

Міністерство освіти України  
Львівський державний університет ім. І. Франка

*На правах рукопису*

**ГУМЕН**  
**Марта Петрівна**

**ФОРМУВАННЯ ФІНАНСОВОЇ  
ІНФРАСТРУКТУРИ В УМОВАХ  
ПЕРЕХІДНОЇ ЕКОНОМІКИ**

Спеціальність: 08.01.03. - Теорія макроекономіки

**Автореферат**  
**дисертації на здобуття наукового ступеня**  
**кандидата економічних наук**

**Львів - 1997**



Дисертацією є рукопис.

Робота виконана на кафедрі економічної теорії економічного факультету Львівського державного університету ім. І. Франка

**Науковий керівник**

- кандидат економічних наук,  
професор ВАТАМАНЮК  
Зіновій Григорович

**Офіційні опоненти**

- доктор економічних наук,  
професор МОРОЗ  
Анатолій Миколайович  
(Київський національний економічний університет)

- кандидат економічних наук,  
доцент ЗАГОРСЬКИЙ  
Володимир Степанович  
(Львівська комерційна академія)

**Провідна установа**

- державний університет  
"Львівська політехніка"

Захист відбудеться "4" квітня 1997 року о 15 год.  
на засіданні спеціалізованої вченої ради Д.04.04.06 по захисту дисертацій на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук у Львівському державному університеті ім. І. Франка за адресою:  
290008, м. Львів, пр. Свободи, 18.

З дисертацією можна ознайомитись у науковій бібліотеці Львівського державного університету ім. І. Франка.

Автореферат розісланий "3" березня 1997 р.

Вчений секретар  
спеціалізованої вченої ради,  
кандидат економічних наук, доцент

ПАНЧИШИН С.М.

## I. Загальна характеристика роботи

**1.1. Актуальність теми.** Трансформація командно-адміністративної економіки передбачає формування економічних інституцій, які працювали б на ринкових засадах. Насамперед це стосується організаційно-економічних елементів фінансового ринку, оскільки залучення капіталу до трансформаційних процесів має першочергове значення. Фінансова інфраструктура забезпечує функціонування ринкового механізму, його рух, дієздатність, взаємозв'язки між галузями.

Процес формування фінансової інфраструктури в Україні відбувається повільно, долаючи труднощі перехідного періоду, зокрема недостатнє нормативно-правове забезпечення. Хоч сьогодні окремі її елементи представлені в українській економіці достатньо, однак їх вплив на розвиток ринкових перетворень ще незначний. Це пояснюється як загальною економічною нестабільністю, слабкістю приватного сектора, низьким рівнем підприємницької активності, монополізмом виробників, нестачею кваліфікованих кадрів тощо, а також і тим, що більшість законодавчих актів, які стосуються цієї проблеми, часто обмежуються визначенням можливості створення певних елементів фінансової інфраструктури, однак не розробляють конкретного механізму їх дії. Усе це зумовлює необхідність вивчення і узагальнення досвіду формування фінансової інфраструктури в перехідній економіці України.

Ми виходимо з розуміння поняття інфраструктури як сукупності установ і організацій, що утворюють систему каналів зв'язку, по яких відбувається перетікання матеріальних і фінансових ресурсів, рух кожного продукта від виробника до споживача.

Ринкова інфраструктура створює організаційно-економічні і правові умови функціонування ринкової економіки. Фінансова інфраструктура відповідно створює умови для функціонування

фінансового ринку.

У дисертації аналізується діяльність банківської системи України та небанківських фінансових посередників - фондових бірж, інвестиційних компаній та фондів, довірчих товариств, страхових компаній. Розглядається також діяльність цих елементів інфраструктури у розвинутих країнах і постсоціалістичних країнах Східної Європи та колишнього СРСР.

Питання становлення фінансової інфраструктури в Україні щі ще мало вивчені. Найчастіше вони висвітлюються і полемізуються на сторінках періодичних видань, таких як газети "Финансовая Украина", "Бизнес. Финансы", "Діло", "Киевские ведомости", "Інвестиційна газета", "Україна Business", "Украинские деловые ведомости", журнал "Економіка України" та деяких інших. Повніше ця проблематика розглядається в польській, чеській, а також російській економічній літературі. Серед вітчизняних вчених-економістів, які досліджують ці проблеми, необхідно відзначити М. Гольберга, В. Колесника, Д. Кошевого, В. Черняка, С. Корабліна, І. Тивончука, М. Савлука, А. Мороза, О. Василика, Н. Заболотну, В. Загорського та інших авторів.

Інформаційну базу дисертації склали наукові праці українських та зарубіжних вчених з питань формування та функціонування елементів фінансової інфраструктури, нормативно-законодавчі акти, проведені Світовим банком дослідження, розробки відділу ринкової інфраструктури та розвитку підприємництва та підвідділу цінних паперів відділу валютного регулювання і грошового обігу Міністерства економіки України, статистичні дані Міністерства статистики України та Львівського обласного управління статистики.

**1.2. Метою дисертаційного дослідження** є аналіз практики формування ринкової інфраструктури та розробка окремих теоретичних положень і методичних підходів макроекономічного плану до проблеми становлення і розвитку елементів фінансової інфраструктури України.

**1.3. У зв'язку з названою метою в дисертації поставлено такі завдання:**

- проаналізувати постсоціалістичний стан української економіки як підґрунтя для проведення трансформаційних змін, у тому числі змін, що стосуються створення і розвитку фінансового ринку та його інфраструктури;

- вивчити сучасний стан розвитку деяких елементів фінансової інфраструктури України (банківської системи, інвестиційних фондів, інвестиційних компаній, довірчих товариств, страхових компаній);

- проаналізувати вплив нормативно-законодавчої бази на процес побудови фінансового ринку в Україні;

- розглянути умови функціонування відповідних елементів фінансової інфраструктури в окремих розвинутих країнах світу та простежити еволюцію фінансової інфраструктури під впливом приватизаційних процесів в економіках інших постсоціалістичних країн з метою використання їхнього досвіду в Україні.

**1.4. Теоретичною та методологічною основою дисертаційного дослідження** стала система економічних законів та наукових принципів, розроблених економічною теорією щодо ринкової економіки, зокрема сегменту фінансового ринку. Для проведення дослідження застосовано комплексний підхід, методи аналізу та синтезу, деякі статистичні методи, зокрема прийоми групування, динамічних порівнянь, графічного зображення даних.

**1.5. Предметом дисертаційного дослідження** є процес формування фінансової інфраструктури в перехідній економіці. Об'єктом дослідження є елементи фінансової інфраструктури України та актуальні проблеми їх розвитку.

**1.6. Наукова новизна.** У дисертаційному дослідженні зроблено спробу окреслити основні напрями становлення і розвитку фінансової інфраструктури в умовах ринкової трансформації економіки, узагальнено перший досвід функціонування окремих її елементів в Україні, а також проведено порівняльний аналіз цього процесу в

деяких інших постсоціалістичних країнах. У дисертації також:

- виявлено особливості умов формування української моделі фінансового ринку та основні напрями вдосконалення його інфраструктури;

- досліджено еволюцію банківської системи, ринку цінних паперів та спеціалізованих небанківських інституцій під впливом приватизаційних процесів;

- проаналізовано еволюцію політики уряду України щодо формування фінансової інфраструктури.

**1.7. Теоретична цінність роботи.** Дисертаційне дослідження дало змогу зробити деякі узагальнюючі висновки щодо перебігу процесів формування інфраструктури українського фінансового ринку. Отримані теоретичні розробки та методичні підходи розширюють уявлення про становлення і розвиток інфраструктури фінансового ринку в умовах перехідної економіки України.

**1.8. Практична цінність роботи.** Окремі теоретичні положення і висновки можуть бути використані в практичній діяльності для вдосконалення методичного забезпечення формування елементів фінансової інфраструктури.

**1.9. Апробація роботи.** Основні положення, висновки, пропозиції, викладені автором, отримали схвальні відгуки на Всеукраїнській науковій конференції “Становлення національної економіки України” (Львів - 1995), Міжнародному літньому економічному семестрі “Інтереко-95” (Трускавець - 1995). Вони викладені також в опублікованих статтях.

**1.10. Публікації.** Основні положення дисертації викладені у п'ятьох статтях (дві у друці, одна в співавторстві) та в навчальному посібнику (в співавторстві). Загальний обсяг публікацій складає 5,8 д.а., з яких 3,1 д.а. належать особисто автору.

#### **1.11. Структура роботи.**

Дисертація складається із вступу, двох розділів, висновків і рекомендацій, переліку літератури. Використано 22 таблиці та 11

графічних зображень. Обсяг дисертації становить 190 сторінок машинопису.

## **2. Основні положення дисертації**

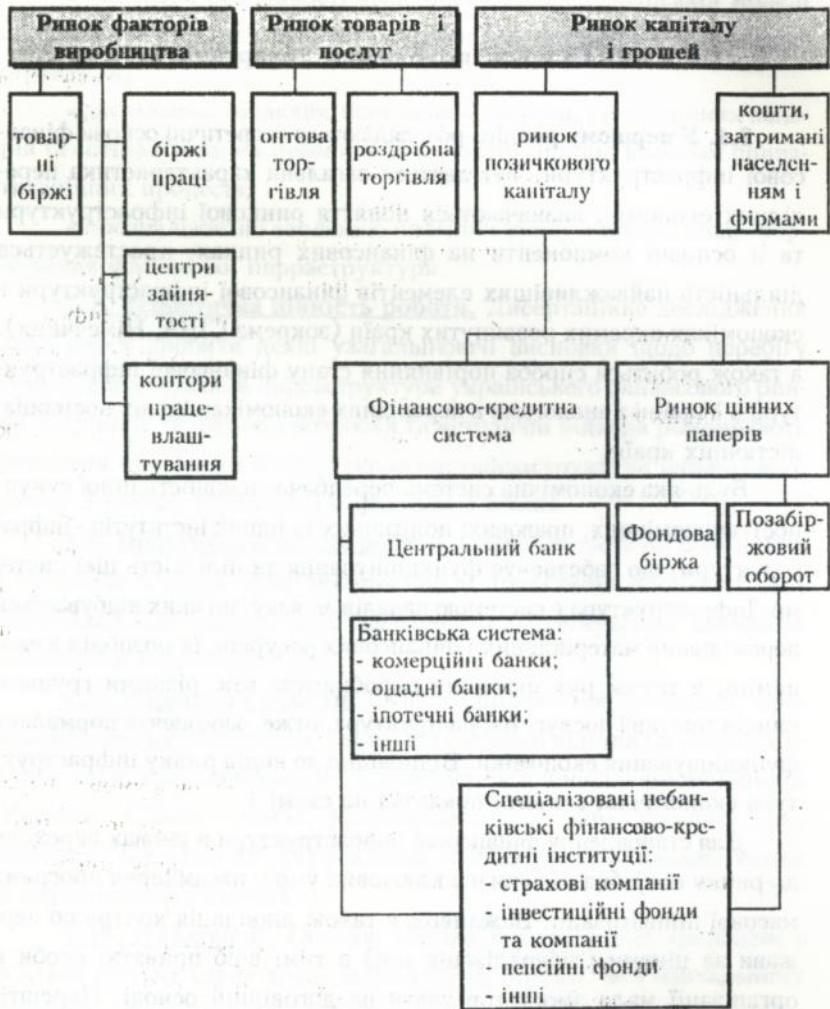
**2.1. У першому розділі** розглядаються теоретичні основи фінансової інфраструктури. Тут дається загальна характеристика перехідних економік, визначаються поняття ринкової інфраструктури та її основні компоненти на фінансових ринках, простежується діяльність найважливіших елементів фінансової інфраструктури в економіках окремих розвинутих країн (зокрема США, Німеччини), а також робиться спроба порівняння стану фінансової інфраструктури в Україні з аналогами в перехідних економіках інших постсоціалістичних країн.

Будь-яка економічна система передбачає наявність цілої сукупності економічних, правових, політичних та інших інститутів - інфраструктури, що забезпечує функціонування та цілісність цієї системи. Інфраструктура є системою каналів зв'язку, по яких відбувається переміщення матеріальних і фінансових ресурсів, їх розподіл в економіці, а також рух факторів виробництва між різними групами ринків товарів і послуг. Інфраструктура, отже, забезпечує нормальне функціонування економіки. Відповідно до видів ринку інфраструктура економічної системи показана на схемі 1.

Для становлення фінансової інфраструктури в умовах переходу до ринку потрібна ціла низка ключових умов, насамперед програма масової приватизації. Важливою є також ліквідація контролю держави за цінами (лібералізація цін) з тим, щоб приватні особи й організації мали змогу торгувати на договірній основі. Нарешті, немаловажне значення для становлення ринкової інфраструктури має демонополізація економіки.

На даному етапі економічних реформ в Україні нова ринкова інфраструктура ще не встигла сформуватися. З цієї причини усклад-

Схема 1. Ринкова інфраструктура



ноється процес створення і розвитку нових економічних сфер: ринків товарів і послуг, капіталів, праці тощо. Нова інфраструктура покликана постійно обслуговувати механізм ринкового зв'язку виробництва і споживання.

Нами проведено аналіз інфраструктури фондового ринку США, оскільки власне в цій державі він визнаний одним із наймогутніших і найбільш розгалужених, а діяльність фінансових інституцій тут є дуже різноманітною. В американській практиці твердо закріпилася концепція "чотирьох ринків".

1. Перший ринок - це фондова біржа, на якій здійснюються угоди із зареєстрованими (тими, що котируються) на ній фондовими цінностями.

2. Другий ринок - позабіржовий, де проводяться операції з незареєстрованими на біржі цінними паперами.

3. Третій ринок - позабіржовий, на якому здійснюється купівля-продаж зареєстрованих цінних паперів через посередників.

4. Четвертий ринок - також позабіржовий, що орієнтується виключно на інституційних інвесторів. Його особливість у тому, що учасники угод здійснюють тут операції, обминаючи посередників - через комп'ютеризовану систему.

Три останні ринки становлять т.з. позабіржовий оборот.

Біржова система США є однією з найбільших у світі. Найважливішими є Нью-Йоркська фондова біржа та Американська фондова біржа.

Важливе місце в обслуговуванні обороту цінних паперів належить позабіржовому обороту. Він виступає одночасно і суперником, і органічним доповненням фондових бірж. Так, у торгівлі облігаціями позабіржовий ринок доповнює біржовий механізм, а в торгівлі акціями біржі і позабіржовий ринок є конкурентами.

Між біржами і позабіржовим ринком є суттєві відмінності.

Нині основою позабіржового обороту є комунікаційна система НАСДАК (NASDAQ), створена національною асоціацією фондо-

вих дилерів і введена в дію у 1971 році. Зараз у межах цієї системи котируються акції значно більшого числа американських та іноземних компаній, ніж на усіх американських біржах, разом узятих.

Важливе місце в американській економіці належить інвестиційним інституціям, зокрема інвестиційним компаніям та інвестиційним фондам. Вони виконують надзвичайно важливі посередницькі функції і характеризуються розвинутою глибокою спеціалізацією. Власне між ними розподіляються найбільші частки активів фінансового ринку США.

Значний інтерес становить також вивчення функціонування німецького фондового ринку, який останнім часом зробив якісний стрибок у своєму розвитку завдяки змінам у структурі та ефективному включенню в систему європейського та світового фондового ринку.

Німецьке законодавство ділить фондовий ринок на три сегменти: офіційний ринок, регульований ринок та позабіржовий оборот (вільна торгівля). Офіційний ринок, як сегмент із найвищим рівнем безпеки інвесторів, ставить до емітентів та цінних паперів дуже високі вимоги.

Регульований ринок, як сегмент фондового ринку, займає проміжне місце між двома іншими сегментами - офіційною торгівлею та позабіржовим оборотом (неофіційною торгівлею). Головне його призначення - забезпечення доступу на біржу середніх підприємств, які не відповідають вимогам офіційного ринку, але мають бажання публічно виставити для котирування свої акції на регульований законний ринок під наглядом біржі.

Особливістю німецьких фондових бірж є й те, що, на відміну від американських та японських фондових бірж, на них котирується значна кількість акцій іноземних компаній. Сучасний розвиток німецького ринку капіталів характеризується також скороченням питомої ваги залучення інвестицій за рахунок випуску акцій та зростанням питомої ваги інвестицій, які залучаються з рахунок

емісії цінних паперів із фіксованим процентом доходу.

Оскільки в мережі посередницьких структур ринкової економіки одне з провідних місць займають банки, то в дисертації розглянуті особливості банківських систем у країнах з розвинутою ринковою економікою.

Ситуація на будь-якому національному ринку значною мірою залежить від кредитно-грошової політики Центрального банку, рівня його незалежності від уряду. Проте основу всієї грошово-кредитної системи будь-якої країни з розвинутою економікою становлять комерційні банки та інші кредитні і фінансові установи.

Серед країн-лідерів світової економіки немає уніфікованого підходу до класифікації банківських установ. Так, у Великобританії виділяють такі групи банків: депозитні банки, дисконтні й акцептні банки, іноземні та деякі інші банки. В Японії в сфері приватного кредиту діють міські, регіональні банки, трастбанки, банки довгострокового кредиту, іноземні банки. У ФРН існують комерційні, ощадні банки, кредитні товариства, іпотечні банки і будівельні ощадні компанії, банки споживчого кредиту, інвестиційні компанії та інші кредитні установи цільового призначення.

Характеризуючи розвиток інфраструктури фінансових ринків у розвинутих країнах, можна виділити кілька домінуючих тенденцій. По-перше, стан і перспективи розвитку фінансової інфраструктури значною мірою визначаються позицією держави. У більшості країн, особливо в США, вона має на меті активізацію державного регулювання операцій на біржовому ринку, що сприятиме створенню єдиного національного ринку цінних паперів. По-друге, спостерігається тенденція до зміни співвідношення сил між банками і біржовою торгівлею на користь банків. По-третє, зберігається тенденція до інтернаціоналізації фінансових ринків.

У першому розділі дисертації розглянуті також особливості формування фінансової інфраструктури у країнах Центральної та Східної Європи. Тут вона ще не виконує функцій, властивих для

розвинутих економік, а задіяна значною мірою до процесу приватизації.

Можна стверджувати, що фондові ринки постсоціалістичних країн інституційно вже набули форм, подібних до розвинутих країн. Проте вони залишаються невеликими і неліквідними (діаграма 1).

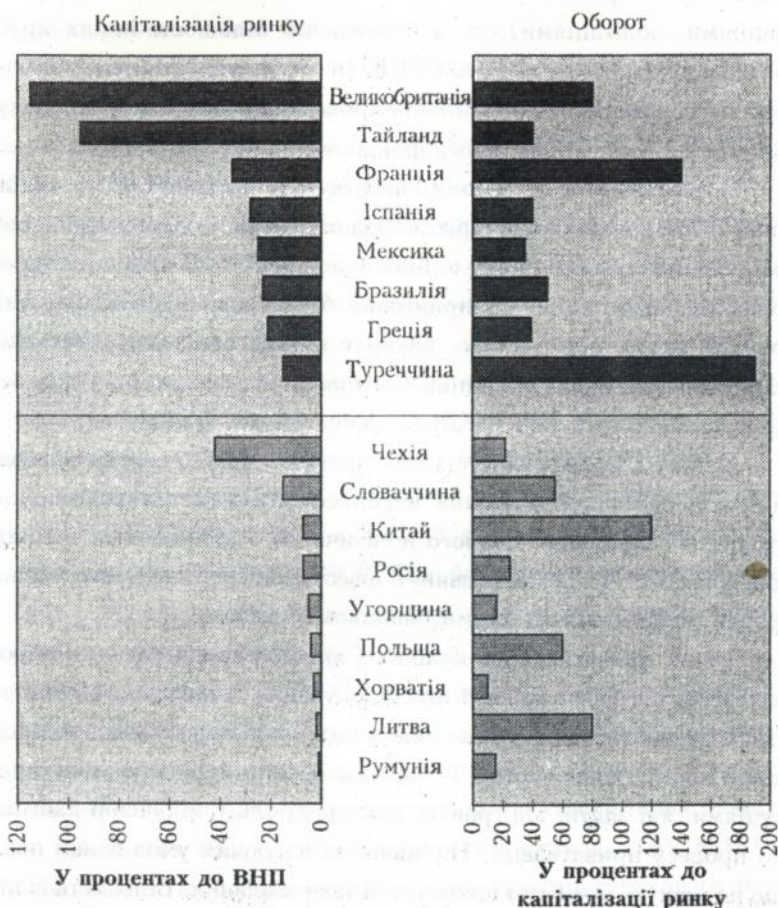
Між ступенем капіталізації фондових ринків, обороту ринків та часткою приватного сектора в перехідних економіках існує пряма залежність.

Фінансові посередницькі структури в приватизаційних процесах відіграють дуже важливу роль: зберігають значну частину акцій приватизованих компаній і видають свої власні акції населенню. Вони часто розглядаються також як основний засіб постприватизаційної структурної перебудови.

Визнано, що найбільших успіхів у ринковій трансформації серед постсоціалістичних країн досягла Чехія. У цій країні найвищий також і ступінь розвитку фінансової інфраструктури. Серед причин такого успіху необхідно відзначити те, що чеський уряд правильно вирішив проблему пошуку стратегічного інвестора: було зроблено ставку на національний капітал. Важливим є й те, що цей крок було зроблено вчасно, ще до того, коли часткові зміни могли б згубно вплинути на виробництво і спричинили б його глибоку кризу (як сталося в Україні). Створивши разом із цим досить прості і неформалізовані умови приватизації, уряд Чехії досягнув мети - механізм виробництва при переході до засадничо нових умов "спіткнувся", але не зупинився. Відповідно залишився ґрунт для розгортання діяльності фінансових посередницьких структур, які, в свою чергу, підтримали виробництво залученням нових інвестицій.

В інших постсоціалістичних країнах у силу різних, у тому числі й політичних, причин цей момент не відбувся, або ж відбувся невчасно чи недостатньо. Це призвело до того, що створені фінансові посередницькі інституції не мають найважливішого - поля для застосування своєї діяльності. Якщо в Чехії вони пережили рівень

**Діаграма 1. Капіталізація ринку цінних паперів і оборот в окремих країнах**



Пояснення до діаграми: капіталізація ринку - це його оцінка у вартості нереалізованих акцій; оборот ринку - його оцінка у вартості акцій, що перебували в обігу в 1995 р. У діаграмі використані дані по найбільш ліквідних акціях, а не по всіх фондових біржах і позабіржовому обороту.

Джерело: From plan to market. World Development Report 1996. The International Bank for Reconstruction and Development/The World Bank 1818 H Street, N.W., Washington, D.C. 20433, U.S.A. Published by Oxford University Press, Inc. 200 Madison Avenue, New York, N.Y. 10016. P. 108.

вимушеного зіткнення з приватизаційними паперами і вийшли на якісно новий рівень роботи з повноцінними цінними паперами (акціями, облігаціями), то в переважній більшості інших країн (особливо країн колишнього СРСР) ці інституції “зав’язли” власне в обслуговуванні приватизаційних процесів або, в кращому випадку, вийшли на рівень первинного фондового ринку.

Покажемо те, що з самого початку керівництво Чехії та засновники Празької фондової біржі вибрали централізовану модель розвитку національного ринку цінних паперів. Тобто в країні діє єдина фондова біржа, єдиний кліринговий банк (розрахункова палата), функції якого, що важливо, виконує кліринговий центр Чеського національного банку, і єдиний Центральний депозитарій. Така модель успішно працює в багатьох європейських країнах.

Успіху в проведенні усіх цих процесів Чехія досягла значною мірою через запровадження високоефективних посередницьких структур і створення доброго політичного і економічного клімату для їх роботи. Чехія має розвинуті інвестиційні компанії, інвестиційні фонди, консалтингові фірми, банківську систему.

Успіх приватизації в країнах Східної Європи значною мірою залежить від ефективності функціонування банківського сектора. Враховуючи те, що фондові ринки цих країн перебувають у зародковій стадії, банки сьогодні є найважливішими фінансовими інституціями, які здатні відігравати важливу роль у залученні капіталу до процесу приватизації. На жаль, за існуючих умов банки поки що не можуть повністю виконувати таке завдання. Більшість із них мають безнадійні борги і відчують катастрофічний дефіцит капіталу.

Ринкова трансформація мусить створити нові умови, в яких посередницькі інституції можуть розвиватися ефективно.

**2.2. У другому розділі** розглядаються основні напрямки розбудови фінансової інфраструктури в незалежній Україні. Тут ана-

лізуються найважливіші проблеми формування її банківської системи та небанківських фінансово-кредитних інституцій, зокрема законодавчо-нормативна база цих процесів.

Першим кроком на шляху формування правової бази досліджуваних процесів стало затвердження Концепції функціонування і розвитку ринку цінних паперів в Україні (лютий, 1995 р.) та Постанови Кабінету Міністрів України №140 від 30.01.1996 р. "Про заходи щодо розвитку фондового ринку та вдосконалення його державного регулювання". Це дозволило з єдиних позицій виконувати роботи, пов'язані із змінами діючих законодавчих і нормативних актів і підготовкою нових.

Проте Концепція оперує надто загальними поняттями і містить мало конкретних і чітких пояснень механізмів запровадження їх у дію, зокрема механізму забезпечення обігу цінних паперів.

Для поліпшення стану банківської системи 1 лютого 1996 року Верховна Рада України прийняла Закон України "Про внесення змін і доповнень у Закон УРСР "Про банки і банківську діяльність" (1991 р.). Незважаючи на внесені зміни, в багатьох банках фінансовий стан так і не стабілізувався.

З 30 травня 1995 р. НБУ запровадив нову систему економічних нормативів регулювання діяльності комерційних банків, що обумовлено тяжким фінансовим станом банківської системи та необхідністю ретельнішого контролю за діяльністю комерційних банків.

З 1 жовтня 1995 р. набула чинності Постанова НБУ №167 від 30.06.1995 р. "Про порядок формування і розмір страхового фонду комерційних банків", згідно з якою останні формують страхові фонди по всіх наданих кредитах у національній валюті. Обсяг відрахувань у страховий фонд визначається залежно від класифікації наданих кредитів.

Концепцією функціонування та розвитку фондового ринку передбачено діяльність різних фінансових посередників. Одну з найважливіших після банків ролей на фондовому ринку відіграють фон-

дові біржі. Основним законом, що регулює діяльність фондових бірж та всього фондового ринку, є Закон України "Про цінні папери і фондову біржу", прийнятий у червні 1991 року, із змінами та доповненнями в 1992 році.

Для регулювання фондового ринку в багатьох країнах із розвинутою економікою існують спеціалізовані державні органи. В Україні 12 червня 1995 р. на підставі Указу Президента України було створено Державну Комісію з цінних паперів та фондового ринку. Вона повинна регулювати діяльність не тільки біржового, а й позабіржового сегменту фондового ринку, тобто діяльність фінансових посередників (довірчих товариств, інвестиційних фондів, інвестиційних компаній, страхових компаній та ін.). Діяльність цих елементів інфраструктури фондового ринку також регулюється відповідними нормативними актами.

У березні 1993 р. був виданий Декрет Кабінету Міністрів "Про довірчі товариства", який визначає поняття довірчого товариства, особливості його створення і діяльності. В лютому 1994 р. Указом Президента України затверджено Положення "Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії", яке визначає поняття інвестиційних фондів та інвестиційних компаній, порядок створення та умови їх діяльності, здійснення державного контролю, а також заходи щодо захисту інтересів їх учасників.

Функціонування страхового ринку України регламентується Законом України "Про страхування" (березень 1996 р.). До моменту прийняття закону діяв Декрет Кабінету Міністрів України "Про страхування" (травень 1993 р.). Закон регулює відносини в сфері страхування і спрямований на утворення ринку страхових послуг, посилення страхового захисту майна інтересів фірм, установ, організацій та громадян. Дія цього закону не поширюється на державне соціальне страхування.

Особливо важливим кроком на шляху становлення фондового ринку України стало прийняття 30 жовтня 1996 р. Закону України

"Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні", оскільки цей закон визначає правові засади здійснення державного регулювання ринку цінних паперів, державного контролю за їх випуском та обігом, встановлює відповідальність за правопорушення, пов'язані з діяльністю на ринку цінних паперів.

Законодавча база для розвитку фондового ринку України продовжує формуватися і вдосконалюватися.

Розглянуті законодавчі акти засвідчують, що український уряд взяв курс на створення правового поля функціонування ринку цінних паперів, взаємовідносин між емітентами, інвесторами, фінансовими посередниками та державою. Проте цей процес відбувається, на наш погляд, часто неоперативно і відстає в часі від потреб економічної практики. До того ж у системі державного управління зберігаються бюрократичні традиції, які часто ускладнюють цей процес.

Надзвичайно важливим і винятковим по своїй вазі кроком є те, що курс на реформування економіки України закріплено в прийнятій 28 червня 1996 р. Конституції України, де визнано право приватної власності та право на підприємницьку діяльність для кожного громадянина (статті 41, 42). Це гарантує незворотність ринкових перетворень в Україні.

У перехідній економіці надзвичайно важливим є формування банківської системи стосовно до потреб ринкової економіки.

Сьогодні в Україні створена достатньо солідна база для розвитку грошових, кредитних, валютних, фондових та інших операцій і в цілому для зміцнення елементів ринкової економіки, властивих кредитним інституціям. У країні функціонує дворівнева банківська система, перший рівень якої - Національний банк України, котрий виконує роль центрального банку, а другий рівень - це комерційні банки.

Як елементи інфраструктури, банки в умовах ринкової економіки виконують дві функції: інвесторів та торговців чи посередників. При виконанні цих функцій банки сьогодні націлюються на

неврегульоване нормативно-правове забезпечення, порушення нормального функціонування інших ділянок економіки, банківський монополізм, несприятливу політику НБУ щодо процентних ставок, недосконалість банківського нагляду, недостатнє кадрове забезпечення.

При спільній загальній нерозвинутості загострюється суперництво між комерційними банками і позабанківськими інвестиційними інституціями, оскільки вони виконують однієї операції на ринку цінних паперів. Порівняно з позабанківськими інвестиційними інституціями, банки мають переваги з огляду фінансової надійності, стійкості і диверсифікованості діяльності, можливості падання кредитів емітенту й інвестору, одночасного комплексного касово-розрахункового обслуговування. З комерційними банками можуть конкурувати тільки інвестиційні компанії із значними статутними капіталами.

Емісійну діяльність банків на фондовому ринку можна охарактеризувати як досить обмежену. Тільки незначна їх кількість може дозволити собі випуск і розміщення акцій.

Розвиток банківської справи в Україні гальмується нині рядом обставин: недостатньою поінформованістю банків щодо надійності та платоспроможності потенційних позичальників; збільшенням масштабів тіньової економіки, зокрема через недосконале податкове законодавство; відсутністю механізму формування страхового фонду та визначення джерел його формування; невирішеністю питання щодо фонду страхування депозитів; відсутністю відпрацьованих механізмів санації, банкрутства і ліквідації банків та суб'єктів господарювання тощо.

Значна увага у другому розділі дисертації приділена розвитку небанківських посередницьких елементів фінансової інфраструктури.

Основним досягненням національного ринку цінних паперів є створення централізованої інфраструктури Української фондової

біржі. Вона є одним із головних каталізаторів процесу переходу до ринкової економіки. Динаміка обігу цінних паперів показана у таблиці 1. Одним із найважливіших здобутків стало також створення на базі Української фондової біржі системи електронного обігу цінних паперів.

**Таблиця 1. Вартість цінних паперів в Україні**

(на початок року, млрд. крб.)

|                           | 1992        | 1993           | 1994           | 1995            | 1996             |
|---------------------------|-------------|----------------|----------------|-----------------|------------------|
| <b>Всього</b>             | <b>12,0</b> | <b>4 557,8</b> | <b>5 708,5</b> | <b>55 122,8</b> | <b>199 457,0</b> |
| Акції                     | 4,3         | 15,8           | 396,4          | 6 836,8         | 77 531,2         |
| Облігації                 | 4,1         | 2 914,9        | 2 916,3        | 349,4           | 6 388,9          |
| Казначейські зобов'язання | 1,3         | 1 206,5        | 1 223,9        | 1,2             | 5 281,6          |
| Ощадні сертифікати        | 1,0         | 407,7          | 629,9          | 13 509,6        | 28 970,3         |
| Векселі                   | ---         | ---            | 30,1           | 31 401,4        | 55 051,8         |
| Інші                      | 1,3         | 12,9           | 511,9          | 3 024,4         | 26 233,2         |

Джерело: Статистичний щорічник України за 1995 р./ Міністерство статистики України; Відп. за випуск В.В. Самченко.-К.: Техніка, 1996.- 576 с.

Українська фондова біржа здійснює істотну підтримку інтересів централізованого біржового ринку в державних структурах, хоч її діяльність ще не позбавлена недоліків.

Ще одним сегментом фондового ринку України стали сертифікатні аукціони, які з'явилися в 1995 р. разом із введенням механізму продажу акцій приватизованих підприємств за майнові приватизаційні сертифікати. Ця ж форма приватизації була головною і в 1996 році. Разом із тим у 1995 р. на Українській фондовій біржі вперше почався продаж акцій, які залишилися в розпорядженні держави, за грошові кошти.

Сертифікатні аукціони та інвестиційні конкурси є сьогодні найбільш активними елементами фондового ринку. І саме вони найбільш

ше відчувають недостатність інформації.

Ефективність функціонування позабіржового ринку цінних паперів України значною мірою залежить від ступеня використання на ньому сучасних інформаційних технологій, які застосовуються при створенні депозитарної і клірингової систем, агентської мережі для реєстрації прав власності на цінні папери в інтересах емітентів.

Ще однією важливою проблемою фондового ринку України є проблема ризиків. Коли інвестор формує портфель цінних паперів на українському фондовому ринку, він обов'язково наражається на безліч ризиків, які вимагають обов'язкового попереднього аналізу для запобігання подальшим економічним проблемам.

Позабіржовий ринок в Україні є вже досить розгалуженим (таблиця 2), однак більшу його частку займають довірчі товариства, інвестиційні фонди та інвестиційні компанії. Їх діяльність сьогодні зосереджена майже виключно на первинному ринку цінних паперів, тобто вони безпосередньо задіяні до процесу приватизації. На фон-

**Таблиця 2. Показники розвитку діяльності нових ринкових структур в Україні**

| Показники                      | Один. виміру      | 1994 р. звіт                | 1995 р. очікуване виконання | 1996 р. проєкт |
|--------------------------------|-------------------|-----------------------------|-----------------------------|----------------|
| 1                              | 2                 | 3                           | 4                           | 5              |
|                                |                   | (у цінах відповідних років) |                             |                |
| Товарні біржі                  | одиниць           | 91                          | 95                          | 100            |
| <i>укладено угод</i>           | <i>млрд. крб.</i> | 4800                        | 25000                       | 56000          |
| Фондові біржі                  | одиниць           | 1                           | 2                           | 4              |
| Комерційні банки               | одиниць           | 228                         | 225                         | 220            |
| Інвестиційні компанії та фонди | одиниць           | 550                         | 680                         | 780            |
| Довірчі товариства             | одиниць           | 500                         | 700                         | 800            |
| Страхові компанії              | одиниць           | 650                         | 700                         | 150            |
| Аудиторські фірми              | одиниць           | 250                         | 350                         | 400            |

Джерело: За матеріалами Міністерства економіки України.

довому ринку України зростає роль інвестиційних фондів. Разом із тим, на тлі невисокої активності всіх видів фінансових посередників, криза довірчих товариств особливо помітна.

У кризі довірчих товариств в Україні ми спостерігаємо класичний приклад того, як незнання і нерозуміння проблеми призводить до дискредитації самої ідеї ринкової економіки. Законодавство про довірчу власність, яке в інших країнах охоплює десятки нормативних актів, в Україні обмежилось тільки декретом про довірчі товариства.

На наш погляд, однією з основних причин кризи довірчих товариств стало й те, що регулювання цієї діяльності здійснює Фонд державного майна - орган, який безпосередньо не має відношення до фондового ринку та до інвестиційної діяльності. Взагалі низький рівень активності інших фінансових посередників в Україні значною мірою зумовлений тим, що не проведено жорстке розмежування напрямків їх діяльності і відповідно області компетенції органів, що займаються ліцензуванням і регулюванням їх діяльності. В інших постсоціалістичних країнах, що пройшли період приватизації, функції продавця і контролера були розділені.

Окреме місце на фондовому ринку України займає ринок страхових послуг. Стан страхового ринку в Україні можна визначити як зародковий. Проте інтерес до цього ринку зростає. Він зумовлений зростаючою роллю нормального режиму страхування економічної безпеки як господарських суб'єктів, так і окремих громадян в умовах затяжного спаду економіки. Інтерес до страхових послуг варто підтримати необхідною законодавчою базою, збільшенням активів страхових компаній, розширенням переліку їх послуг, забезпеченням страхового бізнесу сучасними технологіями, гарантіями своєчасності виплат необхідних компенсацій.

Про нерозвинутість інституту цінних паперів на вітчизняному ринку страхових послуг свідчить питома вага виплачених дивідендів і процентів - 0,3% - у загальних витратах страхових компаній.

На основі проведеного дослідження фінансових посередницьких

структур в Україні можемо зробити висновок, що, не зважаючи на труднощі, формування і розвиток фінансової інфраструктури триває. Прискорення цього процесу є завданням величезної ваги, оскільки без удосконалення механізму інвестування економічних реформ останні не матимуть перспективи.

### **3. Висновки і рекомендації**

1. В умовах відсутності транснаціональної економічної теорії трансформації слід бути дуже уважним у застосуванні до конкретних особливостей країн із перехідними економіками ще не добре всіма засвоєної, хоч і загальновизнаної у розвинутих країнах економічної теорії. Власне з цієї причини не є дивним, що перші спроби застосування розповсюджених і добре знаних у світі економічних теорій і рецептів до умов перехідних економік дали тут непропорційні результати.

2. На нашу думку, всеохоплююча швидка приватизація не є найкращим рішенням в умовах тих економічних, соціальних і культурних традицій, що існують нині в Україні. Зокрема для проведення швидкої і масової приватизації щонайменше необхідно було б створити належні інституційні передумови, зокрема ефективний фінансовий ринок і ефективне корпоративне правління.

3. Усі країни з перехідною економікою до теперішнього часу визначили свій конкретний режим переходу до ринку, який займає місце десь між двома полярно протилежними варіантами ("шоковою терапією" і поступовими змінами), і пройшли свій відрізок реформ. Після того, як країна стала на конкретний шлях реформ, у неї розвивається залежність від цього шляху, яка не дозволяє їй повернутися у вихідну позицію і піти іншим шляхом. Тому на сьогоднішній стадії здійснюваної трансформації вже надто пізно впливати на вибір стратегії, але одночасно надто рано робити висновки про її результати.

4. Фінансовий ринок, зокрема ринок цінних паперів, який

щойно зароджується в економіці України, повинні сприяти залученню капіталів у виробництво. Роль регуляторів цього процесу відіграють елементи інфраструктури. Проте сьогодні виконувани ними функції та їх роль у процесі розміщення капіталів є ще незначними. Така ситуація певною мірою є результатом невідповідної нормативно-правової бази.

5. Варто відзначити, що заходи українського уряду щодо формування фондового ринку не дають підстав очікувати результатів, на які можна було б надіятися, якщо б в Україні вже існували інститути ринкового господарства.

6. Дуже важливим елементом інфраструктури фінансового ринку є банківська система. Ряд обставин гальмує розвиток банківської справи в Україні. Нагальним у цій ситуації є: створення стабільної регламентуючої бази для банківської діяльності; запровадження нової системи фінансової дисципліни і статистики, яка б відповідала світовим зразкам; зниження процентних ставок, що зробило б кредити більш доступними для значної кількості фірм; диверсифікація активів і пасивів комерційних банків і розширення кола вкладників з метою недопущення концентрації залишків коштів на рахунках обмеженої кількості вкладників.

7. Активізації діяльності інших фінансових посередницьких структур можна було б досягти шляхом їх виходу на міжнародний ринок капіталів. Проте такий крок є нелегкий і можливий тільки для небагатьох компаній. Тому вирішальне значення для української економіки має відшукання способів задіяння власних, національних, а не іноземних капіталів. Тільки шляхом розробки і прийняття відповідної законодавчої бази, яка гарантувала б інвесторам дієвий захист їхніх прав, можливо переконати потенційних інвесторів вкладати капітали в розвиток національної економіки, зокрема її виробничого сектора. Поки-що ситуація є такою, що невизначеність і нечіткість законодавства, жорстка податкова політика не стимулюють "узаконення" капіталів.

#### 4. Публікації за темою дисертаційного дослідження

1. До питання про розвиток посередницьких елементів ринкової інфраструктури в Україні // Вісник Львівського університету. Серія економічна. Випуск 25.-1994. 0,2 д.а.

2. До питання про стан банківської системи в Україні // "Становлення національної економіки України: матеріали Всеукраїнської наукової конференції". Львів, економічний факультет ЛДУ ім. І. Франка.-1995. 0,2 д.а.

3. Структура українського фінансового ринку наблизилася до західної моделі. Принаймні зовнішньо // "Діло".-1997.-№25. 0,1 д.а.

4. Деякі аспекти впливу макроекономічної нестабільності на розвиток підприємництва в Україні // "Теорія і практика підприємництва: проблеми вивчення та економічної просвіти в Україні". Матеріали Міжнародного літнього економічного семестру "Інтереко-96".-Львів, 1996. У співавторстві. (У друці). 0,2 д.а., з них особисто автором 0,1 д.а.

5. Деякі аспекти фінансової реформи в Україні // Вісник Львівського університету. Серія економічна. Випуск 27.-1996. (У друці). 0,2 д.а.

6. Розвиток небанківських фінансово-кредитних інституцій в перехідних економіках. Навчальний посібник. У співавторстві. (У друці). 4,5 д.а., з них особисто автором 2 д.а.

7. Проблеми банківської діяльності на фондовому ринку України // Тези до науково-практичної конференції "Реформа фінансово-кредитної системи перехідної економіки", яка відбудеться 22-23 травня 1997 р. у м. Луцьку. Економічний факультет Волинського державного університету ім. Лесі Українки. (У друці). 0,3 д.а.

## ANNOTATION

Humen M.P. The Formation of the Financial Infrastructure In Transition Economy.

The thesis for the academic degree of the Candidate of Economic Sciences, speciality 08.01.03 - Macroeconomic Theory.

The thesis is based on the research of major issues concerning formation of financial infrastructure of transition economy, the case of Ukraine. The impact of Ukrainian legislature on the process of the crafting of financial market in Ukraine is being analyzed. The research employs comparative perspective: Ukrainian financial infrastructure are compared with those of other post-communist and developed countries. The other perspective of the study is based on the analysis of development of the elements of the financial infrastructure of Ukraine.

Key words: financial infrastructure, stock market, banking system, financial floor brokers, investment funds.

## АННОТАЦИЯ

Гумен М.П. Формирование финансовой инфраструктуры в условиях переходной экономики.

Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.01.03 - Теория макроэкономики. Львовский государственный университет им. И. Франка. Львов, 1997.

В диссертации исследованы основные проблемы формирования финансовой инфраструктуры в переходной экономике на примере Украины. Проанализировано влияние законодательной базы на процессы построения финансового рынка в Украине. Рассмотрены особенности развития финансовой инфраструктуры в отдельных постсоциалистических и некоторых развитых странах. Исследовано состояние развития отдельных элементов финансовой инфраструктуры Украины.

Ключові слова: фінансова інфраструктура, фондовий ринок, банківська система, фінансові посередники, інвестиційні фонди.



435407

АВ 37.170

Підписано до друку *3.03.97р.*  
Формат 60x84 1/16  
Ум. друк. арк. 1,0. Ум. фарб.-відб. 1,0.  
Тираж 100 прим.