг інфраструктури ринку капіталу**, який оцінює надійність інфраструктури ринку капіталу загалом на рівні певної країни та вплив кожного окремого ризику на інвестиційну діяльність учасників ринку.

Аналіз інфраструктури ринку капіталів певної країни охоплює ключові процедури, необхідні для проведення розрахунків та обслуговування цінних паперів, діяльність зберігачів, центральних депозитаріїв, якість клірингових і розрахункових процедур на біржах (для ринків, де немає центрального депозитарію), якість платіжних систем та ін. Також до уваги беруться інвестиційні, правові, макроекономічні, політичні і соціальні ризики.

### 12. Рейтинг центрального депозитарію.

Ключовим компонентом будь-якої ринкової інфраструктури є **центральный депозитарій**. Ці установи забезпечують формування і функціонування системи депозитарного обліку цінних паперів. Згідно з Законом України «Про депозитарну систему України» центральний депозитарій — це юридична особа, що функціонує у формі публічного акціонерного товариства і набуває статусу Центрального депозитарію з дня реєстрації Комісією в установленому порядку Правил Центрального депозитарію.

Оскільки центральний депозитарій може здійснювати іншу діяльність, не заборонену законом, можуть змінитися і ризики, що впливають на надійність такого депозитарію.

З метою підвищення безпеки активів визначається **рейтинг центрального депозитарію**. Це незалежна оцінка структури, процесів і процедур центрального депозитарію рейтинговим агентством для підвищення захищеності власників та інвесторів. Під час визначення рейтингу оцінюється прийняття центральним депозитарієм заходів зі зниження ризиків у здійсненні діяльності зі зберігання цінних паперів, клірингу та проведенню розрахунків.

Такий рейтинг дає можливість інвесторові порівняти ризикованість центральних депозитаріїв різних країн, оскільки оцінку виражено за допомогою абсолютної уніфікованої шкали.

Лідером із надання рейтингових та інформаційних послуги у галузі обліку та зберігання цінних паперів є міжнародне рейтингове агентство «Thomas Murray», що спеціалізується на наданні публічних і конфіденційних рейтингів інфраструктурних інститутів ринків капіталу різних

країн і рейтингів інфраструктури ринку капіталів як такої. Наприклад, за останні три роки компанія надала рейтинги центральним депозитаріям таких країн, як Республіка Казахстан, Ізраїль, Росія, Італія:

Методологія враховує можливості центрального депозитарію, якість і ефективність його операційної інфраструктури. Рейтинг оцінює готовність і здатність центрального депозитарію захищати своїх клієнтів та учасників ринку від збитків, також оцінюються масштаб і якість послуг центрального депозитарію. Рейтингова шкала відповідає міжнародній шкалі рейтингування — від AAA до C.

#### **Оцінка проводиться на основі аналізу схильності до восьми ключових ризиків.**

1. **Ризик резервування активів** — період часу, в який депонент втрачає контроль над своїми цінними паперами і грошовими коштами для розрахунків, тобто активи блокуються в платіжній системі центрального депозитарію до проведення розрахунків за підсумками транзакцій з цими цінними паперами. Після проведення розрахунків період, до якого належить даний ризик, продовжується до моменту, коли переказ цінних паперів і грошових коштів стає остаточним.

2. **Ризик ліквідності** — ризик виникнення недостатності цінних паперів або грошових коштів для задоволення зобов'язань депонентів у певний період часу. Ризик виникає через невчасне надходження цінних паперів або грошових коштів внаслідок певних технічних причин, а саме — в одного або в обох контрагентів по угоді недостатньо цінних паперів або грошових коштів для проведення розрахунків. Це може призвести до невиконання угоди, але не веде до дефолту.

3. **Ризик контрагента** — ризик, коли контрагент не може повністю покрити зобов'язання по розрахунках. Це повний дефолт депонента або іншого учасника ринку, включаючи центральний депозитарій. У цьому випадку учасник не може виконати свої фінансові зобов'язання перед центральним депозитарієм і перед іншими кредиторами. Цей ризик поширюється тільки на прямих клієнтів депозитарію.

4. **Ризик безпеки активів** — ризик того, що активи, які перебувають на зберіганні в центральному депозитарії, можуть бути втрачені або незаконно присвоєні через дефолт, бездіяльність, зловживання, помилки в управлінні (юридичному, операційному тощо).

5. **Ризик обслуговування активів** — ризик, що може призвести до втрат через неточність інформації, наданої депозитарієм або внаслідок некоректного виконання доручень під час проведення корпоративних подій або голосуванні за дорученням.

6. **Фінансовий ризик** — оцінює фінансову стабільність центрального депозитарію, визначає можливість депозитарію оплачувати операційні витрати за рахунок власних коштів.

7. **Операційний ризик** — ризик виникнення втрат через недоліки в інформаційних системах, внутрішньому контролі, помилки персоналу або керівництва. Для уникнення ризику рекомендується залучати до перевірки зовнішніх аудиторів.

8. **Ризик управління і прозорості** — ризик втрати через неефективне управління і недостатнє розкриття інформації<sup>[406]</sup>.

Кожен окремих ризик із зазначених вище має свою вагу у визначенні загального рейтингу.

За методологією «Thomas Murray», найбільш значним ризиком є ризик обслуговування активів. До того ж на перші три ризики (ризик обслуговування активів, ризик контрагента, операційний ризик) припадає більше половини рейтингової оцінки, а отже, ці ризики є визначальними як у рейтинговій оцінці, так і в депозитарній діяльності.

Рейтингуванням бірж і клірингових домів, а також центральних депозитарії займається і «Standart&Poor's». Їх критерії оцінки включають як традиційні корпоративні кредитні показники, так і аналіз ризиків фінансових установ

#### **План самостійної роботи здобувачів вищої освіти**

1. Регулювання рейтингових агентств та їх незалежність.
2. Рейтинг на основі аналізу.
3. Рейтинг на основі моделі.

#### **План індивідуально-консультаційної роботи**

1. Модель етапів процедури рейтингування.

2. Основні кількісні показники для оцінки корпоративного управління.
3. Ризики і фактори, що впливають на рейтинг інфраструктури капіталу.
4. Ключові ризики оцінки центрального депозитарію, якості і ефективності його операційної інфраструктури.

#### **Питання для самоконтролю**

1. Ключова роль рейтингових агентств.
2. Рейтинг, як визначальний критерій боргових цінних паперів.
3. Інвестиційний рейтинг за Національною шкалою.
4. Рейтингування у сфері банківського сектору.
5. Використання рейтингових оцінок банків.
6. Ринок рейтингових оцінок в Україні.
7. Регулювання рейтингових агентств та їх незалежність.
8. Процедура рейтингування.
9. Рейтинг на основі аналізу.
10. Рейтинг на основі моделі.
11. Повноваження НКЦПФР щодо рейтингових агентств.
12. Обовязкове визначення рейтингової оцінки законодавством.
13. Міжнародні рейтингові агентства.
14. Аналіз типів рейтингів.
15. Діючі рейтинги уповноважених рейтингових агентств.
16. Типи рейтингів, що надаються українськими рейтинговими агентствами.
17. Регулювання питань рейтингування в Європейському союзі.
18. Допоміжні послуги рейтингових агентств.
19. Кредитні рейтингові агентства.
20. Групи рейтингів, що надаються уповноваженими рейтинговими агентствами ЄС.
21. Методика оцінки кредитного рейтингу.
22. Політичний ризик і ризик країни в процесі надання рейтингу підприємству.
23. Аспекти бізнес ризиків.
24. Кількісні показники для оцінки бізнес-ризиків.
25. Рейтинг інфраструктури ринку.
26. Рейтинг центрального депозитарію.
27. Ризики і фактори, що впливають на рейтинг інфраструктури капіталу.
28. Міжнародні рейтингові агентства, що спеціалізуються на наданні публічних і конфіденційних рейтингів інфраструктурних інститутів ринку капіталу різних країн.
29. Ключові ризики аналізу інфраструктури ринку капіталів.
30. Вагові коефіцієнти ризиків у визначенні рейтингу центрального депозитарію.

#### ***Рекомендовані літературні джерела:***

Основна [1; 2; 3; 5; 6].

Допоміжна [7; 8; 9; 11; 12].

Міжнародні видання [15; 16; 18; 19].

Інформаційні ресурси Інтернет [20-30].

## РЕКОМЕНДОВАНА ЛІТЕРАТУРА

### Основна:

1. Лактіонова О. А. Гнучкість фінансової системи: методологія, оцінка та вектори забезпечення: монографія. Вінниця: ТОВ «Нілан-ЛТД», 2016. 400 с.
2. Про фінансові послуги та державне регулювання ринку фінансових послуг : Закон України № 2664-III від 12 липня 2001 року. URL: <http://nnzakon4.rada.gov.ua/laws/show/2664-14>.
3. Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів : монографія; за заг. ред. д.е.н., професора С. В. Онишко. Ірпінь : Видавництво Національного університету ДПС України, 2016.
4. Рекуненко І. І. Інфраструктура фінансового ринку України: сучасний стан та перспективи розвитку: монографія. Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ», 2013. 411с.
5. Фінансова інфраструктура України: стан, проблеми та перспективи розвитку : монографія / В. Опарін, В. Федосов, С. Львовчкін та ін. ; за заг ред. В. Опаріна, В. Федосова. Київ: КНЕУ, 2016. С. 52–53.
6. Чуницька І. І. Фінансовий ринок України: розбудова інфраструктурної компоненти : монографія. Ірпінь, 2017. 332 с.

### Допоміжна:

7. Гарбар Ж. В., Степанкевич Н. С. Трансформація інфраструктури фондового ринку. *Інвестиції: практика та досвід*. 2021. № 17. С. 11-17
8. Міщенко А.С., Дегтярьова Н.В. Трансформації в інфраструктурі фондового ринку України. *Інтелект XXI*. 2020. №3. С. 49-53
9. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо удосконалення функцій із державного регулювання ринків фінансових послуг: Закон України від 28 квітн. 2020 року №361-IX. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/79-20>
10. Чуницька І. І. Детермінанти методологічного забезпечення стратегічних напрямів розвитку фінансового ринку у контексті актуальних потреб сучасності. *Інвестиції: практика та досвід*. 2018. № 6. С. 18–21.
11. Чуницька І. І. Розвиток організаційної складової інфраструктурного потенціалу фінансового ринку. *Економіка і держава*. 2014. № 11. С. 32–35.
12. Чуницька І. І. Стратегічна траєкторія розвитку фінансового ринку у форматі взаємодії складових його інфраструктурного потенціалу. *Бізнес інформ*. 2018. № 6.
13. Шолойко А. С. Інфраструктура страхового ринку України: монографія. Київ: Логос, 2019. 408 с.

### Міжнародні видання:

14. Chunitskaia I. I. The Role of Exchange Activity in Infrastructural Capacity Financial Market of Ukraine Implementation. *Independent Auditor*. 2016. №17 (III). С.43-47.
15. Buhr W. What is infrastructure? *Volkswirtschaftliche Diskussionsbeiträge*. 2013. №107-03. P. 1-32. URL: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/83199/1/107-03.pdf>.
16. World Development Report, 2018. URL: <http://www.worldbank.org/en/publication/wdr2018>
17. Ivashkiv I., Korol S. and others. Strategies, models and technologies of economic systems management in the context of international economic integration: collective monograph. Riga (Latvia), 2020. 296 p.
18. The Global Financial Centres Index, September 2017. URL: [https://www.longfinance.net/media/documents/gfci\\_22.pdf](https://www.longfinance.net/media/documents/gfci_22.pdf).
19. EU Banking Structures. (2017). ECB.int. Retrieved May 30, 2018. URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2017/html/ecb.pr170530.en.html>.

### Інформаційні ресурси ІНТЕРНЕТ:

20. Federal Department of Justice and Police (Money Laundering Reporting Office Switzerland). URL: <http://www.ejpd.admin.ch>.
21. The Federal Reserve System (FRS). URL: <http://www.federalreserve.gov>.

22. The Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD). URL: <http://www.oecd.org>.
23. The World Economic Forum. URL: [www.weforum.org](http://www.weforum.org).
24. Офіційний сайт Державної служби статистики України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua/>.
25. Офіційний сайт Журналу про страхування в Україні «Фориншурер». URL: <https://forinsurer.com/stat>
26. Офіційний сайт Міністерства фінансів України. URL: <http://www.minfin.gov.ua/>
27. Офіційний сайт Національного банку України. URL: <http://www.bank.gov.ua>.
28. Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. URL: <http://nssmc.gov.ua>
29. Офіційний сайт Української асоціації інвестиційного бізнесу. URL: [www.uaib.com.ua](http://www.uaib.com.ua)
30. Офіційний сайт Фонду гарантування вкладів фізичних осіб. URL: [www.fg.org.ua](http://www.fg.org.ua)