

Розділ 7

ЗАОЩАДЖЕННЯ НАСЕЛЕННЯ ЯК ДЖЕРЕЛО ІНВЕСТИЦІЙНИХ РЕСУРСІВ У НАЦІОНАЛЬНІЙ ЕКОНОМІЦІ

7.1. МЕХАНІЗМ ТРАНСФОРМАЦІЇ ЗАОЩАДЖЕНЬ НАСЕЛЕННЯ В ІНВЕСТИЦІЇ У РИНКОВІЙ ЕКОНОМІЧНІЙ СИСТЕМІ

Динамічний розвиток сучасної економіки важко уявити без масштабної інвестиційної діяльності. Водночас розміри інвестиційної активності в країні визначаються обсягом заощаджень. В економічній науці незаперечним є факт, що заощадження – єдине джерело інвестиційних ресурсів. Якщо, наприклад, дотримуватись логіки Дж.М.Кейнса, дохід можна визначити двояко: як суму споживання та заощадження або як суму видатків на споживчі блага та інвестиції. Тому рівність інвестицій і заощаджень очевидна й „впливає із двостороннього характеру угод між виробником, з одного боку, та споживачем чи покупцем капітальних благ – з іншого” [1, с.118]. Для змішаної відкритої економіки ця тотожність зберігає свою силу з тією лише відмінністю, що категорію „заощадження” тлумачать дещо ширше, як суму чотирьох компонентів: заощаджень населення (домогосподарств), фірм, уряду (у формі чистих податків) та іноземних заощаджень. Високий рівень кореляції між заощадженнями та інвестиціями демонструють і результати статистичних досліджень, відомі в економічній теорії як загадка Фельдштейна-Горіоки [2, с.194-195].

Не вдаючись до складних розрахунків, можна переконатись, що існує функціональний зв'язок між цими змінними. Достатньо порівняти значення валових заощаджень та інвестицій у провідних

країнах світу. Зокрема 2000 року валові заощадження країн зони євро досягли 21,9% ВВП, а валові інвестиції в основний капітал – 21,2% ВВП. Для США та Японії валові заощадження того ж року становили 18,1 та 27,7% ВВП, тоді як валові інвестиції – 21,1 та 25,9% ВВП відповідно [3, с.53, 72]. Як видно, здатність економік вказаних країн до інвестування тісно пов'язана з обсягами національних заощаджень.

Ця залежність виявляється у будь-якій економіці, проте механізм перетворення заощаджень в інвестиції може істотно різнитися. Головну роль у цьому відіграватимуть рівень розвитку та спосіб координації національної економіки. У бартерній економіці заощадження можуть здійснюватися лише у формі реальних товарів. Відповідно інвестування передбачає обмін цих товарів на капітальні блага, перетворюючи його у тривалий та громіздкий процес. Запровадження грошового обігу не змінює як суті заощаджень (відкладене споживання), так і їхніх властивостей (як джерела інвестиційних ресурсів), але водночас надає їм високоліквідної форми. Як наслідок, знижуються витрати обігу, інвестиційна діяльність в економіці поживається. Формування монетарного сектору економіки позбавляє інвесторів потреби самостійно здійснювати заощадження. Завдяки ліквідній формі останніх, інвестори, не володіючи достатнім обсягом власних ресурсів, отримують змогу запозичувати надлишки заощаджень у їхніх власників. Інакше кажучи, процеси нагромадження заощаджень та інвестування в економіці з грошовим обігом можуть бути розмежовані. Таке розмежування, щоправда, вимагає чіткої системи узгодження інтересів учасників інвестиційного процесу.

Якщо власник заощаджень та інвестор збігається в одній особі, то доцільність існування такої системи досить сумнівна. У цьому разі, фізичні особи самостійно приймають рішення про використання власних заощаджень для інвестицій у житлове будівництво чи здійснення індивідуальної підприємницької діяльності (підприємництво без створення юридичної особи, фермерство тощо). Або ж інвестиційне рішення є результатом спільних зусиль, тоді створення фірми на підставі партнерства. Зрештою саме тоді фірма виступає суб'єктом інвестиційної діяльності, реалізуючи заощадження її засновників (рис. 7.1).

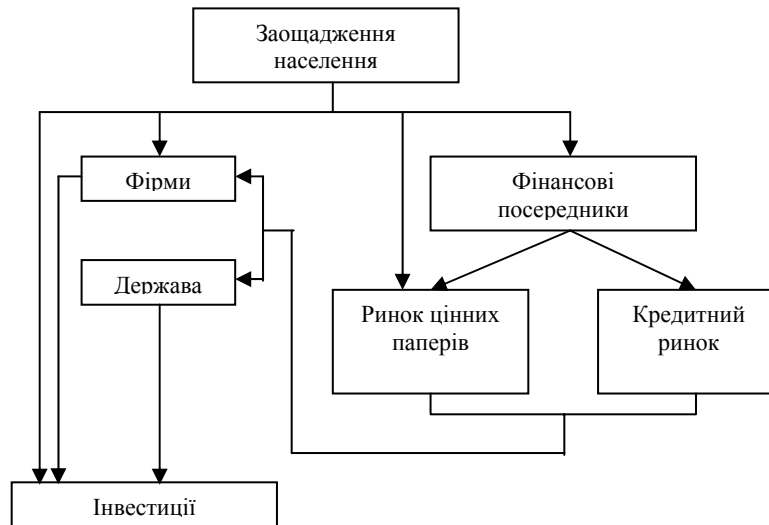


Рис. 7.1. Схема процесу трансформації заощаджень населення в інвестиції

Якщо ж власник заощаджень не є безпосереднім інвестором, механізм залучення інвестиційних ресурсів в економіку ускладнюється. Відтепер фірма-інвестор змушена не лише зважати на відповідність реалізованого проекту завданням, а й враховувати інтереси власників вільних грошових коштів. Для останніх надання грошей у позику – означає відмову від максимальної ліквідності заощаджень, а тому вимагає компенсації у формі процента. Розмір виплат, тривалість та форма запозичення – основні параметри, узгодження яких дає змогу реалізувати інтереси учасників інвестиційної діяльності. Механізмом збалансування цих параметрів відповідно до запитів кожної із сторін у ринковій економіці є фінансові ринки. Серед них важливу роль відіграє ринок цінних паперів. Цей сегмент фінансового ринку має ту перевагу, що забезпечує канали прямого фінансування інвестиційних проектів. Фірми та уряди країн спроможні позичати безпосередньо в населення за рахунок випуску в обіг майнових

прав. До того ж уможлиблюється досягнення одразу кількох проміжних цілей (мета – інвестування):

– конфліктність інтересів фінансового інвестора та позичальника зводиться до мінімуму завдяки багатоманітності фінансових інструментів. Зокрема державні та корпоративні облігації гарантують фіксовані процентні платежі у майбутньому і мають обмежений термін обігу, водночас вилучаючи можливість контролю за діяльністю емітента. Акції ж, навпаки, забезпечують доступ до процесу прийняття управлінських рішень, але не гарантують постійних доходів і не мають визначеного терміну обігу. Втім ці види цінних паперів не вичерпують можливих виявів прямого фінансування. Фінансові ринки гнучко реагують на запити емітентів та фінансових інвесторів, пропонуючи як традиційні цінні папери, так і „гібридні” фінансові інструменти. Прикладом останніх можуть бути привілейовані акції, інвестиційні характеристики яких майже ідентичні корпоративним облігаціям, а відмінність виявляється лише у безстроковості цих цінних паперів. Це ж стосується і конвертованих облігацій (за певних умов їх можна обмінювати на акції) чи облігацій, забезпечених заставою (мінімізують кредитні ризики) тощо;

– механізм прямого фінансування відкриває емітентам цінних паперів доступ до практично необмежених фінансових ресурсів. Якщо інвестиційні можливості конкретної фірми обмежені недостатнім власним капіталом, можна скористатися заощадженнями населення, запропонувавши натомість фінансові інструменти з прийнятними для індивідуального інвестора характеристиками. Як свідчить господарська практика, емітент спирається аж ніяк не на вузьке коло осіб. У США акціонерами є 51,4 млн. осіб, що становить 21,1% всього населення країни, у Великобританії – 9 млн. (або 15,8%), Японії – 11 млн. (або 9%), ФРН – 4,5 млн. осіб (або 5,5%) [4, с.11]. Якщо ж взяти до уваги, що прошарок населення, незацікавленого у безпосередньому керуванні фірмою-реципієнтом (тобто такого, що вкладає гроші у непайові цінні папери), значно більший, питання про фінансову базу інвестиційного процесу перестає бути актуальним як така;

– ринок цінних паперів, за своєю суттю, покликаний підтримувати високий (хоча й не абсолютний) рівень ліквідності

фінансових інструментів. Це виявляється у функціонуванні первинного та вторинного сегментів цього ринку. Перший сприяє перетворенню заощаджень у фінансові ресурси для інвестування, другий – перепродажу майнових прав, унаслідок чого фінансові активи трансформуються у готівку. З огляду на це значення вторинного ринку цінних паперів для інвестиційного процесу не завжди зрозуміле. Справді, продаж фінансового активу, яким є цінний папір, не означає, що отримані в такий спосіб ресурси будуть скеровані на первинний ринок чи на реальне інвестування. Ймовірно, вони слугуватимуть спекулятивним операціям з фінансовими інструментами на тому ж вторинному ринку, а отже, омінатимуть процеси реального інвестування (подібно до операцій з валютою, нерухомістю тощо). Між тим поверховість такого висновку очевидна. Тут доречно згадати тезу Кейнса: „Рішення інвестувати капітал в приватні підприємства старого типу означали ... що не можна було безперешкодно взяти назад вкладені гроші – не лише з точки зору суспільства в цілому, але й для окремих осіб” [1, с.214]. Тобто за відсутності ринку цінних паперів, перегляд рішення щодо інвестування власником чи співвласником фірми автоматично означав дезінвестування. Існування ж вторинного ринку цінних паперів передбачає, що відчуження акцій їхнім власником аж ніяк не впливає на функціонування фірми-емітента, підтримуючи цим завершення реалізації інвестиційного проекту. Словом, вторинний ринок виконує роль системи, яка підтримує процеси прямого фінансування та інвестування.

Якими б вагомими не були переваги ринку цінних паперів, вважати його ідеальним варіантом розв’язання проблеми трансформації заощаджень в інвестиції немає достатніх підстав. Безперешкодне функціонування інвестиційного процесу тільки на базі прямого фінансування має передбачати абсолютну достовірність та вичерпність інформації про емітентів, якою користуються фінансові інвестори. Реально ж спостерігаємо асиметричність інформації – позичальник, прагнучи залучити потрібні ресурси, здебільшого пропонує потенційним інвесторам „дозовану” інформацію, яка утруднює ефективне прогнозування. І це при тому, що фінансово-інвестиційне прогнозування вимагає спеціальних знань, а їхня відсутність збільшує ймовірність хибного

рішення і збитків. Безпосереднє залучення грошей у населення не завжди вигідне і позичальникам, оскільки пов'язане із значними трансакційними витратами. Дослідження цільової аудиторії, вибір оптимальної форми випуску цінних паперів та обслуговування обігу останніх здорожчують інвестиційні ресурси. Економіка ринкового типу, однак, спроможна частково розв'язати і ті проблеми завдяки перекладанню частини витрат та ризиків на третіх осіб, якими є фінансові посередники.

Фінансове посередництво охоплює велику кількість інститутів, які, подібно до інших фірм та уряду, залучають заощадження домогосподарств, проте менше зацікавлені у здійсненні реальних інвестицій і перепозичають фінансові ресурси. Перехід заощаджень у користування кінцевих позичальників відбувається через ринок цінних паперів (посередник купує майнові права поряд з іншими учасниками ринку) чи кредитний ринок (позичальник бере на себе певні фінансові зобов'язання, які, хоч і оформлені документально, не підлягають вільній купівлі чи продажу) (рис.7.1). На перший погляд, канали непрямого фінансування лише ускладнюють процес трансформації заощаджень в інвестиції та стимулюють непродуктивні спекулятивні операції. Однак глибший аналіз засвідчує формування потужного сектору фінансових послуг, перевагами якого користуються як фінансові інвестори, так і реальні. Власники заощаджень, як і за умов прямого фінансування, здатні збільшувати свої споживчі видатки у майбутньому, проте позбуваються потреби самостійно обирати інвестиційно привабливі проекти, доручаючи це фахівцям фінансових інститутів. Позичальники, ж уникають витрат, пов'язаних із прямим залученням коштів у населення (індивідуальні заощадження, зазвичай, незначні за обсягом). Функцію акумуляції невеликих сум для фінансування масштабних проектів перебирають на себе посередники. Цим перелік переваг фінансового посередництва не вичерпується. Для непрофесійних фінансових інвесторів чи не найбільшою вигодою від функціонування фінансових інститутів є можливість знизити ризикованість вкладень. Купуючи цінні папери конкретного емітента, дрібний заощадник бере на себе всі можливі ризики (процентний, кредитний тощо) в повному обсязі. Якщо ж він віддає перевагу цінним паперам інвестиційних інститутів чи

депозитам комерційних банків, то стає співвласником портфеля активів. Володіння таким портфелем не гарантує уникнення збитків від коливань ринкової вартості активів, але зменшує втрати від банкрутства окремих позичальників завдяки успішній діяльності інших.

Врешті фінансове посередництво робить свій внесок і в забезпечення високої ліквідності активів. Якщо індивідуальні фінансові інвестори беруть активну участь у торгівлі цінними паперами лише періодично, то інституційні – присутні на ринкові постійно і підтримують його функціонування. Це гарантує фізичним особам можливість у будь-який момент продати набуті раніше у власність фінансові інструменти. Подібно власник депозитного рахунку у комерційному банку може перетворити його на готівку (нехай навіть із певними втратами), що набагато привабливіше, ніж продавати реальні активи із низькою ліквідністю. Щоправда не всі фінансові інститути пропонують високоліквідні власні зобов'язання. Зокрема вклади в пенсійних фондах, з огляду на їхню довгостроковість, перетворити на готівкові кошти практично неможливо. Та обставина, що величина майбутніх доходів клієнтів пенсійних фондів компенсує поточні незручності, є безперечно вагомою. Однак у цьому контексті доречно згадати еволюцію характеристик пасивів страхових компаній. Тривалий час страхові поліси також не мали високої ліквідності, але останніми роками їхні власники отримали змогу перетворити цей вид зобов'язань на готівку (за певних умов) чи позичати гроші під заставу останніх [5, с.139]. Одне слово, фінансові інститути тяжіють до максимальної відповідності своїх пасивів запитам власників заощаджень, а тому неперервно розвиваються.

Отже, може скластися уявлення, що пряме та непряме фінансування є досконалим механізмом, який гарантує безперешкодну трансформацію заощаджень населення в реальні інвестиції. Таке враження помилкове, хоча було фундаментом багатьох економічних концепцій. Сьогодні закон Сея дедалі рідше сприймають як незаперечну істину, а відповідно і висновок, що впливає з нього: „будь-який індивідуальний акт утримання від споживання рівнозначний тому, що праця і матеріальні ресурси, які

вивільняються із сфери споживання, скеровуються на виробництво капітальних благ” [1, с.72]. Тобто, володіючи купівельною спроможністю, окремі індивіди можуть не користуватися нею, внаслідок чого заощадження та заплановані інвестиції не дорівнюють одні одним. Фінансові ринки, попри свою гнучкість, розв’язати цю проблему в повному обсязі нездатні. Натомість вони характеризуються високим рівнем нестабільності, що породжує сумніви у їх доречності як регулятора інвестиційного процесу. Масові банкрутства кредитних інститутів у США (від 1980 року в країні неплатоспроможними виявились понад 2000 банків та ощадних установ [6, с.161-162]) чи відомі біржові крахи 1929 та 1987 років, Азійська (1997) та Російська (1998) фінансові кризи ще раз підтверджують обґрунтованість таких сумнівів. Закономірно виникає запитання, чи не доцільно замінити ринковий механізм перетворення заощаджень в інвестиції прямим контролем за використанням ресурсів з боку держави? Ідея досить приваблива з низки причин.

По-перше, централізоване управління інвестиційним процесом розв’язує проблему недостатності заощаджень для реалізації виробничих проектів. Якщо ринкова економіка передбачає залучення вільних грошових коштів через створення вигідних умов для їхніх власників, то в командно-адміністративній економіці достатньо лише вольового рішення. Як зазначав Й.Шумпетер, центральне керівництво в особі, наприклад, соціалістичного міністерства економіки „може залежно від обставин вимагати від членів суспільства тимчасових жертв і додаткових зусиль, а також потягти за собою тимчасові незручності” [7, с.162]. Держава перебирає на себе як функцію акумулювання заощаджень (наприклад, через примусові запозичення), так і право визначати їхній розмір, обмежуючи споживання тих чи інших благ. Результати такого управління фінансовими та реальними потоками можна спостерігати на прикладі економіки СРСР – частка інвестицій у ВВП цієї країни, виміряна у світових цінах, в останні роки її існування сягала 60% [8]. Цей показник для країн з ринковою економікою балансує в межах 20-30%, незважаючи на високий рівень розвитку фінансових інститутів.

По-друге, за умов централізованого планування зникає загроза економічній стабільності з боку фінансових ринків. Оскільки прийняття інвестиційних рішень перебуває тільки у компетенції держави, фінансові ринки втрачають більшість своїх функцій, залишаючись лише проміжною ланкою між плановими органами та підприємствами. У цьому контексті доречно згадати тезу угорського економіста Я.Корнаї: „якщо сигнал до початку реалізації інвестиційної програми вже дано, скарг типу „будівельні потужності, обладнання, матеріали і робітники знайшлись би, але немає грошей” не почувеш. Грошове покриття завжди можна знайти” [9, с.541]. Тобто монетарна сфера економіки перестає бути регулятором інвестиційної активності, а саме лише існування фінансових інститутів не передбачає формування відповідних ринків у строгому розумінні цього поняття. Справді, практично необмежений доступ до грошових коштів перетворює один з головних елементів кредитного ринку – процентну ставку – у суто символічну плату за позичені фінансові ресурси, яка не залежить від ступеня ризику позичальника, перспективності проекту чи інтересів власника заощаджень. Водночас зазнає відчутної деформації та звуження ринок цінних паперів. Він обслуговує здебільшого здійснення державних запозичень, тоді як ринок акцій зникає повністю, а ринок корпоративних облігацій, якщо й функціонує, не забезпечує відчутних переваг, порівняно з іншими способами фінансування інвестицій (класичний зразок – емісія корпоративних облігацій у Німеччині 1933 року). Зрештою навіть наявність в економіці типових інструментів фінансового ринку (державні та корпоративні облігації, ощадні депозити тощо) слабо мотивує рух коштів від власників заощаджень до фірм саме цими каналами. Річ у тім, що дефіцит споживчих благ, який є невід’ємним елементом командно-адміністративної економіки, знижує стимули до примножування заощаджень населення через їх розміщення у різноманітні фінансові активи. Як наслідок, готівкова форма заощаджень стає не випадковим явищем.

Вигоди від запровадження планової координації інвестиційної діяльності, можна вважати такими, що з надлишком компенсують „тимчасові незручності”. Однак такий висновок дещо поверховий, оскільки не бере до уваги довготермінових втрат суспільства від

заміни ринкового механізму трансформації заощаджень населення в інвестиції на директивний.

Відмова виробничих одиниць від права самостійно визначати інвестиційні програми та джерела їх фінансування має сенс лише тоді, коли уряд здатний оцінювати реальні потреби економіки та правильно інформувати суб'єктів, безпосередньо відповідальних за реалізацію конкретних проектів. Ця здатність виявляється здебільшого в короткотерміновий період, коли чітка стратегія управління інвестиційними потоками дає змогу національній економіці успішно функціонувати, не вдаючись до деталізованого оцінювання ринкових сигналів (ціни на товари та послуги, процентні ставки, курси акцій тощо). У довготерміновій перспективі зростає ризик того, що за відсутності ринкового середовища, рішення планових органів, будуть помилковими. Не має значення, чи помилковість рішень зумовлена низьким рівнем актуалізації планової інформації, чи суб'єктивними чинниками, чи просто некомпетентністю. Важливо те, що економіка розвивається у хибному напрямі, інвестуючи виробництва, продукція яких не має попиту. Сподівання на те, що ситуацію вдасться виправити коштом зворотного інформаційного потоку з мікроекономічного рівня (з боку підприємств), не справджуються. Підприємство в умовах командно-адміністративної економіки має справу тільки з одним видом обмежень – плановим завданням, яке, втім, потрапивши під процедуру “уточнення” нерідко вдавалось усунути [10, с.226-227]. Решта обмежень, характерних для ринкової економіки, як-от, висока вартість запозичень, попит на продукцію чи ризик банкрутства, не спрацьовують. Як наслідок, відсутність серед мотивів діяльності підприємства досягнення максимального прибутку та „м'які” бюджетні обмеження породжують прагнення до постійного розширення, яке для економіки загалом обертається надмірним інвестуванням переважно неефективних галузей.

Ринковий механізм, хоча й не володіє високою стабільністю і не гарантує абсолютної відповідності обсягів заощаджень інвестиціям, частково, виробив “імунітет” до помилкових інвестиційних рішень. Його суть зводиться до неперервного контролю за інвестиційними проектами з боку власників фінансових ресурсів. Оскільки коло осіб, причетних до прийняття відповідних рішень

ширше, ніж у випадку централізованого планування, ймовірність вибору хибних орієнтирів розвитку економіки значно знижується. Як аргумент, варто згадати деякі міркування А.Пігу. Він, зокрема, вказує, що “фінансування промислових капіталовкладень значною мірою здійснюється за рахунок коштів, що належать людям, які насправді не займаються підприємницькою діяльністю”, зараховуючи до них професійних фінансистів, засновників акціонерних товариств, багатих людей із широкої публіки тощо. Відтак зауважує, що „значна частина коштів суспільства вкладається під спільним контролем професійних фінансистів, зацікавлених у заснуванні різноманітних компаній, і забезпечених людей з кола широкої громадськості” [11, с.222]. Ще далі йде Й.Шумпетер, відстоюючи думку, що „правильніше буде називати акціонерів, учасників товариств і т.д. інвесторами (капіталодавцями), чії права задовольняються в останню чергу, але які зате безпосередньо скеровують, забезпечують діяльність підприємства і мають право на отримання більшої частки прибутку в якості винагороди, ніж в тому випадку, якби вони були тільки підприємцями” [7, с.250]. Кожна із тез фактично акцентує увагу на здатності населення ризикувати власними грошовими коштами, що зобов’язує їх відстежувати ефективність використання інвестиційних ресурсів. Тому саме власники заощаджень обирають напрями розвитку окремих виробництв і національної економіки в цілому. Або ж, як стверджує У.Мітчел, „засновники ... не більш як дослідники, які вказують армії промисловців незнайомий їм шлях для просування вперед ... Відкидаючи одні проекти і приймаючи інші, люди, які розпоряджаються грошми, відіграють важливу (хоч і не дуже помітну) роль в організації наймання робочої сили, виборі сировини та розташування підприємства” [11, с.222].

Це аж ніяк не виправдовує вад, притаманних ринковому механізму перетворенню заощаджень в інвестиції, а тим паче, не має на меті його ідеалізувати. Асиметричність інформації на фінансових ринках може істотно знизити ефективність контролю фінансових інвесторів за реалізацією окремих проектів. На ринку акцій це виявляється у формуванні спекулятивних „бульок” [12, с.49]. Їх можна охарактеризувати як завищення ринкової оцінки акцій, спричинене такими обставинами:

– фінансові інвестори активно скуповують акції компаній, які тривалий час звітували з прибутками або оприлюднюють оптимістичні прогнози щодо майбутніх прибутків і дивідендів. Якщо така звітність чи прогноз містять недостовірні дані, різкий спад загрожує усьому ринкові. Однак саме у дозованій інформації та спотворених прогнозних оцінках нерідко зацікавлені емітенти, оскільки це дає змогу продовжити реалізацію запланованих проектів за рахунок нових емісій тощо;

– фінансові інвестори, сподіваючись зростання курсів акцій, купують їх у великій кількості; збільшення попиту на акції веде до зростання курсової вартості, що підсилює оптимізм інвесторів і спонукає їх далі купувати цей вид активів. У цьому разі власники заощаджень платять за свою неспроможність точно прогнозувати майбутні ділові коливання, а часто й надмірну самовпевненість. Водночас економіка на короткий проміжок часу втрачає реальні інвестиційні орієнтири.

Все ж ринкова підсистема регулювання інвестиційного процесу ефективніша за громіздкий механізм директивної економіки, що підтверджує вибір більшості розвинутих країн. Однак вона зазнає впливу як національних чинників, так і державних інституцій, покликаних пом'якшити її вади.

Національні особливості виявляються у тому, що один із сегментів фінансового ринку – кредитний ринок чи ринок цінних паперів – домінує в структурі фінансування підприємницьких проектів. Це зумовлено як рівнем розвитку окремих інструментів ринку цінних паперів та фінансових інститутів, так і специфікою правового середовища кожної із країн.

Економіка США, наприклад, спирається на потужну мережу фінансових посередників та законодавче обмеження участі комерційних банків у торгівлі цінними паперами – їм заборонено здійснювати операції з корпоративними фінансовими інструментами. Ця країна претендує на майже ідеальну реалізацію моделі ринково орієнтованої фінансової системи. Справді, за окремими оцінками, майже 70% зайнятих повнолітніх громадян США регулярно скеровують свої заощадження (це майже 2 млрд. дол. щомісячно) в інвестиційні фонди, а не на банківські рахунки. Зважаючи на величину вкладів в американських фондах 1998 року

(3,7 трн дол.), прогнозувалось, що наприкінці тисячоліття вони випередять за обсягом активи всіх комерційних банків країни (4,5 трн дол.) [13, с.83]. Однак реальні параметри перевершили найсміливіші прогнози – активи публічних інвестиційних фондів США на 31 грудня 2000 року сягли майже 7,5 трн євро [14, с.20]. Показово також, що наприкінці 2000 року банківські депозити у США становили лише 37,6% ВВП країни. Цей показник більш ніж удвічі менший за відповідне значення для країн зони євро (79,1%) і майже втричі – для Японії (110,7%). Закономірним наслідком зазначених пропорцій слід вважати і відставання країни за обсягом банківських позик – 50,8% (країни зони євро та Японія – 107,7 і 103,8% відповідно) [15, с.34]. Втім, зважаючи на обсяги ринку цінних паперів, економіка США не відчуває дефіциту інвестиційних ресурсів.

Протилежну модель розвитку фінансової системи демонструє, зокрема, Німеччина. Її економіка тяжіє до кредитного фінансування інвестиційних проєктів, а банки займають провідні позиції серед фінансових посередників, навіть якщо йдеться про фондовий ринок. Сприятливі умови для формування банківсько орієнтованої фінансової системи творить насамперед висока схильність населення заощаджувати за допомогою вкладів у кредитних установах. Наприкінці 1998 року вклади у банках та в ощадних касах становили 36,2% загального обсягу заощаджень домогосподарств (5863 млрд. нім. марок). Тоді як в інвестиційні фонди спрямовувалось лише 10%, акції – 8,7%, цінні папери з фіксованим процентом – 13,5% [16, с.723]. У довірчому управлінні комерційних банків, ощадних кас та жиро-банків перебувало 53,2% загальної кількості портфелів цінних паперів їхніх клієнтів на загальну суму 5515 млрд. нім. марок (84% загальної курсової вартості). Для інвестиційних компаній аналогічні показники становили 29 та 1,4% відповідно [17, с.719]. Отже, навіть віддавши перевагу вкладенням у цінні папери, власники заощаджень звертаються за допомогою до банківських установ як структур, відомих своєю надійністю.

Відсутність заборони на здійснення операцій з інструментами ринку цінних паперів надає німецьким комерційним банкам додаткову перевагу. Завдяки своїй універсальності вони здатні

зосереджувати у своїй власності великі, а часто й контрольні, пакети акцій провідних фірм, отримуючи можливість доступу до вичерпної і достовірної інформації щодо проектів, які здійснює позичальник. Це дає змогу оптимізувати інвестиційні програми, відмовляючись у фінансуванні надмірно ризикованих ідей, і гарантувати стабільні доходи своїм вкладникам. Достатньо переконливим прикладом цього є три провідні німецькі банки – *Deutsche Bank*, *Dresden Bank* і *Commerzbank*, які володіють різними за розміром пакетами акцій кількох десятків компаній кожен, серед яких такі відомі, як *Bayer* та *Siemens*. Врешті, з'являються підстави залучати інвестиційні ресурси за допомогою нетипових для банків інструментів через придбання страхових компаній. Реалізуючи через мережу власних філій страхові поліси, комерційний банк орієнтується на ширше коло заощадників, а отже, й отримує конкурентні переваги щодо інших фінансових інститутів. Проникнення на ринок страхових послуг – невід'ємний елемент, зокрема, стратегії *Deutsche Bank*. Втім у подібній співпраці, як і в доповненні традиційних послуг просуванням кредитів, зацікавлені нерідко самі страхові компанії. Зразком таких інтересів можна вважати участь страхової фірми „Альянс” у статутних фондах *Dresden Bank* та *Bayerische Hypo- und Vereinsbank*. У кожному разі сучасний німецький банк перетворюється у потужну фінансову групу з необмеженим доступом до інвестиційних ресурсів.

Моделі ринково та банківсько орієнтованих фінансових систем, безперечно, є лише еталонами, до яких може наближатися механізм трансформації заощаджень в інвестиції, не вписуючись у рамки жодної з них на сто відсотків. Реальна економічна активність демонструє радше змішаний тип фінансової системи, в якій інтенсивність впливу банківського сектору та ринку цінних паперів на інвестиційну діяльність по чергово досягає своїх максимальних та мінімальних значень. Такі „маятникові” тенденції мають своїм наслідком, зокрема, посилення ролі фондових інструментів у фінансуванні інвестицій у країнах Євросоюзу або ж стирання меж між банківським та інвестиційним бізнесом у США тощо.

Посилення ролі ринку цінних паперів у структурі фінансового сектору економік країн зони євро не завжди очевидне. Якщо взяти до уваги номінальні величини фінансових трансакцій, можна

зауважити, що обсяги кредитних потоків, призначених для сектору нефінансових корпорацій цієї групи країн, 1999 року зросли порівняно з 1997 роком у 2,27 раза. Водночас обсяги фінансування, яке забезпечують емісії акцій та інші корпоративні паї, збільшились у 1,54 раза. Внаслідок цих тенденцій частка кредитів у структурі зовнішнього фінансування цього сектору економіки досягла 52,7%, тоді як акцій та інших корпоративних паїв – 23,6%, а боргових зобов'язань – 6%. Тобто інструменти ринку цінних паперів є другорядними у структурі залучення зовнішніх фінансових потоків, забезпечуючи менше ніж третину їхнього обсягу. Якщо ж врахувати, що 1997 року відповідні показники становили 42,7, 28,2 та 3,6%, сформованість банківсько орієнтованої фінансової системи у країнах зони євро можна вважати доведеною. Особливо на тлі структури зовнішніх фінансових потоків у США 1999 року – цінні папери – 45,9%, кредити – 19,5% [18, с.49].

Принципово інший висновок можна зробити якщо до аналізу додати фінансові змінні, врахувавши коливання ринкової вартості цінних паперів. Тоді частка кредитів у структурі зовнішнього фінансування нефінансових корпорацій зазначеного кола країн наприкінці 1999 року фіксується на рівні 23,3, а цінних паперів – 65%. Це співвідношення, щоправда, суттєво відмінна від аналогічного показника для економіки США – 5,4 та 80,8% відповідно, але характеризується чіткою тенденцією – наприкінці 1997 року частка кредитів становила 30%, а цінних паперів – 54,8% [18, с.48]. Одне слово, додаткові емісії, наприклад, акцій дають змогу, завдяки зростанню їхньої курсової вартості, залучити набагато більші обсяги інвестиційних ресурсів за незмінного номіналу цінних паперів. Це стимулює нефінансові корпорації замінювати кредитні ресурси коштами від продажу фондових інструментів у період загального зростання ринку капіталу, і навпаки.

Оцінити перспективи фінансування за рахунок цінних паперів у Європі можна на підставі динаміки капіталізації ринків акцій провідних економік світу (рис.7.2). США, підтверджуючи тезу про ринкову орієнтованість їхньої фінансової системи, залишаються лідером за цим показником – 153% ВВП 2000 року. Для країн зони євро цей показник відчутно менший – 93%, хоча й випереджує

капіталізацію ринків акцій Японії (68%), яка до того ж за останнє десятиріччя навіть знизилась на 1,28 раза. Набагато важливішим є факт, що для європейських країн його значення у 1990-2000 роках зросло у 4,4 раза, тоді як для США – лише у 2,8 раза.

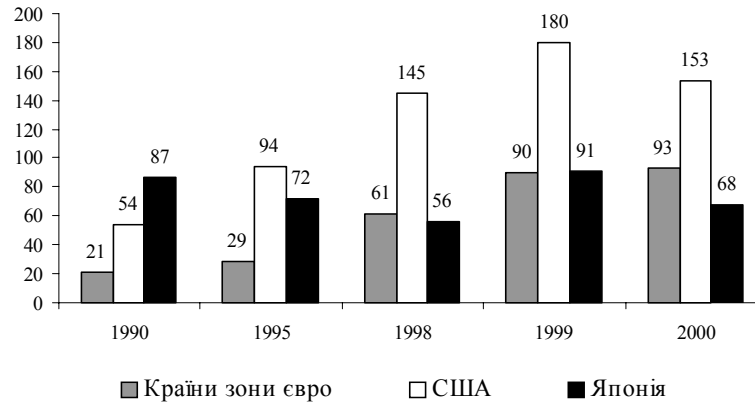


Рис. 7.2. Капіталізація ринків акцій у країнах зони євро, США та Японії (кінець періоду, %ВВП)*

*Джерело: *The Monetary Policy of the ECB. – Frankfurt am Main: European Central Bank, 2001. – P.29.*

Отже, ринки акцій країн зони євро розвиваються динамічніше, забезпечуючи високу мобільність інвестиційних ресурсів. Схожі тенденції притаманні і ринкові боргових зобов'язань. Поступаючись США та Японії за обсягом випуску цих фінансових інструментів (146,9 та 126,5% відповідно), країни євро все ж демонструють непогану динаміку. Якщо наприкінці 1990 року обсяги емісій боргових зобов'язань становили 63,1% ВВП, то наприкінці 2000 року – 100,7%, тобто майже в 1,6 раза більше [15, с.28-29]. Варто зауважити, що темпи зростання обсягів випуску боргових зобов'язань власне нефінансових корпорацій за аналогічний період виявились нижчими – лише на 1,34 раза. Основу ж емісій становлять державні цінні папери (53,3% ВВП) та боргові інструменти монетарних фінансових інститутів (37,6% ВВП). Зважаючи на те, що 82% загальної кількості останніх

становлять кредитні установи, нескладно зробити висновок, що залучені в такий спосіб заощадження домогосподарств поповнять кредитний ринок. Це ще раз підтверджує те, що зміни у фінансовій системі країн зони євро відбуваються еволюційно і не матимуть своїм наслідком повної її переорієнтації на ринково орієнтований тип. Це певною мірою стосується і Японії, емісії державних цінних паперів у якій сягають 96% ВВП, нефінансових та фінансових корпорацій – майже порівну. Знаючи, що уряд цієї країни фінансує підприємницький сектор через великі комерційні банки, зрозумілою є банківська орієнтація її економіки, яка знову ж не є абсолютною.

Помітна активність держави на ринку цінних паперів зумовлює відповідну структуру зобов'язань нефінансового сектору економіки країн зони євро (нефінансові корпорації, держава, домогосподарства та некомерційні організації) загалом. У середині 2000 року частка коротко- та довгострокових кредитів досягла 44,8, а цінних паперів – 52,6%. Причому до уваги беруть лише акції, які продаються на біржах, а отже, частку фондових інструментів у структурі зобов'язань сектору слід вважати заниженою. Цінні папери посідають чільне місце серед фінансових активів нефінансового сектору – 44,8%, тоді як готівка та депозити – 33,7% [19, с.86-87]. Як видно, ринок цінних паперів країн Європи ефективно узгоджує інтереси власників заощаджень та реальних інвесторів і витісняє традиційні інструменти фінансування фірм. Закономірним наслідком цих тенденцій є розгортання процесу дезінтермедіації.

Дезінтермедіація, як скорочення участі фінансових посередників у процесі перетворення заощаджень в інвестиції, яскраво виявилася у 60-70-х роках ХХ сторіччя у США. Висока віддача вкладень у державні та корпоративні цінні папери спонукала власників заощаджень орієнтуватись на канали прямого фінансування економіки, а отже, інвестиційні потоки оминали банківський сектор економіки, ставки за депозитами якого жорстко контролював уряд. Втім, як можна судити із досвіду різних країн, від активізації співпраці фірм та професійних фінансових інвесторів програють насамперед кредитні інститути. Страхові компанії, зважаючи на специфіку пропонованих послуг, відчутних

втрат здебільшого не зазнають. Натомість інвестиційні посередники навіть набувають додаткових конкурентних переваг.

Діяльність непрофесійних учасників ринку пов'язана із підвищеним фінансовим ризиком, зважаючи на брак спеціальних знань. У разі ж придбання цінних паперів інвестиційних інститутів особи, неохочі до ризику, отримують змогу використовувати сприятливу динаміку ринку фінансових активів, уникаючи можливих втрат. Прикладом вдалої реалізації конкурентних переваг інвестиційним бізнесом може слугувати виникнення у США 1975 року³⁵ взаємних фондів грошового ринку. Орієнтуючись на операції з короткостроковими цінними паперами, вони пропонували вкладникам високі доходи та рівень ліквідності, аналогічний чековим рахункам у банківських установах. Відновити свої позиції комерційні банки та ощадні інститути зуміли лише наприкінці 70-х років ХХ сторіччя за сприяння законодавців, коли запропонували власникам заощаджень нові фінансові інструменти – сертифікати та депозитні рахунки грошового ринку [20, с.97].

У Європі відшукати ознаки посилення ваги інвестиційних установ у структурі фінансового посередництва дещо важче. Зокрема наприкінці 1997 року неконсолідовані активи інвестиційного бізнесу в країнах зони євро не перевищували третини ВВП. Це в 1,3 раза менше, ніж активи страхових компаній та пенсійних фондів, і у 7,5 раза – ніж активи кредитних інститутів. В окремих країнах відставання від кредитних установ більш ніж показове – майже 10,4 раза у Німеччині, 10,6 – Австрії, 12 – у Нідерландах та майже 37,8 – у Фінляндії. Винятком, що підтверджує правило, слід вважати економіку Люксембурга – активи кредитних інститутів більші лише на 30% [22, с.56]. Все ж перспективи інвестиційного бізнесу в цих країнах значно вищі, ніж може здатися на перший погляд. Зокрема частка вкладень в інвестиційні фонди у структурі фінансових активів нефінансового сектору зросла із 8 1997 року до 12% 2000 року [12, с.46], засвідчивши зростання інтересу до пропонованих цими інститутами інструментів. Слід зазначити, що фонди грошового

³⁵ Окремі джерела вказують на значно ранішу дату появи цих інвестиційних інститутів – 1971 рік [21, с.88]

ринку (1,5% фінансових активів 2000 року), неперервно зростають. Впродовж 1998-2000 років приріст чисельності таких інституційних інвесторів становив 5,5%. Водночас загострення міжнародної конкуренції та потреби в нарощуванні капіталу банківських установ зумовили зменшення їхньої кількості за вказаний період на 10,1% [15, с.30-31]. Тобто відбувається поступова сегментація фінансових ринків європейських країн на зразок економіки США, з тією відмінністю, що відсутні законодавчі обмеження на участь банків у торгівлі цінними паперами. Звичайно, це можна вважати одним з головних чинників випереджувального розвитку сектору інвестиційного підприємництва економіки США. Наприкінці 2000 року активи

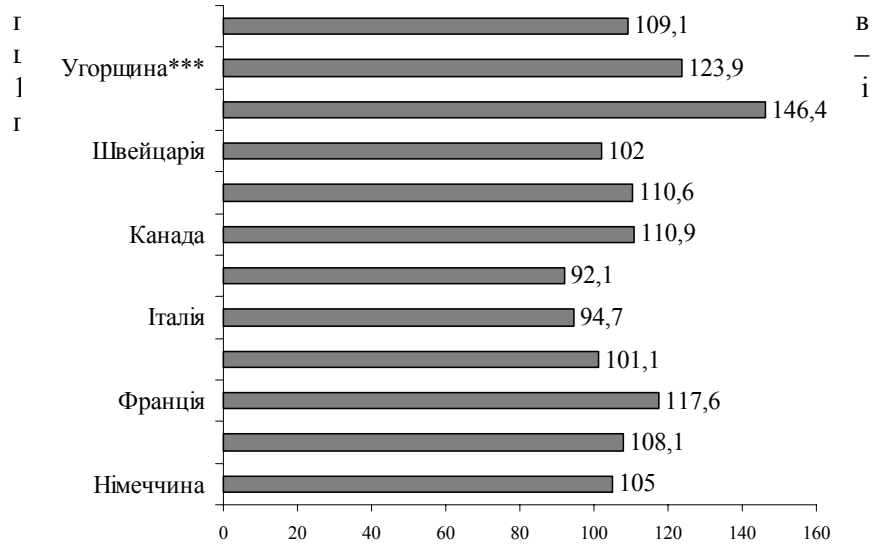


Рис. 7.3. Темпи зростання активів публічних інвестиційних фондів у країнах Європи, Америки та Японії наприкінці 2000 року (у % до 1999 року)*

*Розраховано за: *Investment 2001/ Daten, Fakten, Entwicklungen.* – Frankfurt am Main: BVI Bundesverband Deutscher Investment-Gesellschaften e.V., 2001. – 146S.

**Включно з іноземними фондами, розміщеними у Німеччині.

***Активи на 30.06.2000 року.

Особливо, якщо зважити на темпи зростання активів інвестиційних фондів. У більшості країн світу цей показник рідко відстає від аналогічного значення для США (рис. 7.3). В окремих випадках (Франція, Канада, Австрія, деякі країни з перехідними економіками) навіть випереджує його. Виняток становлять лише Італія та Японія, де активи інвестиційних інститутів упродовж 2000 року зменшились на 5,3 та 7,9% відповідно. Ситуацію у Японії пояснити порівняно нескладно, пам'ятаючи про зниження капіталізації її фондового ринку та банківсько орієнтований тип фінансової системи. Що ж до Італії, то за показником "активи на душу населення" вона випереджує Німеччину та Великобританію (як і Японію), а тому можна припустити, що погіршення динаміки активів зумовлене загалом несприятливими умовами для інвестиційного бізнесу та недостатньо ефективним керуванням фондами. На користь цього свідчать як зниження провідних фондових індексів, так і те, що активи інвестиційних фондів Німеччини, орієнтованих на придбання акцій, зросли за цей же період на 21%.

Збільшення частки заощаджень населення, що залучаються в інвестиційний процес через ринок цінних паперів, у традиційно банківсько орієнтованих системах відбувається паралельно із поглибленням універсалізації діяльності кредитних інститутів у системах, ринково орієнтованих. Виявом таких тенденцій можна вважати, зокрема, зростання активності комерційних банків США на ринках капіталу у формі операцій із сек'юритизованими активами.

Сек'юритизація фактично означає, що банк оформляє видані кредити як цінні папери, передаючи права на отримання основної суми боргу та частини процентів фінансовим інвесторам. Банки приваблює можливість збільшити ліквідність власних активів і, безперечно, прийнятний рівень доходів. За окремими даними, упродовж 1987-1997 років доходи від операцій сек'юритизації банків США зросли від 26,5 до 55,1 млрд. дол. [23, с.23]. Фінансові інвестори, натомість, орієнтуються на фінансові інструменти, кредитний ризик яких нескладно оцінити, і який, зрештою, мінімізується завдяки диверсифікованості кредитного портфеля. Про позитивне сприйняття ринком нового типу фінансового

інструмента може свідчити те, що обсяг цінних паперів, забезпечених активами депозитних інститутів зріс із понад 1 млрд. дол. 1985 року до більш ніж 60 млрд. дол. 1993 року. З урахуванням іпотечних позик суми зростають відповідно до 368 млрд. і 1 трен дол. [20, с.221]. Щоправда, поява нового сегмента фінансового ринку пов'язана із деякими проблемами. Відсутні гарантії того, що сек'юритизовано буде саме якісний збалансований кредитний портфель, а не портфель безнадійних позик. Відповідно фінансове інвестування слід орієнтувати лише на пропозиції банків з надійною репутацією, що утруднює вихід на ринок установ, які вдаються до таких операцій вперше.

Хоча правове поле у США не дозволяє комерційним банкам остаточно утвердитися лідером на ринкові цінних паперів, сек'юритизація активів забезпечує їм відчутні переваги порівняно з інвестиційними банками, спеціалізація яких робить їх надто вразливими. Можна навіть стверджувати, що наприкінці XX – на початку XXI сторіччя фондові кризи істотно послабили позиції інвестиційних банків у світовій економіці загалом. Свідченням цього є дворазове зниження прибутків цих фінансових інститутів 2001 року. Причиною цього стали скорочення обсягів угод із злиття та поглинання компаній на 56%, зменшення угод із розміщення акцій на 30% і, врешті, розмірів комісійних на 20% [24]. У цих умовах однозначно виграють універсальні фінансові посередники, діяльність яких не обмежується одним із сегментів ринку. До того ж з'являються серйозні сумніви у доречності зберігати інвестиційне банківництво як окрему сферу фінансової індустрії.

Більшість європейських країн, якщо й не віддали переваги універсальній банківській системі, фактично сформували сприятливу для цього законодавчу базу. У Франції заборона банкам брати участь у капіталах брокерських домів – членів бірж поступилась місцем 30%-й квоті 1998 року, 49%-й 1989 року і врешті була повністю скасована 1990 року. А.Пігу, відзначаючи утримання англійських банків від розміщення цінних паперів та біржових спекуляцій [11, с.225], не міг передбачити, що 1986 року на зміну забороні банкам здійснювати операції на Лондонській фондовій біржі прийде положення, що дозволить членам біржі бути 100%-ми філіями банків [25, с.14]. Наслідки такої лібералізації

діяльності комерційних банків легко уявити, знаючи, що порівняно недавно 25 великих інвестиційних банків контролювали 80% ринку капіталу Великобританії [26, с.110]. Втім інвестиційні банки мають шанс зберегти свою конкурентоспроможність, збільшивши присутність на ринкові консультаційних послуг та сегментах фінансового ринку, не охоплених кризою. Зокрема непоганий потенціал демонструє ринок конвертованих облігацій, загальна вартість якого у США 2001 року сягла 105 млрд. дол. (тоді як вартість первинних емісій акцій у всьому світі зменшилась від 196 млрд. дол. 2000 року до 85 млрд. дол. 2001 року) [24]. Виняткова привабливість цього ринку збільшить конкуренцію між фінансовими інститутами, знижуючи рівень прибутковості. Втім не слід забувати, що для комерційних банків присутність на кредитному ринкові та ринкові цінних паперів одночасно вимагає значних видатків, унеможливаючи їх монополізацію одним із видів фінансового посередництва. Врешті активізація роботи кредитних інститутів із сек'юритизованими активами може бути основою для суттєвого перегляду їхніх функцій. Зокрема має право існувати гіпотеза, що комерційні й ощадні банки у недалекому майбутньому перетворяться на первинних кредиторів. Тоді як їхні активи, після відповідної структуризації та оцінювання, реалізовуватимуться на ринкові цінних паперів іншим фінансовим установам [20, с.109, 221]. Інвестиційні банки та інституційні інвестори в цьому разі складатимуть основу каналів непрямого фінансування економіки. Щоправда, таке припущення перевірити досить важко, як і думку про можливість зникнення інвестиційного банківництва. Особлива трудність полягає в тому, що остаточно тенденції окресляться лише після адаптації законодавства до нових умов, яка відбуватиметься неоднаковими темпами і відобразатиме національні особливості різних країн.

Загалом можна констатувати, що в сучасній економіці відбувається поступове зближення та взаємопроникнення банківсько та ринково орієнтованих фінансових систем, яке, однак, не перетворює кредитних ринків та ринки цінних паперів у досконало взаємозамінні способи фінансування підприємницьких проектів. Їм властива взаємодоповнюваність, яка сприяє формуванню гнучкого та динамічного механізму трансформації

заощаджень населення в інвестиції, притаманного будь-якій ринковій економіці.

7.2. ФІНАНСОВЕ ІНВЕСТИВАННЯ У ПЕРЕХІДНІЙ ЕКОНОМІЦІ УКРАЇНИ

Становлення фінансових систем нового типу в країнах із перехідними економіками передбачає зміщення центру прийняття рішень до індивідуальних та інституційних суб'єктів інвестиційної діяльності. Цей процес має на меті активізувати діяльність домогосподарств, як власників заощаджень, у напрямі фінансового інвестування, забезпечивши національні економіки потрібними для їх зростання ресурсами.

Досвід трансформаційних економік свідчить, що проблема вибору типу фінансової системи для них сьогодні не є першочерговою, оскільки ринки капіталу лише формуються, ні банківський сектор, ані інститути ринку цінних паперів не можуть претендувати на провідну роль у забезпеченні приватного підприємництва та уряду належними коштами. Водночас незначні власні інвестиційні можливості зумовлюють щораз більший попит на зовнішнє фінансування, який покривається тільки частково через низький рівень розвитку фінансово-інвестиційних процесів. Створюється своєрідне замкнуте коло – заощадження не потрапляють в інвестиційний процес через недосконалість механізмів прямого та непрямого фінансування, а останні не досягають свого оптимального рівня через брак пропозиції інвестиційних ресурсів. Розв'язання цієї проблеми досягається залученням до національної економіки іноземних заощаджень або ж завдяки стимулюванню розвитку елементів фінансової інфраструктури. У кожному із випадків, однак, стверджувати про миттєву адаптацію фінансової системи до нових умов та запитів економічних суб'єктів не доводиться. На користь цього свідчить практика більшості країн з перехідною економікою, де реформи загалом виявились досить вдалими. Зокрема, за показником капіталізації ринку акцій, навіть найуспішніші з трансформаційних економік й далі відстають від провідних фінансових центрів (табл.7.1).

Таблиця 7.1

**Капіталізація ринків цінних паперів країн Центральної та Східної Європи
(кінець періоду, % ВВП)***

| Країна | Рік | Ринки акцій | Ринки боргових зобов'язань** |
|-------------------|------|-------------|------------------------------|
| Польща | 1997 | 8,6 | 15,1 |
| | 1998 | 13,1 | 14,2 |
| | 2000 | 19,8 | 21,6 |
| Угорщина | 1997 | 33,2 | 28,9 |
| | 1998 | 29,5 | 25,3 |
| | 2000 | 25,9 | 34,0 |
| Чеська Республіка | 1997 | 27,2 | 13,6 |
| | 1998 | 25,3 | 21,3 |
| | 2000 | 23,7 | 22,2 |
| Словаччина | 1999 | 18,1 | 15,0 |
| | 2000 | 17,0 | 14,6 |
| Словенія | 1997 | 10,3 | 13,0 |
| | 1998 | 18,0 | 6,3 |
| | 2000 | 21,2 | 11,8 |

*Джерело: Schardax F., Reiniger T. *The Financial Sector in Five Central and Eastern European Countries: An Overview // Focus on Transition der OeNB. – 2001. – №1. – P.45; Hubmer G., Mueller W., Novak F., Reiniger T., Schardax F., Summer M., Wuerz M. Die Entwicklung der Finanzmaerkte in dem mittel- und ostepuropaeischen Laendern: eine Bestandsaufnahme // Finanzmarktstabilitaetsbericht. – 2001. – №1. – S.87.*

**За номінальною вартістю.

Це стосується як абсолютних і відносних значень показника, так і його динаміки. Справді, наприкінці ХХ сторіччя капіталізація ринків акцій аналізованих країн не досягала й 50% ВВП. Її максимальне значення зафіксоване в Угорщині 1997 року – 33,2% ВВП, проте в наступні роки простежувалося його зниження, як і в Чеській Республіці, так в Словаччині. Позитивну динаміку за цей час демонстрували Польща та Словенія, де абсолютні й відносні значення показника зросли більш ніж удвічі. Щоправда, слід взяти до уваги, що ринки акцій цих же країн характеризуються незначним обсягами обігу на вторинному ринку – 12,2 та 5,2% ВВП відповідно, тоді як для Угорщини – 26,2%, Чеської Республіки – 13,8%. Тобто висока курсова вартість емітованих акцій накладається на порівняно невисоку ліквідність ринку, що знижує його фінансово-інвестиційну привабливість. Масовими фінансовими інструментами, сьогодні, не стали й боргові

зобов'язання, капіталізація ринку яких не перевищувала відмітки 30%, а позитивна динаміка рідко була стійкою. До того ж вони обслуговували переважно потреби державного бюджету, тоді як корпоративний сектор перехідних економік віддавав перевагу іншим формам фінансування. Частка номінальної вартості боргових зобов'язань 2000 року у ВВП, емітованих урядом, перевищувала відповідний показник для банків, не фінансових корпорацій та муніципальних органів влади в 1,8 раза – у Чеській Республіці, 6 разів – Словаччині, 7,4 раза – Словенії та 8 разів – у Польщі.

Додаткові труднощі для індивідуальних фінансових інвесторів у перехідних економіках створює високий рівень взаємозалежності курсів акцій. Результати дослідження американських науковців на підставі тижневих та двотижневих фондових котировок для 15 920 фірм із 40 країн, вказують, що навіть у промислово розвинених країнах понад 50% усіх курсових вартостей змінюються в одному напрямі одночасно. Для країн з перехідними економіками цей показник набагато вищий, зразком є, зокрема, спостереження динаміки одноденних торгів на ринку акцій Китаю – взаємопов'язаність досягає майже 100% [27].

Для потенційного інвестора це означає, по-перше, що формування диверсифікованого портфеля фінансових активів значно ускладнюється, якщо взагалі можливе. Адже додатний коефіцієнт кореляції між курсами більшості акцій вимагає збалансування портфеля на основі глибоких знань про фондовий ринок та інструменти технічного аналізу. По-друге, тісний взаємозв'язок між цінами активів може свідчити про невиконання ринком акцій його розподільної функції, яка передбачає перерозподіл фінансових ресурсів на користь перспективних фірм та галузей за рахунок неефективного сектору національної економіки. Виявом реалізації такої функції якраз і є різнонапрявленість фондових котировок. За її відсутності непрофесійний фінансовий інвестор нездатний оцінити реальної ефективності емітента, навіть, якщо він спромігся опанувати елементи фундаментального аналізу (фінансові результати роботи фірм не відображені у динаміці курсів акцій). Автори дослідження схильні пояснювати це явище тим, що в перехідній економіці є

багато перешкод у сфері інформованості приватних інвесторів. Передусім про високу активність інсайдерів фірм, які, спираючись на корумпованість влади, мають змогу привласнювати частину ресурсів фірми-емітента, нехтуючи правами зовнішніх інвесторів. Проблему можна розв'язати, впровадивши адекватне ситуації законодавство про акціонерну власність та створивши уряд, який ретельно контролює дотримання правових норм.

Забезпечення інформаційної прозорості фондового ринку, безперечно, сприяло б і розвитку системи інституційних інвесторів, значення яких для фінансового інвестування в перехідній економіці надзвичайно важливе. Втім цей елемент механізму трансформації заощаджень в інвестиції найчастіше перебуває під впливом приватизаційних процесів. Особливо це стосується країн, де було обрано шлях швидкої та масової приватизації з використанням майнових сертифікатів. Важливим інструментом реформування власності розглядали інвестиційні фонди та компанії, які повинні були здійснювати ефективне керування приватизованими об'єктами та активізувати реальне інвестування. Підбиваючи підсумки функціонування цих фінансових посередників у перехідних економіках, можна стверджувати, що вони справді посприяли прискоренню трансформації власності. Фізичні особи-власники приватизаційних сертифікатів рідко вдавалися до самостійного вибору емітента, віддаючи перевагу професійним інвесторам. Зокрема у Чеській Республіці громадяни країни довірили приватизаційним фондам 72% своїх первинних купонних пунктів [28]. Проте виконання ролі активного (а отже, й ефективного) власника колишніх державних підприємств виявилось непосильним завданням. Річ у тім, що задекларовані урядом країн з перехідною економікою цілі діяльності інвестиційних посередників не підкріплювали відповідні законодавчі норми. Забезпечуючи відповідність національного права світовим зразкам, більшість країн встановила обмеження на участь фондів у статутному капіталі підприємств. Зокрема у Росії інвестиційним фондам було заборонено скеровувати на придбання цінних паперів емітента понад 5% свого капіталу та купувати понад 10% цінних паперів одного емітента [29, с.59]. Хоча в інших країнах квота могла бути більшою, ситуація принципово не

змінювалась. Інвестиційні компанії, в управлінні яких перебували фонди, не були зацікавлені у розв'язанні проблем підприємства-емітента, оскільки претендували лише на незначну частку його прибутку. Відповідно основою привабливості окремих фірм для інституційних інвесторів стала можливість отримати спекулятивні доходи чи укласти не вигідні для підприємств контракти тощо. У кожному разі, як випливає із досвіду Чехії чи Росії, дивіденди не становили для інвестиційних фондів помітного інтересу [30, с.12]. Щоправда, придбання населенням цінних паперів фондів такого типу можна вважати фінансовим інвестуванням лише за формою. Адже купівля відповідних фінансових інструментів відбувалась без участі заощаджень. Тому власники цінних паперів рідко вдавалися до детального аналізу діяльності інвестиційних фондів, демонструючи високу схильність до ризику (в гіршому разі втрачались „віртуальні” суми). Складніше пояснити поведінку осіб, які ризикували реальними грошми, вкладаючи їх у фінансові „піраміди”. Прикладом останніх може бути схема, реалізована в Албанії 1997 року. Обіцяючи доходи 100% за шість місяців, її ініціатори реалізували свої сертифікати майже половині населення країни і мобілізували суму, вдвічі більшу за банківські депозити та майже рівну за обсягом ВВП. Унаслідок руйнування піраміди заощадження тратив кожен шостий [31, с.27]. Вагому роль тут відіграла активна реклама фінансової схеми у державних засобах масової інформації та відсутність належного контролю з боку виконавчої влади. Характерно, що Албанія повторила помилки інших країн з перехідними економіками, де фінансові „піраміди” набули свого розвитку раніше (Болгарія, Росія, Румунія, Сербія, Словаччина, Чеська Республіка). Одне слово, культура фінансового інвестування формується здебільшого у кожній із трансформаційних економік ізольовано від зарубіжного досвіду, навіть, якщо він негативний.

Таблиця 7.2.

Обсяг банківських кредитів, наданих резидентам країн Центральної та Східної Європи (кінець періоду, % ВВП)*

| Країна | Рік | Разом | Серед них фірмам |
|-------------------|------|-------|------------------|
| Польща | 1992 | 31,4 | 18,4 |
| | 1994 | 32,3 | 15,4 |
| | 1998 | 33,0 | 18,1 |
| | 2000 | 36,0 | 20,3 |
| Угорщина | 1992 | 60,9 | 22,8 |
| | 1994 | 53,6 | 18,9 |
| | 1998 | 34,6 | 18,0 |
| | 2000 | 36,8 | 22,2 |
| Чеська Республіка | 1993 | 65,6 | 55,6 |
| | 1994 | 64,7 | 55,2 |
| | 1998 | 63,4 | 55,5 |
| | 2000 | 58,0 | 47,1 |
| Словаччина | 2000 | 66,8 | 41,7 |
| Словенія | 1992 | 17,4 | 16,0 |
| | 1994 | 28,3 | 15,8 |
| | 1998 | 34,7 | 20,0 |
| | 2000 | 41,6 | 23,0 |

*Джерело: Schardax F., Reiniger T. *The Financial Sector in Five Central and Eastern European Countries: An Overview // Focus on Transition der OeNB.* – 2001. – №1. – P.35; Hubmer G., Mueller W., Novak F., Reiniger T., Schardax F., Summer M., Wuerz M. *Die Entwicklung der Finanzmaerkte in dem mittel- und osteuropaeischen Laendern: eine Bestandsaufnahme // Finanzmarktstabilitaetsbericht.* – 2001. – №1. – S.82.

Слабкість та нестабільність сектору інвестиційного підприємництва зумовлює вагу кредитних установ в інвестиційному процесі перехідних економік. Як структури, що однаково представлені на всіх сегментах фінансового ринку, вони забезпечують відчутну частку потреб насамперед нефінансових корпорацій (табл.7.2).

Зокрема у Чеській Республіці кредитування підприємств в окремі роки перевищувало 50% ВВП. В Угорщині здобутки значно скромніші, але привертає увагу те, що обсяги кредитування економіки країни зменшилися більш ніж у півтора раза за рахунок сектору загальнодержавного управління, а не підприємництва. Втім для вкладників банків має значення не стільки рівень їхньої активності на кредитному ринкові, скільки здатність виконувати

свої зобов'язання за депозитами. У цьому контексті інвестування заощаджень у депозитні рахунки не завжди достатньо привабливе. Максимальна рентабельність власного капіталу банків у першій половині 2000 року становила у Польщі (16,8%) та Угорщині (15,7%). Для Словаччини аналогічний показник виявився від'ємним (-6,3%). До того ж жодна із країн Центральної та Східної Європи не демонструвала відносної стабільності цього показника: у Чеській Республіці він був від'ємним упродовж 1997-1999 років., у Польщі та Угорщині знижувався до 8,1 та 3,7% у різні роки відповідно, а 1999 року у Словаччині досяг „рекордного” рівня (-182,7%) [32, с.40]. Тобто банківські фінансові інструменти виявились досить ризикованим об'єктом інвестування, передусім через недоліки кредитної політики та відсутність широкого кола надійних позичальників.

Досвід Хорватії наочно ілюструє рівень попиту на заощадження населення з боку банківської системи. Зокрема кількість комерційних банків у серпні 2000 року залишилась на тому ж рівні, що й у грудні 1994 року (50 одиниць). Проте частка банків, активи яких перевищують 1 млрд. хорватських кун зросла від 20 до 36% їх загальної кількості. Зростання цього показника характерне для ощадних банків – від 6,1 до 13,3%, проте йдеться про фінансові інститути, активи яких перевищують 100 млн. кун. Причому збільшення відповідної частки зумовлене передусім зменшенням кількості ощадних установ на 9% [33, с.103]. Інститути, безпосередньо зацікавлені у залученні заощаджень населення, фінансово слабкі порівняно з комерційними банками, для яких інвестиційні ресурси домогосподарств радше є допоміжними.

Проблеми фінансового сектору перехідних економік викликають зацікавленість урядів відповідних країн у розширенні присутності іноземного банківського капіталу. Він, з одного боку, забезпечує вкладникам-резидентам гарантії повернути інвестовані суми та знизити процентний ризик, а з іншого боку, притягує іноземні заощадження, якщо обсяг національних не відповідає потребам розвитку економіки. За окремими оцінками, частка зарубіжних банків (за балансовою вартістю) у країнах Центральної та Східної Європи зросла від 20 1997 року до 32% 1998 року, а

наприкінці 1999 року сягла 41%. В окремих країнах цей показник навіть вищий – 44% – у Польщі, 49% – у Чеській республіці та 51% – в Угорщині [34, с.104]. Щоправда, подальше зростання частки, ймовірно, відбуватиметься уповільненими темпами, зважаючи на завершення приватизації у банківському секторі трансформаційних економік. Іноземні заощадження надходять також через ринок цінних паперів, пожвавлюючи фінансово-інвестиційну активність. Портфельні інвестиції наприкінці 2000 року досягли 18,6% капіталізації ринку акцій Польщі, 25% – Угорщини, 26,1% – Чеської Республіки [32, с.49]. Безперечно, рівень участі іноземних інвесторів можна вважати недостатньо високим, проте слід брати до уваги той факт, що через ринок цінних паперів надходять також прямі інвестиції, які не охоплені цим показником. Водночас усі категорії іноземних інвесторів наприкінці того ж року володіли понад 70% капіталу фірм Угорщини, акції яких перебувають в обігу на біржах. Втім не слід забувати й про те, що надмірне портфельне інвестування є джерелом нестабільності валютного та фінансового ринків, а тому часто обмежується правовими нормами країн-реципієнтів.

Розвиток економіки України в основних рисах повторює етапи та динаміку, притаманні країнам, де здійснюються ринкові перетворення. І це передусім стосується структури фінансування корпоративного сектору вітчизняної економіки. Із загального обсягу капіталовкладень за рахунок власних коштів підприємств 2000 року було профінансовано 67,6%, що не набагато менше, ніж попереднього року (70%). Водночас капіталовкладення за рахунок бюджетів різних рівнів становили 10,6% їх загального обсягу, за кошти населення та іноземних інвесторів – 5,8 та 4,1% відповідно [35]. Тобто сьогодні заощадження населення відіграють неістотну роль у забезпеченні підприємств України інвестиційними ресурсами. Для глибшого аналізу проблеми доречно звернутися до інформації про динаміку грошових доходів та видатків населення (табл.7.3).

Нескладні обрахунки вказують на те, що на фінансове інвестування впродовж 1992-1999 років виділяли менше ніж 10% доходів населення після оподаткування. Значно більшу частку займали готівкові заощадження у національній та іноземній валюті.

Звідси можна зробити висновок, що пропоновані фінансовим ринком активи за своїми характеристиками рідко відповідали інтересам індивідуальних інвесторів. Низька інвестиційна привабливість фінансових інструментів великою мірою впливала з їхньої нездатності гарантувати мінімізацію інфляційних ризиків. Справді, від 1992 до 1995 року фіксуємо не лише поступове зниження частки доходів, які скеровували на придбання цінних паперів та здійснення вкладів у депозитних установах, до її мінімального рівня, а й зниження частки готівкових заощаджень майже у 6 разів. Натомість частка чистого приросту коштів в іноземній валюті за цей період зросла у кілька десятків разів. Уповільнення темпів зростання цін у наступні роки навпаки збільшувало привабливість фінансового інвестування, хоча схильність до готівкової форми заощаджень залишалась досить високою, особливо щодо іноземної валюти.

Таблиця 7.3

Грошові доходи та видатки населення України*

| | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 (гру- день) |
|--|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------------------------|
| млн. грн. | | | | | | | | | | |
| Грошові доходи** | 24 | 628 | 5389 | 25693 | 37618 | 43885 | 47219 | 58230 | 82754 | 11821 |
| Доходи після оподаткування | 22 | 598 | 5013 | 23537 | 33700 | 38662 | 41651 | 51480 | 73525 | 10269 |
| Приріст коштів у вкладах та придбання цінних паперів | 1 | 27 | 198 | 383 | 2436 | 2585 | 2523 | 4556 | 8611 | 1050 |
| Чистий приріст коштів в іновалюті*** | 5 | 115 | 635 | 1714 | 1350 | 2136 | 1003 | 2347 | 3134 | 1935 |
| Частка у доходах після оподаткування, % | | | | | | | | | | |
| Приріст коштів у вкладах та придбання цінних паперів | 4,6 | 4,5 | 4,0 | 1,6 | 7,2 | 6,7 | 6,1 | 8,9 | 11,7 | 10,2 |
| Приріст готівкових коштів у національній валюті | 22,7 | 19,2 | 12,7 | 7,3 | 4,0 | 5,5 | 2,4 | 4,6 | 4,3 | 18,8 |
| Чистий приріст коштів у іновалюті*** | 0,1 | 2,7 | 3,1 | 5,1 | 6,6 | 4,1 | 5,9 | 2,4 | -0,3 | -2,0 |

*Розраховано за: Бюлетень Національного банку України. – 2002. – №1. – С.54-55.

**Грошові доходи без доходів від продажу іноземної валюти.

*** Видатки на придбання іноземної валюти за мінусом доходів від її продажу.

„Захисна” стратегія домогосподарств не є чимось винятковим, оскільки характерна для економіки загалом і спирається на явище, відоме як „заміщення валют”. Це передбачає, що іноземна валюта перебирає на себе низку функцій національної грошової одиниці, найчастіше – функцію нагромадження, частково – обміну. В Україні заміщення валют є реакцією насамперед на високу інфляцію у перші роки реформ та нестабільність макроекономічного середовища у наступні роки.

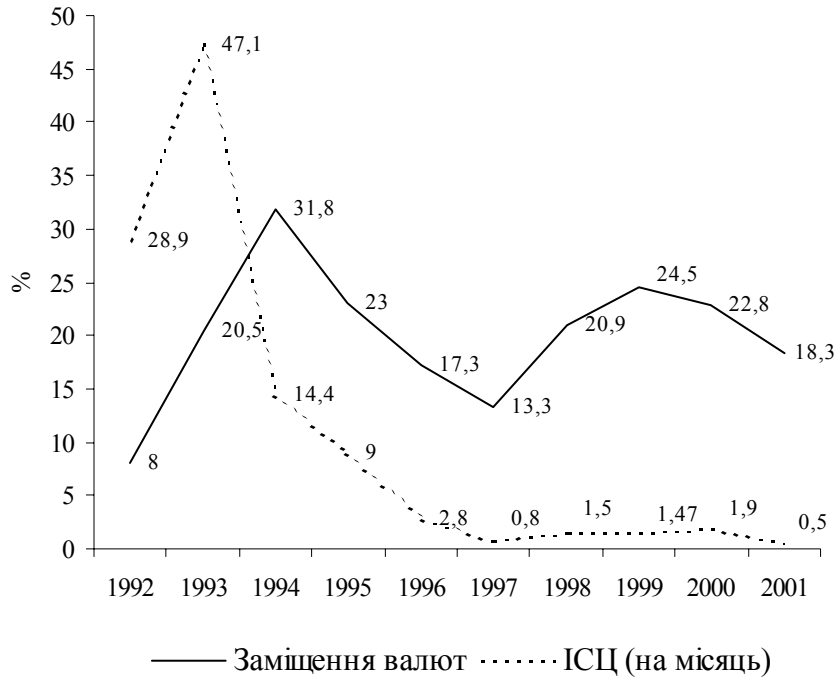


Рис. 7.4. Заміщення валют та інфляція в економіці України (%)*

*Розраховано за: Бюлетень НБУ. – 2002. – №1. – С.66,68-69,105.

Щоб переконатися в цьому, достатньо порівняти показник „заміщення валют” (відношення депозитів в іноземній валюті до грошового агрегату $M2$ [36, с.21]) та місячні значення індексів споживчих цін (середнє геометричне річних значень) у відповідні роки (рис. 7.4). Очевидно, що збільшене значення „заміщення валют” у 1993-1994 роки є безпосередньою реакцією на відчутний стрибок цін у 1992-1993 роках. Наступне зниження інфляції зменшувало потребу у валютних коштах до фінансової кризи 1998 року, яка стимулювала розвиток песимістичних сподівань (внаслідок нового збільшення цін і провалів економічної політики), спричинивши зростання аналізованого показника. Порівняно

велике його значення 2001 року частково³⁶ засвідчує невпевненість економічних суб'єктів у результативності урядової політики. Втім реальні масштаби витіснення національної грошової одиниці іноземною можуть виявитись навіть вищими, з огляду на готівковий обіг іноземної валюти, не охоплений показником. Про його розміри можна судити навіть з того, що від'ємний чистий приріст коштів населення в іноземній валюті був досягнутий лише у 2000-2001 роках – на відшкодування втрат у валютних запасах скеровувалось менше грошей, ніж отримано від продажу валюти. До того ж, упродовж цих десяти років, показник „заміщення валют” залишався на нижчому, ніж в інших перехідних економіках рівні (у Латвії, курс національної грошової одиниці якої стабільний, а економічна політика визнана прогнозованою, він, зазвичай, перевищував 30%), що вимагає його корекції. Все ж він пропонує прийнятне пояснення невідповідності обсягів фінансового інвестування запитам економіки.

Потреба оперативного реагувати на можливе зростання цін та збалансовувати сімейний бюджет, з огляду на затримання у виплаті зарплати, і готівкова форма заощаджень, що впливає з неї, є одним із елементів поведінки домогосподарств. Іншим елементом, що також пояснює дистанційованість власників заощаджень від інвестування у фінансові інструменти, слід вважати низький рівень довіри до економічних суб'єктів та інститутів, що їх пропонують. Зокрема втрата чималих сум у формі вкладів та страхових внесків у державних фінансових інститутах чи грошей, вкладених в облігації цільової безпроцентної позики 1990 року, облігації внутрішньої вигранної позики 1982 року, казначейські держзобов'язання СРСР, сертифікати Ощадбанку, заклала основи стриманого ставлення як до вкладів у депозитних установах, так і до цінних паперів різних емітентів вже у перші роки незалежності.

Формування інститутів ринкової економіки не лише не похитнуло цих основ, а й навіть зміцнило їх. Достатньо згадати збитки, яких зазнали вкладники довірчих товариств, що, за своєю суттю, виявились класичними фінансовими пірамідами. Подібно до

³⁶ Динаміка показника „заміщення валют” може впливати із особливо привабливих умов, створених банками для своїх вкладників.

більшості перехідних економік в Україні їхню діяльність широко рекламували насамперед через державне телебачення, створюючи ілюзію причетності уряду до зазначених фінансових схем. Проте втрати їхніх учасників не були компенсовані навіть частково (як у випадку з „МММ” у Росії) за рахунок державного бюджету, а тим паче, не були визнані частиною державного боргу (як в Албанії, де заборгованість перед вкладниками трастів досягала більш ніж половини бюджетних доходів). Хоча юридично позиція уряду цілком справедлива (вкладники мали справу з приватними структурами), поза увагою залишилась відповідальність державних органів як суб’єктів контролю за діяльністю фінансових інститутів. Тому крах фінансових пірамід вплинув як на зацікавленість населення у неготівковій формі заощаджень, так і на рівень довіри до уряду як емітента та суб’єкта фінансового нагляду.

Спроби відновити інтерес населення до фінансового інвестування через випуск державних боргових зобов’язань мали лише епізодичні успіхи. Зокрема проект емісії облігацій внутрішньої державної ощадної позики (ОВДОП), реалізований 1997 року мав всі ознаки перспективного, зважаючи на інвестиційні характеристики пропонованих цінних паперів.

По-перше, ОВДОП випускали у матеріальній (паперовій) формі, унезалежуючи покупця від банку-продавця. Це вигідно вирізняло їх на тлі облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП), бездокументарна форма яких обмежувала ліквідність активу. До того ж операції з ОВДОП проводили анонімно, а дохід, отриманий від їх продажу, не був обкладений прибутковим податком.

По-друге, навіть у випадку банкрутства уповноваженого банку фінансовий інвестор не втрачає вкладених сум, оскільки Міністерство фінансів, у такому разі, призначає іншу уповноважену фінансову установу.

По-третє, курсову вартість ОВДОП уряд визначав щомісячно з урахуванням фактичних та прогнозованих індексів споживчих цін. Тобто облігації були захищені від інфляції і повинні були гарантувати дохід на рівні 25-30% річних [37].

Зазначені переваги, однак, не були реалізовані сповна через серйозні прорахунки у здійсненні емісії та обслуговування обігу

цінних паперів. Можливість придбати ОВДОП в індивідуальних інвесторів з'явилася пізніше від запланованої дати, а методика розрахунку віддачі зазнавала неодноразових змін. Окрім того, звільнення доходів за облігаціями від оподаткування було передбачено лише в постанові уряду. Оскільки відповідний закон подібних пільг не гарантував, ймовірність втратити частину отриманого доходу залишалась високою. Тим паче, що існував прецедент – під оподаткування потрапили доходи від ОВДП. У цьому разі індивідуальний інвестор міг реально розраховувати лише на 20-24% річних. Втім навіть такий рівень віддачі був доволі високим (середньозважені процентні ставки за депозитами 1997 року становили 18,2% річних), забезпечуючи попит на такі активи, хоч і далекий від прогнозованого рівня. Загалом саме прогнозні оцінки уряду виявилися найслабшою ланкою реалізації проекту. Емітент, закладаючи у курсову вартість облігації хибні орієнтири динаміки індексу споживчих цін, щораз віддаляв віддачу облігацій від задекларованого рівня аж до нанесення безпосередніх збитків фінансовим інвесторам. Зокрема зниження фактичних значень індексу у червні та липні 1997 року вело до зниження доходу власників облігацій до 17,34% (облігації, придбані 11 липня) та 12,93% річних (21 липня). Досягнення ж сподіваного рівня віддачі було, отже, можливим, якщо б курсова вартість цінних паперів була знижена до 47,46 грн. та 47,77 грн. відповідно (реально – 48,28 та 48,93 грн.). А від квітня по серпень 1997 року зростання цін було незначним і не перевищувало 1% на місяць (у серпні зміни цін взагалі не було зафіксовано). Відповідно успішна реалізація проекту залежала лише від курсоутворення на ринкові ОВДОП, яке контролював уряд. Останній, однак, ігнорував фактичну динаміку цін, збільшуючи ціну облігацій; 1 вересня 1997 року вона становила 50,73 грн, а 30 вересня – 51,43 грн, тоді як, погасивши ОВДОП, її власник отримував лише 50,23 грн. Збитковість такого фінансового інвестування очевидна, це одразу відбилось на обсягах продажу облігацій. Єдиним кроком, який зробив емітент виправити ситуацію, стала виплата 15% річних за облігаціями, придбаними у серпні-вересні того ж року. Він, проте, не заклав основ, щоб визнати вклади у державні цінні папери надійним фінансовим

інструментом. Свідченням цього, поміж іншим, є проблеми розміщення ОВДОП емісії 1998 року.

Пам'ятаючи про втрати від купівлі облігацій роком раніше, приватні інвестори відреагували на ініціативу уряду досить мляво, проігнорувавши навіть порівняно високу віддачу цінних паперів – 34%. З огляду на те, що середньозважені процентні ставки за депозитами в національній валюті 1998 року досягли 22,3%, ОВДОП забезпечували непогану альтернативу вкладення коштів. Уряд, однак, припустився іншої помилки – термін запозичення становив два роки. Водночас спекуляції з іноземною валютою забезпечували близький до облігацій рівень віддачі: купівля долара США на початку літа і наступний його продаж за три місяці приносили 30,9-32,6% річних у гривнях. До того ж таке розміщення вільних грошових коштів гарантувало абсолютну ліквідність, чого не скажеш про цінні папери. Як наслідок, до березня 2000 року Міністерство фінансів продало облігацій лише на 3 млн. грн із загальної суми емісії 150 млн. грн [38, с.15]. Конкуренцію державним ощадним облігаціям складала й „короткі” депозити. Лише погіршення інвестиційних характеристик останніх відновило інтерес до ОВДОП. Справді, за умови постійного зниження процентних ставок за депозитами, збільшення порогового значення сум, потрібних для відкриття депозитного рахунку, та кількох банкрутств кредитних установ ощадні цінні папери виявились доволі привабливим фінансовим інструментом, особливо напередодні завершення терміну їхнього обігу. За останні місяці перед погашенням Міністерство фінансів розмістило облігацій на 134 млн. грн (за номінальною вартістю), незважаючи на деяке зниження рівня віддачі.

Не можна залишати поза увагою і взаємної конкуренції між різними видами державних цінних паперів. ОВДП вигідно відрізнялися від ощадних облігацій як терміном запозичення, так і віддачі. Причому свого максимального застосування вони набули саме у 1997-1998 роках – обсяги розміщення на первинному ринку перевищили 8 млрд. грн., а частка залучених коштів до бюджету та частка обігу на вторинному ринку у ВВП досягли найбільших значень (табл. 7.4). Щоправда, відбулося деяке зниження середньозваженої віддачі цих цінних паперів порівняно з 1995-1996

роками, проте зростання обсягів вторинного ринку забезпечувало високу ліквідність, на відміну від депозитних рахунків, які ще й поступалися рівнем процентної ставки. Привабливість ОВДП як об'єктів фінансового інвестування була безсумнівною, однак фізичним особам було непросто придбати облігації. Найперше мова йде про бездокументарну форму ОВДП, мало прийнятну для індивідуальних інвесторів. Крім того, придбати державні облігації на первинному ринку могли лише банки, тоді як власників заощаджень допускали лише до вторинного ринку, вихід на який у період його найбільшого розвитку вимагав значних сум – від тисячі гривень. А операції купівлі-продажу на вторинному ринку здійснювались опосередковано через банки, комісійні яких становили 0,1-1,5%.

Таблиця 7.4

Ринок облігацій внутрішньої державної позики в Україні*

| | | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 січень |
|-------------------------------------|----------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------|
| Дефіцит зведеного бюджету (% ВВП) | | 6,6 | 4,9 | 6,6 | 2,2 | 1,5 | -0,6** | 0,6 | ... |
| Кошти, залучені на первинному ринку | млн. грн | 304 | 3062,9 | 8321,8 | 8164,3 | 3841,8 | 1892,1 | 1190,1 | 49,9 |
| | % ВВП | 0,6 | 3,8 | 8,9 | 8,0 | 3,0 | 1,1 | 0,6 | 0,4 |
| Середньозважена віддача (%) | | 85,59 | 70,93 | 32,76 | 54,83 | 27,51 | 20,49 | 15,68 | 13,63 |
| Обсяг операцій на вторинному ринку | млн. грн | - | 1913,1 | 6549,2 | 5016,6 | 2894,5 | 2797,5 | 8798,5 | 1283,3 |
| | % ВВП | - | 2,4 | 7,0 | 4,9 | 2,2 | 1,7 | 4,4 | 9,1 |

*Джерело: Бюлетень НБУ. – 2002. – №1. – С.50-53, 134-135.

**Профіцит

Відповідно доступ дрібних індивідуальних інвесторів до привабливих державних боргових зобов'язань був обмежений. Цьому сприяла також висока активність комерційних банків на цьому сегменті ринку капіталу. Вже 1996 року вони викупили 47% загальної суми емітованих облігацій, а ще 22% – придбали для клієнтів [39, с.58]. ОВДП поступово витісняли корпоративні цінні папери з інвестиційного портфеля банків – на 1 січня 1998 року

вони сягли 98,76% портфеля Ощадбанку, 95,34% Вабанку, 96,61% Укрінбанку, 77,24% Приватбанку. Загалом по банківській системі цей показник перевищив 78%, а окремі банки майже повністю сформували свої активи за рахунок вкладень в державні облигації [40, с.7]. Схильність надавати кредити суб'єктам національної економіки природно була низькою, що звужувало можливості реального інвестування.

Деякою мірою ситуацію вдалось виправити завдяки залученню на ринок ОВДП коштів нерезидентів. Їхня частка у структурі власників державних облигацій у середині 1997 року перевищила 50%. Азійська фінансова криза відчутно похитнула зацікавленість портфельних інвесторів у фінансових інструментах емітентів із країн з перехідними економіками. Проте для ринку ОВДП значно гірші наслідки мала криза на фінансовому ринкові Росії, яка послужила сигналом для вилучення грошових коштів із більшості трансформаційних економік. Відпливові фінансових ресурсів з ринку державних облигацій України, без сумніву, посприяла структура цих активів – основою емісій стали короткострокові цінні папери. У цих умовах ринок знову перейшов у сферу впливу банківської системи, а точніше, попит формувався здебільшого за рахунок Національного банку України (придбав 65,5% із 12,5 млрд. грн. боргових зобов'язань [42]). Йшлося, щоправда, не про прагнення центрального банку отримати належні проценти, а про те, щоб підтримати фінансову систему загалом. Адже Міністерство фінансів виявилось неспроможним адекватно відреагувати на вихід іноземних інвесторів з ринку та оплатити відповідний борг і проценти, свідченням чого став обмін ОВДП на конверсійні облигації із погашенням у 2001-2004 роках та зниженим рівнем віддачі. Такі дії, як і стратегія розвитку ринку державних зобов'язань загалом, мали негативні наслідки.

По-перше, така ситуація на ринкові ОВДП підсилила сумніви щодо доречності інвестування у будь-які цінні папери, емітентами яких є органи державного управління різних рівнів. І це при тому, що ринок муніципальних облигацій був позбавлений можливостей динамічно розвиватися з огляду на рівень віддачі ОВДП. Як більш ризиковані, муніципальні цінні папери повинні були забезпечувати вищу, ніж ОВДП віддачу, що було майже нереально через

обмеженість фінансової бази місцевих бюджетів. Досвід Одеської міської позики (боргові зобов'язання виявились невиконаними) – достатньо переконливий доказ цієї тези. В іншому разі, існує потреба докладати чималі зусилля, щоб поліпшити інвестиційні характеристики цінних паперів (забезпечення заставою, підтримання ліквідності), що здорожує саму позичку.

По-друге, втрат інвестиційних ресурсів зазнає і ринок корпоративних цінних паперів. Справді, активи, що не гарантують деякого фіксованого доходу, вищого за дохід від ОВДП, природно користуються меншим попитом. Врешті спекуляції з акціями вимагали й більших сум для виходу на ринок – від 10 тис. грн. Ризикувати такими грошми, якщо є абсолютно безпечні (як впливає з теорії) активи з віддачею понад 50% річних справді видавалось нераціональним.

По-третє, обвал ринку цінних паперів (вихід іноземних інвесторів з ринку ОВДП відбувався паралельно з відпливом іноземного капіталу з ринку акцій) зменшив привабливість фінансового інвестування в акції банківських установ та депозитні рахунки. Адже банки віддавали перевагу державним борговим інструментам перед ризикованим фінансуванням реальних проектів, наслідком чого стало зниження їхньої прибутковості (номінальне значення чистого прибутку банків 1998 року становило 449 млн. грн., що майже в 2,5 рази менше, ніж попереднього року). Зважаючи на високу частку безнадійних та продовжених позик у кредитному портфелі комерційних банків, уряд мав би будувати свою політику розміщення ОВДП зваженіше. Поза всяким сумнівом, структура емісії державних облігацій 1997-1998 років нагадує класичні схеми фінансових пірамід. Втім якщо пересічний приватний інвестор здатний був зробити такий висновок лише з позицій сьогодення, то емітент володів такою інформацією ще на етапі планування проекту. Уряд свідомо розширював пропозицію достатньо ризикованих фінансових активів і не втручався у діяльність кредитних інститутів, якість кредитно-інвестиційного портфеля яких була низькою. Потреба в існуванні постійного попиту на державні фінансові інструменти, який гарантують банки, в ієрархії цілей випереджує стабільність фінансової системи. Як наслідок, комерційні банки позбуваються загрози банкрутства й

інвестують надмір ризиковані проекти, серед них і ОВДП (з деяким відставанням, в основних рисах, копіюють російську практику, і, ймовірно, саме тому вплив російської фінансової кризи виявився відчутнішим за вплив азійської [42]).

Функціонування та наступна криза ринку державних боргових зобов'язань в Україні тривалий час звужували й так небагатий вибір фінансових інструментів для приватного інвестора. До того ж було закладено основи для майбутніх проблем із випуском ОВДП нових емісій (паралельний обіг нових облігацій та конверсійних знижує ефективність ринку державних запозичень). Чи не єдиним позитивним аспектом в цьому контексті є те, що уряд повністю розраховувався з інвесторами-фізичними особами, декларуючи наміри досягти світових стандартів розміщення державних цінних паперів.

Варто зауважити, що яким би значним не було згортання первинного ринку державних облігацій, його обсяги все ж становлять істотну частку вітчизняного ринку цінних паперів. Конкуренцію йому може скласти лише ринок акцій, масштаби якого є наслідком масової приватизації (табл.7.5).

Таблиця 6.5

Обсяг зареєстрованих цінних паперів (на 01.01.2001)*

| Вид цінних паперів | Обсяг емісій | |
|--------------------------|--------------|------|
| | млрд. грн | % |
| Акції | 46,515 | 98,4 |
| Облігації підприємств | 0,34 | 0,7 |
| Облігації місцевих позик | 0,182 | 0,4 |
| Інвестиційні сертифікати | 0,25 | 0,5 |
| Разом | 47,29 | 100 |

*Джерело: Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Річний звіт-2000. – К.: ДКЦПФР, 2001. «www.ssmc.kiev.ua»

Решта сегментів ринку капіталу України з різних причин відстають у своєму розвитку. Втім ринок акцій також слугує, радше, процесам перерозподілу прав власності, аніж залученню у виробництво заощаджень економічних суб'єктів. Зокрема за дев'ять місяців 2001 року випуск акцій для залучення коштів становив 819,9 млн. грн, тобто 8% загального обсягу

zareestrovanih emisii [43, s.67]. Za цих umov finansove investuvannya viznachayetsya ne stilki rozmirami виплачених дивідендів, скільки можливістю отримати спекулятивний дохід. Максимуму такі можливості досягли у 1997-1998 роках паралельно із розвитком ринку ОВДП. В обох випадках підвищена зацікавленість іноземних інвесторів перехідними економіками позитивно вплинула на вартість фінансових активів. Обвал фондового ринку 1998 року унеможливив успішні спекуляції на курсах акцій для широкого кола фінансових інститутів. Перше півріччя 2000 року натомість характеризувалося деяким піднесенням – обсяг торгів цінними паперами досягнув 17,8 млрд. грн, тоді як упродовж 1999 року – 16,7 млрд. грн [46, с.61]. Втім позитивні тенденції не знайшли свого продовження, і в другому півріччі 2000 року навіть було зафіксовано деякий спад, який продовжився й в наступні роки, наслідком чого стало повернення ПФТС-індексу до рівня, зафіксованого на початок 2000 року. На зміну йому прийшло деяке пожвавлення на ринку акцій напередодні виборів 2002 року, яке, втім, має певний інтерес передусім для професійних учасників.

Отже, щоб охарактеризувати здатність індивідуальних інвесторів отримувати доходи від фондових спекуляцій, доречно вдатися до глибшого аналізу ринку акцій саме в першому півріччі 2000 року. Це впливає з таких обставин:

– отримання спекулятивного доходу в період спаду вимагає від фінансового інвестора володіти спеціальними навичками технічного аналізу, або ж можливе за умови високого рівня схильності такого інвестора до ризику. Мета ж аналізу – виявити потенційні вигоди для пересічного власника заощаджень, орієнтованого на найпростіші стратегії гри на ринкові та несхильного до ризику. Простіше кажучи, такий власник грошових коштів намагається диверсифікувати портфель своїх активів, звівши його ризик до мінімуму;

– висхідна динаміка курсів акцій 1998 року менш придатна до аналізу, оскільки є яскравим виявом формування спекулятивних „бульок”. Крім того, довелося б брати до уваги можливість заміщувати фондові інструменти державними борговими зобов'язаннями, інвестиційна привабливість яких була високою.

Врешті, обсяги портфельного інвестування у цей період явно вигравали на тлі дрібних заощаджень індивідуальних інвесторів, обмежуючи доступ до привабливих активів;

– поживлення фондового ринку напередодні виборів 2002 року впливало із активізації діяльності його інститутів, тоді як власники заощаджень переважно утримувались від збільшення фінансових інвестицій, зважаючи на нестабільність політичного середовища.

За інвестиційний горизонт³⁷ варто обрати один тиждень, що впливає із природи спекулятивної операції. У такому разі матимемо справу із масивом даних про курсову вартість акцій різних компаній від 17 січня до 30 червня 2000 року, що становив 23 торгових тижні. Статистичною основою дослідження будуть результати торгів у Першій фондовій торговельній системі, що є лідером за обсягами торгів цінними паперами в Україні. Коло інвестиційних характеристик акцій обмежується віддачею (темпи приросту ринкової вартості до попереднього тижня) та рівнем ризику (середнє квадратичне відхилення).

³⁷ Час, упродовж якого досягається спекулятивний дохід від придбання активу наприкінці одного торгового тижня і до його реалізації наприкінці наступного.

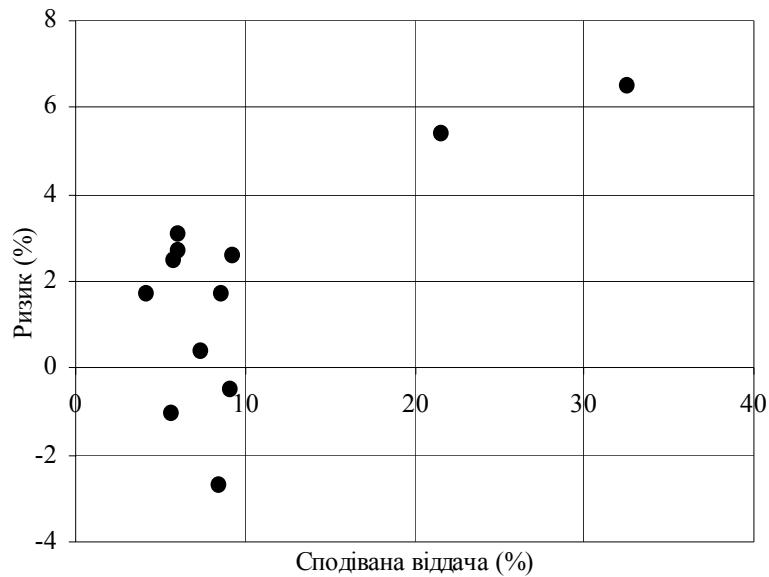


Рис. 7.5. Spодівана віддача та ризик акцій українських підприємств у першому півріччі 2000 року*

**Розраховано на основі ринкових оцінок вартості акцій за 23 торгових тижнів з початку 2000 року, які оприлюднила компанія „Столиця-цінні папери” в мережі Internet: www.stol.kiev.ua*

Результати розрахунків (рис. 7.5), свідчать, що дев'ять із дванадцяти акцій вітчизняних підприємств були привабливими для фондових спекуляцій. Spодівана віддача ще трьох була від'ємною, а тому їх вилучення з портфеля активів фінансового інвестора було б цілком закономірним. Акції з додатним значенням сподіваної віддачі забезпечували їхнім власникам суттєві вигоди – від 20,8 („Центрэнерго”) до 338% („Укррічфлот”) річних (для порівняння – середньозважені процентні ставки за депозитами 2000 року – 13,5%). Відповідно були всі підстави інвестувати в портфель активів, тим паче, що коваріація віддач акцій в жодному із випадків

не дорівнювала одиниці, а в деяких – була від'ємною. А отже, можна було знизити можливі ризики. Теоретично, фінансово-інвестиційний портфель міг формуватися з дев'яти чи навіть усіх дванадцяти акцій. Проте для дрібного приватного інвестора такі дії мало реалістичні, а тому до уваги буде взято лише портфелі з двох-трьох активів.

Вибір таких активів звісно залежить від співвідношення віддачі та ризику. Із позицій віддачі найпривабливішими слід визнати акції „Укррічфлоту” (6,5%) та „Запоріжжяобленерго” (5,4%). Однак вони ж демонстрували найвищі значення ризику – 32,5 та 21,5% відповідно. Якщо ж взяти до уваги ризик, що припадає на 1% сподіваної віддачі (коефіцієнт варіації), то до інвестиційно привабливих відносимо акції „Укрнафти”, „Донбасенерго” та „Дніпроенерго” (табл. 7.6). Портфель, сформований з цих фондових інструментів (портфель *A*), підтверджуючи теоретичні припущення володіє меншим, ніж кожне з індивідуальних значень, ризиком та порівняно високою сподіваною віддачею (145,6% річних) (табл. 7.7). Комбінування акцій „Західенерго” і концерну „Стирол” (портфель *B*) чи „Запоріжжяобленерго” та „Укррічфлоту” (портфель *C*) також дозволяє знизити ризик. Причому портфель *B* забезпечує нижчий рівень ризику, ніж портфель *A* чи окремо взята акція, хоч і може поступатися за сподіваною віддачею.

Таблиця 7.6

Інвестиційні характеристики акцій українських підприємств*

| Емітент | Код ПФТС | Сподівана віддача (%) | Ризик (%) | Коефіцієнт варіації |
|---|-------------|-----------------------|-----------|---------------------|
| Дніпроенерго | <i>DNEN</i> | 2,5 | 5,8 | 2,32 |
| Донбасенерго | <i>DOEN</i> | 2,7 | 6,0 | 2,22 |
| Центренерго | <i>CEEN</i> | 0,4 | 7,4 | 18,5 |
| Західенерго | <i>ZAEN</i> | 1,7 | 4,2 | 2,47 |
| Київенерго | <i>KIEN</i> | 2,6 | 9,2 | 3,54 |
| Запоріжжяобленерго | <i>ZPON</i> | 5,4 | 21,5 | 3,98 |
| Укрнафта | <i>UNAF</i> | 3,1 | 6,0 | 1,94 |
| Нижньодніпровський трубопрокатний завод | <i>NITR</i> | -1,0 | 5,6 | -5,6 |
| Харцизький трубний завод | <i>HRTR</i> | -0,5 | 9,1 | -18,2 |
| Концерн „Стирол” | <i>STIR</i> | 1,7 | 8,5 | 5,0 |
| Дніпрошина | <i>DNSH</i> | -2,7 | 8,4 | -3,11 |
| Укррічфлот | <i>FLOT</i> | 6,5 | 32,5 | 5,0 |

*Розраховано на основі ринкових оцінок вартості акцій за 23 торгових тижні з початку 2000 року, які оприлюднила компанія „Столиця-цінні папери” в мережі Internet: www.stol.kiev.ua.

Втім індивідуального інвестора цікавлять не стільки можливості практичної реалізації тверджень неокласичної економічної теорії, як потенційні доходи від вкладання коштів. Аналіз показує, що стратегія мінімізації ризику для фінансового інвестування не завжди самодостатня. Портфелі *A*, *B* та *C*, сформовані наприкінці останнього тижня червня і продані наприкінці першого тижня липня, реально виявлялись збитковими. Натомість портфель *D*, сформований з акцій Нижньодніпровського трубопрокатного та Харцизького трубного заводів, попри його від’ємну сподівану віддачу, забезпечив би 286% річних. Інакше кажучи, диверсифіковуваність ризику на ринку акцій України, не позбавляє індивідуального інвестора обов’язку ознайомитись із методами прикладного фінансового аналізу. Інакше, щоб уникнути збитків, йому доведеться звернутися до спеціалізованого фінансового інституту.

Таблиця 6.7

Структура портфельів акцій з мінімальним ризиком (%)*

| Портфель | Код емітента в ПФТС | | | | | | | | | Споді- вана віддача | Ризик (%) | Реальна віддача у відно- шенні |
|----------|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------------------|--------------|---|
| | DNEN | DOEN | ZAEN | ZAON | UNAF | NTR | HRTR | STIR | FLOT | | | |
| A | 34,39 | 23,16 | - | - | 42,45 | - | - | - | - | 12,8 | 4,7 | 11,1 |
| B | - | - | 81,26 | - | - | - | - | 18,74 | - | 1,0 | 3,8 | 1,9 |
| C | - | - | - | 68,29 | - | - | - | - | 31,71 | 5,8 | 17,4 | -38,6 |
| D | - | - | - | - | - | 70,84 | 29,16 | - | - | -0,9 | 4,6 | 5,5 |

*Розраховано на основі ринкових оцінок вартості акцій за 23 торгових тижні з початку 2000 року, які оприлюднила компанія „Столиця-цінні папери” в мережі Internet: www.stol.kiev.ua. Прочерк означає неврахування акцій у визначенні структури портфеля.

**Віддача продажу портфеля, сформованого наприкінці останнього тижня червня, наприкінці першого тижня липня.

Проблема, однак, полягає в тому, що сектор інвестиційних послуг в Україні значно відстає у своєму розвитку від інших форм фінансового підприємництва. Інвестиційні фонди та компанії, створені як інструмент реалізації приватизаційних програм³⁸, здебільшого не відповідають запитам потенційних вкладників. Їхня кількість поступово зменшується. Якщо 1997 року було майже 400 інститутів спільного інвестування, 2000 року – 250, то 1 липня 2001 року до державної комісії цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР) подали звіти лише 156 установ – 68 інвестиційних фондів та 88 взаємних фондів інвестиційних компаній [45]. Це пов'язано насамперед із закінченням терміну функціонування більшості закритих фондів. Слід зважити й на те, що вартість чистих активів інститутів спільного інвестування у розрахунку на одного мешканця України заледве перевищує 7 грн, а на один інвестиційний сертифікат у середньому припадає трохи більше 80 коп. В той час як інвестиційні інститути інших перехідних економік демонструють як вищі вартісні показники (їхні активи на душу населення становлять 207 євро у Чеській Республіці та 204 євро в

³⁸ У цьому Україна повторює основні вади сектору інвестиційного посередництва Чеської Республіки чи Росії, і й щодо нормативної бази його регулювання також.

Угорщині), так і кращу динаміку (рис.7.3). Врешті інститути спільного інвестування в Україні нерівномірно розміщені в просторі. У середині 2001 року на північні області України та місто Київ припадало 39,1% інвестиційних інститутів та 67,8% вартості їхніх чистих активів, на східні – 32,1 та 21,6% відповідно [45].

Заповнити нішу, яка вивільняється на ринку цінних паперів через слабкість інвестиційного бізнесу, теоретично могли б комерційні банки, особливо зважаючи на їхню потужну фінансову базу. Проте зацікавленість банків в активній роботі на ринковій капіталу порівняно низька. На 1 січня 2002 року цінні папери становили (за індикативною групою Асоціації українських банків) лише 8,3% загальної вартості чистих активів банків [46, с.6]. Натомість кредити та лізинг посідають перше місце – 53,2%, підтверджуючи статус банків як кредитних, а не інвестиційних інститутів. Не менш переконливі висновки дає підстава зробити аналіз структури портфеля цінних паперів банків. Основу такого портфеля 2001 року становили боргові цінні папери, емітовані НБУ – 44,1% його сумарної вартості та казначейські й інші цінні папери, що рефінансує НБУ – 26,8%. Акції ж посідали останнє місце – 14,1% вартості портфеля. Хоча це більш ніж у чотири рази перевищує рівень 1995 року, проте майже вдвічі поступається значенню, досягнутому 2000 року. До того ж слід пам'ятати, що, банк придбавши цінні папери, рідко має інвестиційні цілі (у розумінні довгострокового утримання цінних паперів у портфелі активів). Йдеться, радше, про суто спекулятивний інтерес. Зокрема частка цінних паперів, призначених на продаж, 2001 року досягла 66,1% вартості портфеля. Упродовж 1998-2000 років переважали цінні папери на інвестиції – не менше 60% вартості портфеля щорічно. Комерційні банки неспроможні замінити класичних інвестиційних інститутів, особливо, коли ринок цінних паперів перебуває у фазі становлення і не відображає основних тенденцій у реальній економіці.

Справді, ринок акцій сьогодні залежить більшою мірою від якості корпоративного управління, а не від фінансових результатів роботи підприємств-емітентів. А якість корпоративних відносин залишається порівняно низькою, не в останню чергу через структуру власності акціонерних товариств. Про неї можна судити

вже з того, що власниками відкритих акціонерних товариств, яких майже 12 тис., є 20 млн. фізичних та юридичних осіб. Загалом приблизна структура власності акціонерних компаній має такий вигляд: 13% – громадяни України, 47% – працівники та колишні працівники підприємств, 8% – менеджери. Разом це становить майже 70% акціонерної власності. Зважаючи на те, що перелічені фізичні особи, за винятком хіба що менеджерів (до того ж не завжди), є пасивними інвесторами, вони рідко беруть безпосередню участь у прийнятті оперативних та стратегічних рішень. Із решти акціонерів виокремлюються вітчизняні компанії – 13%, держава – 8% та українські інвестиційні компанії [47]. Строкатість складу акціонерів передбачає високу ймовірність виникнення конфліктів інтересів. За даними Бюро політичного консалтингу „Пента”, 47,5% респондентів зазначають, що конфлікти між приватним акціонерами та державою відбуваються досить часто. Решта опитаних вважає конфлікти якщо не звичною практикою, то принаймні досить рідкісним явищем. На користь партнерських стосунків та співпраці між акціонерами приватними та державою не висловився ніхто [48]. Отже, корпоративні конфлікти – невід’ємний елемент вітчизняного ринку акцій, що знижує його інвестиційну привабливість, для банківського бізнесу також. Втім останній, тяжіючи до традиційних операцій, здатний бути регулятором інвестиційних потоків лише частково.

Наприкінці 2001 року частка кредитів, наданих банками різним економічним суб’єктам становила 13,8% ВВП, що є результатом висхідної тенденції, яка почалась 1996 року. До того ж за межі 10% цей показник вийшов лише 2000 року. Позитивним напрямом розвитку кредитного сектору економіки України можна вважати хіба що зменшення обсягів кредитування державної форми власності з 59,8% вартості наданих 1995 року кредитів до 10,2% 2001 року. Втім таке зростання частки кредитів недержавним формам власності можна пояснити корпоратизацією та приватизацією, які збільшують обсяги колективної власності, у структурі якої представлена й держава як акціонер. Тому реальні вигоди приватних фірм можуть виявитися дещо нижчими. Врешті економіці бракує довгострокових кредитних ресурсів – 2001 року їхня частка в кредитних портфелях становила 20,5% (2000 року –

15,4%) [46, с.6]. Це зумовлено насамперед короткостроковістю депозитів у банківській системі України, яка забезпечує вкладників від можливого банкрутства кредитних установ чи несприятливих макроекономічних змін. За цих умов довгострокове кредитування досягається здебільшого коштом реалізації міжнародних кредитних ліній та орієнтації на прошарок постійних вкладників³⁹ завдяки створенню для них привабливих умов.

Зрозуміло, що поліпшення справ у сфері фінансового інвестування неможливе без адекватних кроків уряду до вдосконалення фінансової системи економіки країни та активізації діяльності фінансових посередників. Тим паче, що інтерес домогосподарств до ліквідних фінансових інструментів поступово зростає. Виявом цього є не лише зростання депозитних зобов'язань комерційних банків. Брак інвестиційно привабливих фінансових активів у межах національної економіки спонукає до їх пошуку за кордоном. Зокрема динамічний розвиток російського фондового ринку створює умови для отримання спекулятивного доходу від гри на курсах акцій. До того ж навіть не йдеться про вивезення грошей за кордон – спекуляції здійснюються з цінними паперами фірми-резидента, але такі активи мають цінове прив'язання до акцій провідних російських емітентів. Суми, потрібні для інвестування у похідні цінні папери, зазвичай порівняні із тими, що потрібні для відкриття депозитного рахунку в банку [50].

Зважаючи на це, основні зусилля приватних та державних установ, зацікавлених у поживленні фінансового інвестування, слід спрямовувати у таких напрямках:

- удосконалення законодавства про акціонерну власність, яке б зводило до мінімуму кількість корпоративних конфліктів, а відповідно зробило б ринок акцій чутливим насамперед до ефективності діяльності емітентів;

- узгодження політики розміщення державних цінних паперів із запитами фінансових інвесторів щодо терміну обігу, ліквідності та віддачі (спроби уряду розмістити 2002 року облігації

³⁹ Такий прошарок, зокрема, формують пенсіонери. Ті з них, хто наважився довірити свої заощадження банківській системі, звичайно реінвестують отримані процентні доходи [49].

з віддачею 16% річних терміном на два роки є прикладом цілком протилежних дій);

– стимулювання розвитку ринку корпоративних облігацій (2001 року їх випущено на суму 694,33 млн. грн, тоді як за попередні п'ять років – 339,52 млн. грн [51, с.12], тобто тенденцію слід лише закріпити, одночасно не допустивши обвалу ринку) та його доступності для дрібних фінансових інвесторів;

– сприяння розвиткові мережі інституційних інвесторів, передусім інвестиційних та венчурних фондів, здатних водночас підтримати функціонування ринку цінних паперів та забезпечити власників заощаджень бажаними фінансовими активами (оскільки пенсійна реформа перебуває на стадії планування, вже сьогодні варто розглянути питання про доречність делегованих функцій щодо акумуляції пенсійних внесків саме інвестиційним фондам);

– заохочення приватних інвесторів зберігати заощадження в активній формі (цінні папери, депозити тощо) через податкове стимулювання та впровадження принципу „участі в ризику” за зразком розвинутих економік.

У кожному разі прогрес у фінансовому інвестуванні в Україні можливий лише за умови вагомих інституційних перетворень у національній економіці.

7.3 РОЛЬ ЗАОЩАДЖЕНЬ НАСЕЛЕННЯ У ФОРМУВАННІ РЕСУРСНОЇ БАЗИ БАНКІВ

Банки, як й інші суб'єкти господарювання, щоб забезпечити свою діяльність, повинні мати в розпорядженні певні грошові ресурси. У сучасних умовах розвитку економіки особливо важливим є формування ресурсів. Із переходом до ринкової моделі економіки, ліквідації монополії держави на банківську діяльність, створенням дворівневої банківської системи змінився характер банківських ресурсів. Це зумовлено тим, що державний фонд банківських ресурсів зосередився в центральному банку держави, а розвиток приватної форми власності та нових форм господарювання привів до появи нових власників тимчасово вільних коштів, які самостійно визначають спосіб їх розміщення та зберігання.

З уваги на те, що економіку України потрібно реформувати, впроваджувати ринкові відносини, сприяти становленню фінансового ринку та розвитку банківської системи України, комерційні банки мають здійснювати зважену реалістичну стратегію подальшого розвитку, адаптовану до вимог ринку. Стабільне функціонування та розвиток банків, їх позитивний вплив на динаміку економічного зростання значною мірою залежать від обсягів та стабільності їх ресурсної бази, важливим елементом якої є вклади населення.

Масштаби діяльності банків залежать від обсягу ресурсів, якими вони володіють, і, особливо, від суми залучених ресурсів. Така ситуація загострює конкурентну боротьбу між банками за залучення коштів, серед них і тимчасово вільних коштів фізичних осіб [52, с.68].

Значення грошових заощаджень населення у формуванні ресурсної бази банківської системи важко переоцінити. Депозити фізичних осіб є найнадійнішим і стабільним джерелом кредитних ресурсів комерційних банків.

Як свідчить світовий досвід, заощадження домашніх господарств – неодмінне та найсуттєвіше джерело нагромадження капіталу в розвинених країнах. Наприклад, у ФРН за рахунок таких заощаджень формується понад 60 % інвестиційних ресурсів, що живлять економіку країни.

Як свідчить практика, банки Росії працюють, переважно, на залучених коштах (майже 80% пасивів). До того ж на першому-другому місцях за важливістю джерел залучення коштів є кошти населення та залишки на рахунках юридичних осіб, на третьому та четвертому – міжбанківські кредити та депозити юридичних осіб, на п'ятому – кошти, залучені за допомогою цінних паперів [53, с.117].

У сучасній економічній літературі активність інвестиційних процесів прямо залежить від темпів зростання заощаджень сімейних господарств [54, с.67-68].

У сучасних умовах України зростання заощаджень населення набуває надзвичайно важливого значення – економічного, фінансового, соціального і навіть політичного [55, с.8].

На обсяг і пропорцію інвестиційних заощаджень у загальному обсягу заощаджень населення впливає соціальна структура суспільства, рівень та структура його доходів, ціни на товари та послуги, структура потреб тощо. Процес акумулювання заощаджень – невід’ємна частина інвестиційного процесу, оскільки заощадження – це вагоме джерело інвестиційних ресурсів. Високий рівень доходів населення дає змогу виділяти вільні кошти та спрямовувати їх на інвестування, в тому числі і в банківську систему [56, с.66].

На формування приватних заощаджень, окрім рівня й структури доходів та видатків населення, впливають також рівень процентної ставки, стійкість грошової одиниці, система оподаткування та соціальна стабільність. Марно сподіватися на зростання інвестиційної активності населення за умови високого рівня безробіття, інфляційних процесів, надмірного податкового тиску на фізичних осіб.

Залучення вкладів фізичних осіб, яке передбачає на рахунках стабільних залишків коштів для забезпечення активних операцій, має великий вплив на ліквідність комерційних банків. Ця категорія банківських ресурсів, як ніяка інша, пов’язана з ризиком ліквідності. Такий ризик полягає в неочікуваних банком змінах у розмірах його активів та пасивів, оскільки терміни вилучення вкладів „до запитання” невизначені за своєю природою. Водночас ці кошти є одним із найдешевших джерел ресурсів банку, чим сприяють максимізації банківського прибутку шляхом значного зменшення процентних витрат банку [57, с.31].

Розширення депозитної бази має для банків надзвичайно важливе значення, оскільки різниця між процентними ставками за кредитами та депозитами є стабільнішою частиною прибутку банку, ніж його непроцентні доходи.

Крім того, солідна депозитна база є основою довгострокових стабільних відносин з клієнтами. Зокрема результати тривалих міжнародних досліджень свідчать, що саме депозитна база має цінність вищу, ніж її процентний прибуток.

Вклади, як найважливіший чинник діяльності для банку, є основним джерелом позикового капіталу, який використовують для фінансування кредитів банку і придбання цінних паперів. Це дає

змогу одержувати прибуток для забезпечення довгострокового зростання.

Вклади населення в банку поділяють на строкові та до запитання.

Перевагою розміщення коштів у банку на умовах „до запитання” для їхніх власників є висока ліквідність цих коштів (можливість швидкого обертання). Готівкові та/або безготівкові кошти зараховують на банківські рахунки і списують з них відповідно до здійснення власниками цих рахунків господарських операцій. Однак, з погляду банку, ресурс, який характеризується підвищеною мобільністю, не дуже надійний. Тому процент за цим вкладом, який банк виплачує своєму клієнтові, відносно невисокий.

Банкові зручніше і прибутковіше працювати із строковими вкладками. Залучення коштів на певний термін має перевагу перед залученням коштів „до запитання”, оскільки банк може впевненіше планувати здійснення своїх активних операцій, підтримувати свою ліквідність з меншим резервом, оскільки відсутній ризик того, що власники раптово зніматимуть кошти з рахунків. Водночас такі кошти значно дорожчі для банку [58, с.123-124].

Незважаючи на підвищення ролі депозитів населення в ресурсній базі комерційних банків, ще діють чинники, що стримують їх приплив до банківської системи. Серед них, зокрема, високий рівень оподаткування доходів фізичних осіб і, як наслідок – низький рівень реальної середньої заробітної плати; зростання переліку послуг, які надають платно; підвищення цін на товари та послуги; чинник недовіри як до міцності національної валюти, так і до стабільності банківської системи.

В Україні, незважаючи на тривалі процеси економічної кризи та девальвації національної валюти, грошові заощадження населення є важливим джерелом формування ресурсної бази банків.

Заощадження фізичних осіб (включаючи кошти за трастовими операціями та придбанням цінних паперів банків) 2001 року зросли на 60% (на 1 січня 2002 року їх обсяг становив 11,7 млрд. грн). За 2001 рік обсяг заощаджень фізичних осіб у національній валюті зріс на 79, 61%, в іноземній – 39,1% [59, с.19].

Закріпилася позитивна тенденція до зростання обсягів строкових вкладів фізичних осіб, які за 2001 рік збільшилися на 76,5%, серед них у національній валюті – на 104%. Частка строкових депозитів у загальному обсязі вкладів населення становила 72,5%. На кінець 2001 року обсяг вкладів до запитання сягав 3,1 млрд. грн, що становило 26, 3% від усіх заощаджень населення [60].

За 2001 рік загальний обсяг вкладів населення у банках України збільшився на 68,4% і становив 11,1 млрд. грн. Характерною ознакою є істотне прискорення темпів зростання вкладів населення у національній валюті, обсяги яких за 2001 рік збільшилися на 92,1% і становили 6,4 млрд. грн [61, с.20], що свідчить про підвищення довіри громадян до національної валюти та банківської системи.

Проте сьогодні грошові заощадження населення, як джерело банківських ресурсів, ще не стали чинником стабілізації та розвитку реального сектору економіки.

На відміну від країн із розвиненою ринковою економікою, в Україні значна сума готівкових коштів перебуває поза банківською системою. На 1 січня 2002 року готівка в національній валюті поза касами банків досягла 19,5 млрд. грн і становила 84,4% до грошової бази. Порівняно із 2000 роком обсяг готівки поза банками збільшився майже на 7 млрд. грн [62, с.18].

Важливе значення для успішної банківської діяльності має якісна структура депозитної бази, яку характеризує співвідношення між строковими депозитами і вкладами до запитання.

Структура залучених банківськими установами України депозитів фізичних осіб не може повною мірою задовольнити потреб грошового ринку країни. Довгострокові вклади населення не настільки значні, в ресурсах комерційних банків, щоб суттєво впливати на процеси довгострокових активних вкладень.

Це зумовлено загальноекономічною ситуацією в Україні. Населення не впевнене у надійності та економічній стабільності через повільне проведення структурних реформ.

Тому сьогодні нагальною є потреба на державному рівні створити умови, щоб залучити на тривалі терміни до вітчизняної

банківської системи заощадження громадян, що в значних обсягах залишаються поза банківською системою.

Серед економічних чинників, що впливають на динаміку зростання вкладів населення в банківські установи, найважливішим є збільшення реальних доходів населення, яке забезпечується передусім стримуванням темпів інфляції, прискоренням зростання виробництва, скороченням сум заборгованості із заробітної плати та пенсій, а також реформуванням системи оподаткування доходів фізичних осіб.

Щоб мобілізувати тимчасово вільні грошові кошти і перетворити їх у реальні кредитні ресурси, банки мають проводити заходи, які стимулювали б залучення вкладів і забезпечували б їхнє зберігання, зокрема:

- забезпечення вкладникам певного розміру доходу з урахуванням у визначенні процентних ставок темпів інфляції, що підвищить цінність самих грошей;

- маневрування порядком виплати процентів: перехід від виплати процентів закладами з одного разу на рік до щоквартального та щомісячного;

- розширення спектру банківських послуг та поліпшення якості обслуговування клієнта [63, с.42].

А щоб комерційні банки могли залучати довгострокові депозити, постановою Правління Національного банку України від 27 червня 2001 р. № 244 „Про затвердження Положення про порядок формування обов’язкових резервів для банків України” [64] введено диференційовані норми формування обов’язкових резервів залежно від природи зобов’язань (депозити, поточні рахунки клієнтів тощо) та терміну зобов’язань.

Крім того, Національний банк України, встановлюючи рівень облікової ставки, яка відбиває середній рівень вартості грошових ресурсів у країні і є орієнтиром для комерційних банків у проведенні процентної політики, дає змогу комерційним банкам самостійно встановлювати процентні ставки на депозити залежно від термінів та умов їх залучення.

Інтенсивність залучення заощаджень населення до банків значною мірою залежить від застосування нових видів вкладів. У банківській системі України останнім часом розширилася

пропозиція цільових ощадних вкладів (зокрема вклади на дітей, святкові тощо). Використовуючи світовий досвід запровадження нових видів вкладів і заощаджень із гнучкішими процентними ставками та умовами використання, які дають змогу поєднувати строкові вклади зкладами до запитання, банки можуть мінімізувати втрати вкладників, і, відповідно, розширити їх коло та обсяги залучених коштів.

Головним завданням банків на ринку залучення заощаджень громадян має стати стимулювання ощадної та інвестиційної активності населення через надання вкладникові банку можливості вибирати ефективні форми заощаджень, які б відповідали вимогам клієнтів щодо їхньої віддачі та надійності.

Стратегічною метою банківської діяльності на сучасному етапі має стати створення належних умов для розвитку ринку банківських послуг на підставі здорової конкуренції. У цьому аспекті особливого значення набуває своєчасне та ефективне законодавче і нормативно-правове забезпечення всього можливого спектру банківських операцій та послуг, внаслідок відсутності якого банки не завжди здатні забезпечити якісне здійснення як депозитних операцій, так і надання інших послуг.

Важливим напрямом удосконалення депозитних операцій банків з обслуговування населення є активізація комплексного обслуговування клієнтів. Надання вкладникам поряд з депозитними послугами розрахункових консультативних послуг тощо сприятиме підвищенню конкурентоспроможності банку в залученні додаткових коштів фізичних осіб на різні види депозитних рахунків. Наприклад, банки можуть взяти на себе зобов'язання здійснювати регулярні платежі за комунальні послуги, а також виконувати інші перерахування з рахунків вкладників за товари та послуги. Окрім того, збільшенню заощаджень громадян, що акумулюють банки, може сприяти надання послуг трастового характеру, а саме:

- розпорядження спадщиною, або заповідальний траст, тобто розпорядження майном клієнта після його смерті;
- управління майном клієнта за спеціальною угодою, або прижиттєвий траст (клієнт передає банкові в управління майно, яке банк зберігає, інвестує, розпоряджається доходом у визначеному

угодою порядку). Управління майном передбачає прийняття оптимальних рішень про його розміщення, оформлення страхування і внесення страхових платежів, консультування, розміщення основного капіталу з можливістю використати як заставу при кредитуванні, а також депозитні операції з готівкою тощо;

– надання агентських послуг (збереження цінних паперів та інших активів, купівля-продаж цінних паперів та доставлення їх до клієнта, обмін цінних паперів, одержання доходів за ними, погашення облігацій, сплата податків, оформлення страхових полісів, оплата рахунків, отримання кредитів, купівля-продаж іноземної валюти та коштовних металів);

– залучення коштів населення на цільові вклади, зокрема з подальшим використанням коштів на будівництво та придбання житла, іншого рухомого та нерухомого майна;

– трасти для голосування (дрібні акціонери передають банкові свої акції у довірчу власність. Банк, отримавши право голосу за акціями, зобов'язується одержувати дивіденди та зараховувати їх на рахунок клієнта) [65, с.39-40].

У сучасних умовах одним із чинників, що сприятиме додатковій мобілізації банківською системою заощаджень громадян, є усебічне розширення сфери безготівкових розрахунків населення за товари та послуги.

Безготівкові платежі населення 2001 року досягли в Україні 33,8 млрд. грн, або 15% від загальної суми їх доходів і видатків. Переважну суму безготівкових платежів (86%) становлять перерахування на вклади населення. Питома вага безготівкових перерахувань заробітної плати на вклади зросла в загальній сумі виплат з оплати праці у 2001 році до 17,6% [66, с.30].

Зростання безготівкових надходжень на вклади повною мірою не компенсувалося відповідними безготівковими розрахунками з вкладів населення за товари та послуги. Із 29,1 млрд. грн, перерахованих на вклади населення за безготівковими розрахунками 2001 року, лише 4,8% (16%) сплачено за товари, послуги та інші платежі безготівковими перерахуваннями.

Сьогодні суб'єкти господарювання майже не застосовують чекової форми розрахунків, яка перебуває на рівні 0,3-0,4 % від надходження торговельного виторгу до кас банків. Ми поділяємо

думку деяких авторів щодо чинників, які гальмують поширення чекової форми розрахунків у нашій державі, а саме відсутності домовленості між банками про взаємне приймання чеків, тривалого терміну проведення розрахунків, недовіри торгових, побутових та інших підприємств, а також населення до цієї форми розрахунків і втрати досвіду роботи з чеками [67, с.31].

На скорочення обсягів готівкового обігу у розрахунках населення не вплинуло і поступове використання у розрахунках платіжних карток. Це можна пояснити тим, що платіжні системи, які використовують банки, або які актуальні в межах одного банку і мають обмежене коло користувачів, або розвиваються через упровадження лише „зарплатних” проєктів, при яких платіжні картки використовують для одержання коштів, що перебувають на рахунках, у вигляді готівки.

Зусилля комерційних банків мають бути спрямовані на активізацію безготівкових розрахунків за допомогою пластикових карток, поширення практики зарахування заробітної плати та інших соціальних виплат на банківські рахунки, здійснення через установи банків комунальних платежів. Застосування безготівкових розрахунків розглядають сьогодні як один із найперспективніших шляхів залучення заощаджень громадян до банківських установ.

Щоб забезпечити стабільність та підвищити ефективність функціонування банківської системи і відповідно довіру до неї, потрібно, щоб комерційні банки запровадили ефективну систему управління ризиками, яка передбачає створення відповідних підрозділів та розроблення процедур управління ризиками, запровадження комплексного підходу до стратегії зростання обсягів заощаджень у банківській системі. Для нагляду за діяльністю банків щодо управління ризиками слід розробити методологію оцінювання ризиків у діяльності банків та відповідні заходи щодо їх запобігання.

Підвищенню захисту заощаджень громадян у комерційних банках сприятиме також вдосконалення системи захисту прав банків-кредиторів. Тому, сьогодні актуальне питання про законодавче забезпечення ефективного механізму повернення банкам-кредиторам вкладених коштів у разі банкрутства позичальників. Це можна розв'язати, прийнявши закони про банківське кредитування

та про захист прав кредиторів, а також внівши зміни до чинного законодавства щодо спрощення процедури оголошення банкрутами підприємств-боржників та удосконалення механізму реалізації заставленого майна.

Банки проводять різну політику щодо термінів зберігання, процентних ставок та умов вилучення строкових вкладів. Тому, з огляду на потребу стимулювати приплив заощаджень громадян до банківських установ, сьогодні особливо актуальним для банків є реалізація маркетингових програм.

Сучасна банківська практика свідчить про те, що ретельний облік потреб клієнтів, створення умов для максимального пристосування банківських продуктів і послуг до вимог ринку, структури та характеру попиту, забезпечення прибутковості банку через розроблення нових продуктів та послуг, постійна спрямованість на мінімальні видатки створюють реальну можливість, щоб громадяни активніше вкладали кошти до банківських установ, а також удосконалити структуру залучених коштів.

Мобілізація грошових доходів громадян, безумовно, ґрунтується на стабільності банківської системи. Тому для широкого залучення коштів населення до банківських установ важливо забезпечити надійний та ефективний нагляд за діяльністю банків.

Одним із пріоритетних напрямів удосконалення банківського нагляду має стати контроль за тим, як банк ефективно керує ризиками через упровадження прогресивних систем моніторингу, оперативної діагностики та вчасного реагування на можливі проблеми у їхній діяльності.

Одним із чинників, що стримує вкладення коштів громадян на банківські рахунки, є недовіра до стабільності та надійності банківських установ. Це можна подолати створивши ефективну й досконалу систему страхування вкладів та запровадивши механізм індексації вкладів.

Значення ефективної системи страхування депозитів в економіці будь-якої країни надзвичайно важливе. Як свідчить світовий досвід, гарантування вкладів населення має подвійне призначення: на мікрорівні – захищати вкладників, на макрорівні – мінімізувати негативний вплив банківських ризиків та сприяти зміцненню довіри до банківської системи.

У більшості країн із розвинутою економікою створені та ефективно функціонують системи депозитного страхування, котрі забезпечують захист вкладів на випадок банкрутства банків і виконують дві функції:

- оберігають вкладників від банкрутства банків;
- оберігають банки від ризику банківської паніки (якщо вкладники знають, що їхні гроші захищені фондом депозитного страхування, вони, у разі чуток про банкрутство банку, зберігатимуть спокій, що попередить стрімкий вплив грошей з банків) [68, с.47].

В Україні триває перший етап побудови такої інституції – згідно із Указом Президента України від 10.09.1998 р. № 996/98 „Про заходи щодо захисту прав фізичних осіб – вкладників комерційних банків” створено Фонд гарантування вкладів фізичних осіб. Засади функціонування цього Фонду, порядок відшкодування вкладів вкладникам банків регулює Закон України від 20.09.2001 р. № 2740-III „Про Фонд гарантування вкладів фізичних осіб”. Проте для успішної роботи Фонду, а головне, подальшого розвитку системи страхування депозитів комерційних банків, бракує комплексної нормативно-правової бази, наближеної до світових стандартів. Підвищення рівня довіри до банків можливе лише за умови створення ефективних і прозорих процедур входу, функціонування й виходу банківських установ з ринку, підвищення рівня достовірності та прозорості інформації про діяльність банків.

Надходження заощаджень громадян до банківської системи гальмує і не досить високий рівень гарантованого відшкодування коштів у разі настання їх недоступності.

Відповідно до Закону України „Про Фонд гарантування вкладів фізичних осіб” розмір відшкодування коштів за вкладами, включаючи відсотки, за рахунок коштів Фонду може бути збільшено за рішенням адміністративної ради Фонду залежно від тенденцій розвитку ринку ресурсів, залучених від вкладників банками-учасниками.

За оперативними даними, 01.07.2002 р. вклади населення в банках становили 14 млрд. 349 млн. 662 тис. грн, що майже на 3,2 млрд грн більше ніж на початок цього року (на 01.01.2002 р. ця сума становила 11 млрд. 161 млн. 156 тис. грн). Темп приросту

вкладів населення у банках на 01.07.2002р. становив 28,6%. У зв'язку з цим адміністративна рада Фонду має підстави, щоб переглянути розмір гарантованого відшкодування вкладів, що, на наш погляд, сприятиме підвищенню довіри населення до банківської системи і як наслідок – притоку до банків заощаджень громадян.

Підвищенню ролі грошових заощаджень населення в формуванні ресурсної бази банків і розбудові економіки України сприятиме спрямованість прибуткової діяльності банків на один із суттєвих сегментів фінансового ринку – вільні кошти населення. А партнерські відносини між ними щодо конкретних напрямів банківської діяльності стимулюватимуть залучення заощаджень населення до вітчизняних банків, зниження рівня недовіри до банківської системи та збільшення інвестиційних вкладів до реального сектору економіки України.

Література:

1. Кейнс Дж.М. Общая теория занятости, процента и денег. – М.: Прогресс, 1978.
2. Бурда М., Виплош Ч. Макроекономіка: Європейський контекст /Пер. з англ. – К.: Основи, 1998.
3. Statistik des Euro-Waerungsgebiets // Monatsbericht der EZB. – 2002. – №1.
4. Петруня Ю.Є. Індивідуальні інвестори на ринку акцій України: мотиви діяльності // Фінанси України. – 1999. – №5.
5. Долан Э.Дж., Кэмпбелл К.Д., Кэмпбелл Р.Дж. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика. – СПб: Профико, 1991.
6. Макконнелл К., Брю С. Аналітична економія. Принципи, проблеми і політика. – Ч.1. Макроекономіка. – Львів: Просвіта, 1997.
7. Шумпетер Й. Теория экономического развития (Исследование предпринимательской прибыли, капитала, кредита, процента и цикла конъюнктуры). – М.: Прогресс, 1982.
8. Дубровский В. Инвестиции в Украине: ресурс для роста или жертвоприношение старым идолам? // Зеркало недели. – 2002. – №4. – С.7.
9. Корнаи Я. Дефицит / Пер. с венг. – М: Наука, 1990.
10. Ebel H. Abrechnung. Das Scheitern der oekonomischen Theorie und Politik des „realen Sozialismus“. – Berlin: Die Wirtschaft, 1990.
11. Пигу А. Экономическая теория благосостояния /Пер. с англ.– М.: Прогресс, 1985. – Т.1.
12. Aktienmarkt und Geldpolitik // Monatsbericht der EZB. – 2002. – №2. – S.43-58.
13. Барановський О.І. Індикатори безпеки фондового ринку // Фінанси України. – 1999. – №9.

14. Investment 2001/ Daten, Fakten, Entwicklungen. – Frankfurt am Main: BVI Bundesverband Deutscher Investment-Gesellschaften e.V., 2001.
15. The Monetary Policy of the ECB. – Frankfurt am Main: European Central Bank, 2001.
16. Geldvermoege bald ueber 6 Billionen DM // Die Bank. – 1999. – №10.
17. Ueber 20 Millionen Wertpapierdepots // Die Bank. – 1999. – №10. – S.719-720.
18. Charakteristika der Unternehmensfinanzierung im Euro-Waerungsgebiet // Monatsbericht der EZB. – 2001. – №2.
19. Finanzierung und Geldvermoege(sbildung) der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Waerungsgebiet // Monatsbericht der EZB. – 2001. – №4.
20. *Миллер Р.Л., Ван-Хуз Д.* Современные деньги и банковское дело / Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2000.
21. *Мишкін Ф.С.* Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків / Пер. з англ. – К.: Основи, 1998.
22. Der Bankensektor im Euroraum: strukturelle Merkmale und Entwicklungen // Monatsbericht der EZB. – 1999. – №4.
23. *Гесць О.* Сек'юритизація „кредитного портфеля” комерційного банку як метод розширення інвестиційної діяльності в Україні // Банківська справа. – 1998. – №6.
24. *Брыль Р.* Кошмарный год для инвестиционных банков // Украинская инвестиционная газета. – 2002. – №11.
25. *Гурьянов К., Мерзликін К.* К концепции формирования российского рынка ценных бумаг (роль коммерческих банков и фондовых бирж) // Экономические науки. – 1992. – №2.
26. *Гомулка С.* Как создать рынок капиталов // ЭКО. – 1990. – №9. – С.108-113.
27. *Морк Р., Енг Б., Ю У.* Что является причиной взаимозависимости цен на акции в странах с переходной экономикой? // Трансформация. – 1998. – №6.
28. Чеський стиль // Діло. – 1994. – №62.
29. *Данилов Ю., Ситин А., Шараева Л.* Российские инвестиционные компании // Российский экономический журнал. – 1992. – №9.
30. *Эллерман Д.* Ваучерная приватизация с привлечением инвестиционных фондов: верный способ обескровить промышленность // Трансформация. – 1998. – №6.
31. *Бхаттачарма У.* Какие существуют условия для функционирования схемы Понци в странах с переходной экономикой // Трансформация. – 2000. – №1.
32. *Schardax F., Reiniger T.* The Financial Sector in Five Central and Eastern European Countries: An Overview // Focus on Transition der OeNB. – 2001. – №1.
33. *Barisitz S.* The Development of the Croatian Banking Sector since Independence // Focus on Transition der OeNB. – 2000. – №2.
34. *Hubner G., Mueller W., Novak F., Reiniger T., Schardax F., Summer M., Wuerz M.* Die Entwicklung der Finanzmaerkte in dem mittel- und ostepuropaeischen Laendern: eine Bestandsaufnahme // Finanzmarktstabilitaetsbericht. – 2001. – №1.
35. Инвестиционный паралич // Украинская инвестиционная газета. – 2001. – №31.
36. *Сараевс В.* Замещение валют: латвийская головоломка // Трансформация. – 2000. – №2.
37. *Карпенко И.В.* В продажу поступили «народные» облигации // Фондовый рынок. – 1997. – №22.

38. *Кошовий Д.* Уряд хоче позичити у громадян 400 мільйонів гривень ... від пропозиції поки що варто відмовитися // Галицькі контракти. – 2002. – №4.
39. *Димовський А., Костенко Н., Рудий І.* НБУ повністю контролював валютний ринок // Галицькі контракти. – 1997. – №7.
40. *Шумкова О.В.* Управління портфелем цінних паперів комерційного банку. Автореф. дис... канд. екон. наук. / Українська академія банківської справи. – Суми, 1998.
41. *Філенко І.* Від резидентів – за потребами, нерезидентів – за можливостями // Діло. – 1998. – №34.
42. *Малютина М., Парилова С.* Банкротство банків: причини чрезмерних банківських ризиків в перехідній економіці // Вестник РПЭИ. – 2001. – №9.
43. Квартальні передбачення / Міжнародний центр перспективних досліджень. – 2001. – №17.
44. Квартальні передбачення / Міжнародний центр перспективних досліджень. – 2000. – №13.
45. Аналіз діяльності інститутів спільного інвестування (ІСІ) у II кварталі 2001р. – К.: Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку, 2001. – «www.ssmc.kiev.ua».
46. *Гонгальський Д.* Інвестиції через третью руку // Украинская инвестиционная газета. – 2002. – №11.
47. *Баяра Д.* Все взаимосвязисмы // Украинская инвестиционная газета. – 2001. – №22.
48. *Баяра Д.* Законодатели отстают // Украинская инвестиционная газета. – 2002. – №8.
49. *Терен С., Стаховський Д.* Вкладників настрахали вибори // Галицькі контракти. – 2002. – №15.
50. *Кошовий Д.* Як українцєві погратися у фондовий ринок? // Галицькі контракти. – 2001. – №51.
51. *Кошовий Д.* Фондовий хїт – корпоративні облігації // Галицькі контракти. – 2002. – №8.
52. Банковское дело /Под ред. О.И. Лаврушина. – М.: Финансы и статистика, 1998.
53. Банковское дело /Под ред. А.М.Тавасиева. – М.: ЮНИТИ, 2001.
54. Вступ до банківської справи. – К.: Лібра, 1998.
55. *Савлук М.І.* Грошові заощадження населення як ресурс фінансового ринку // Матеріали науково-практичної конференції «Роль грошових заощаджень населення в розбудові економіки України. – К.: КНЕУ, 2002.
56. *Мельник О.* Заощадження населення як джерело формування інвестицій // Банківська справа. – 1999. – № 3.
57. *Олійник Д.* Управління ліквідністю комерційного банку на основі оптимального використання залишків тимчасово вільних коштів на поточних рахунках клієнтів // Банківська справа – 2001. – № 2.
58. Банковское дело /Под ред. А.М.Тавасиева // М.: ЮНИТИ, 2001.
59. Бюллетень Національного банку України. – 2002. – № 1.
60. Там само.
61. Там само.
62. Там само.
63. *Стоян В.* Управління витратами банку // Банківська справа.– 2000.– № 5.
64. Законодавчі і нормативні акти з банківської діяльності //Додаток до журналу Вісник Національного банку України. – 2001. – Вип. 7.

65. *Алексєєнко М.* Трастові полуги та залучення коштів банками // Банківська справа. – 2001. – № 2.

66. *Дорофєєва Н.В.* Організаційно-правові чинники залучення коштів населення в банківську систему // Матеріали науково-практичної конференції „Роль заощаджень населення в розбудові економіки України”. – К.: КНЕУ, 2002.

67. Там само.