Одеський національний економічний університет

# ТЕОРЕТИЧНІ І ПРАКТИЧНІ ПРОБЛЕМИ РОЗВИТКУ ФІНАНСОВОГО РИНКУ В УКРАЇНІ

Монографія

За редакцією
д.е.н., професора В.К.Кублікова
к.е.н., професора Г.О.Величка

Одеса 2014

УДК 336.76 (075.8)
ББК 65.262.2
Авт. індекс С 44

Авторський колектив

Керівник та науковий редактор – Кубліков В.К.
д.е.н., професор, ((§1.1, 1.3)
Величко Г.О., к.е.н., професор ( вступ )
Арутюнян С.С., к.е.н., доцент, (§1.2, 1.4, 1.5)
Ітигіна О.В. к.е.н., доцент, (§1.2, 1.4, 1.5, 3.4)
Гончаренко О.М. к.е.н., доцент (розділ 2)
Світлична О.С. к.е.н., доцент (§ 3.1.1., 3.1.2., 3.1.3, 3.1.4),
Сташкевич Н.М. ст.викладач (§ 3.2.1, 3.2.2.),
Астахова Н.І., ст.викладач (§ 3.2.3),
Красільникова К.В., викладач (§ 3.2.3),
Лапіна І.С. к.е.н., доцент (§ 3.4.1, 3.4.2),
Сташкевич О.С.викладач (§ 3.6),
Тарасова О.В. ст. викладач (§ 4.1.1, 4.1.2, 4.1.3., 4.1.4, 4.1.5),
Іоргачова М.І. к.е.н., викладач (§ 4.2).
аспіранти:
Ковальова О.М. (§ 3.5),
Кустова Д.В. (§ 3.4).

Рецензенти: Ахламов А.Г. д.е.н., професор
Баранова В.Г., д.е.н., доцент

Теоретичні і практичні проблеми розвитку фінансового ринку в Україні / За редакцією В.К.Кублікова, Г.О. Величка – Одеса: видавництво «Атлант», 2014 – 422 с.

ISBN 978-966-2361-64-3

Монографію підготовлено за результатами дослідження комплексної теми кафедри фінансового менеджменту та фондового ринку Одеського національного економічного університету «Теоретичні і практичні проблеми розвитку фінансового ринку в Україні».

У книзі висвітлено сучасні тенденції розвитку світової економіки і вплив глобалізації на розвиток світових і національних фінансових ринків, у тому числі їх окремих сегментів. Розглянуто сучасні моделі функціонування небанківських фінансових інститутів: страхових компаній, недержавних пенсійних фондів, кредитних спілок, інститутів спільного інвестування тощо. Визначено напрями системної трансформації фінансової системи України. Відмінною особливістю монографії є її практичний акцент на висвітленні таких питань: управління стійким розвитком та антикризове фінансове управління підприємством; сучасні методи оцінки вартості корпоративних структур в Україні. Запропоновано моделі оцінки вартості акцій публічних і приватних акціонерних товариств в Україні.

Розраховано на працівників фінансових підрозділів підприємств, фінансових установ, науковців, аспірантів, студентів ВНЗ та всіх, кого цікавлять проблеми розвитку фінансового ринку в умовах глобалізаційних процесів.

Рекомендовано до друку Вченою радою Одеського національного економічного університету (протокол № 4 від 24 грудня 2013 р.)

# ПЕРЕДМОВА

Дорогі читачі! На ваш розсуд подано думки, певні оцінки, пропозиції, результати досліджень і роздумів, дискусій, часом гострої полеміки та сподівань колективу кафедри фінансового менеджменту та фондового ринку Одеського національного економічного університету.

Коли робота над монографією була практично завершена, зупинилося серце її керівника – доктора економічних наук, професора Володимира Костянтиновича Кублікова. Пішов із життя справжній учений, той, хто був ідейним натхненником нашого наукового колективу, хто завжди щедро ділився науковими ідеями, формував атмосферу пошуку, хто підтримував сміливі гіпотези, гострі дискусії, поважав право на помилки, був водночас вимогливим та доброзичливим, створював навколо себе все те, що є невід'ємною умовою наукового життя.

Наукову думку неможливо зупинити, наукове дослідження економічних, фінансових явищ не може бути остаточно завершеним. Продовжується життя нашої країни, крізь будь-які протиріччя, складності та труднощі, крізь драматичні обставини прокладає собі шлях у майбутнє країни, у майбутнє її фінансової науки. Попереду майбутні наукові захоплення та відкриття тих, кому пощастило бути соратниками та учнями нашого завідувача кафедри Володимира Костянтиновича Кублікова.

Запрошуємо всіх, кому небайдужі ті чи інші аспекти досліджуваних проблем висловлювати свої зауваження, критичні оцінки та пропозиції за адресою: Одеський національний економічний університет, м. Одеса,
вул. Пушкінська, 26, кафедра фінансового менеджменту та фондового ринку.

ЗМІСТ


| | |
|---|---|
| Вступ | |
| Розділ 1. Сучасні теоретичні проблеми розвитку фінансового ринку України | |
| 1.1. Сучасні тенденції розвитку світової економіки | |
| 1.2. Світова фінансова криза: причини, наслідки та необхідність системних трансформацій | |
| 1.3. Напрями системній трансформації фінансової системи України | |
| 1.4. Напрямки інтеграції страхового ринку України у світовий ринок | |
| 1.5. Реформування депозитарної системи України як інституту інфраструктури фінансового ринку | |
| Розділ 2. Управління стійким розвитком та антикризове фінансове управління підприємством | |
| 2.1. Формування системи управління стійким розвитком підприємства | |
| 2.1.1. Стійкість розвитку підприємства як економічної системи | |
| 2.1.2. Системи управління стійким розвитком підприємства | |
| 2.1.3. Прогнозування стійкого розвитку підприємства | |
| 2.2. Формування системи антикризового фінансового управління | |
| 2.2.1. Методичний підхід до діагностики ймовірності виникнення фінансової кризи на підприємствах | |
| 2.2.2. Методичне забезпечення формування антикризової програми підприємства | |
| 2.2.3. Науково-методичне забезпечення формуваннння антикризової програми підприємства | |
| Розділ 3. Сучасні моделі функціонування небанківських фінансових інститутів | |

| | |
|---|---|
| 3.1. Проблемне-орієнтовний підхід щодо аналізу розвитку страхового сегмента України | |
| 3.1.1. Страховий ринок України: сучасні тенденції розвитку в контексті інтеграційних процесів | |
| 3.1.2. Розширення асортименту страхових послуг як головний вектор розвитку конкурентоспроможності страхових компаній | |
| 3.1.3. Моделювання розміру страхових резервів страховика | |
| 3.1.4. Комплексний підхід щодо регулювання діяльності страхових компаній | |
| 3.2 Формування концепції недержавного пенсійного забезпечення в України | |
| 3.2.1. Реформування пенсійного забезпечення в Україні з урахуванням світового досвіду | |
| 3.2.2. Перспективи введення обов'язкової накопичувальної пенсійної системи в Україні | |
| 3.2.3. Аналіз структури активів недержавних пенсійних фондів України | |
| 3.3. Кредитні спілки на фінансовому ринку України | |
| 3.3.1. Основи діяльності та функціонування кредитних спілок в Україні | |
| 3.3.2. Сучасний стан, проблеми та перспективи розвитку кредитних спілок в Україні | |
| 3.4. Становлення та розвиток інститутів спільного інвестування на фінансовому ринку України | |
| 3.5. Сучасний стан та перспективи розвитку венчурного фінансування | |
| 3.6. Вартісний підхід до організації ризик-менеджменту пайових інвестиційних фондів | |

| | |
|---|---|
| Розділ 4. Сучасні методи оцінки вартості корпоративних структур в Україні | |
| 4.1 Оцінка вартості публічних компаній на ринку М & А України | |
| 4.1.1. Еволюція поглядів на процеси злиттів-поглинань і їх типологія | |
| 4.1.2. Аналіз стану основних тенденцій ринку злиттів - поглинань світу та країн з транзитивною економікою на прикладі України | |
| 4.1.3 Основні теоретичні та методологічні підходи до оцінки вартості компаній в процесі злиття – поглинання | |
| 4.1.4 Оцінка фундаментальної вартості публічної компанії-цілі в процессі злиття – поглинання | |
| 4.1.5 Оцінка інвестиційної вартості одиничних акцій компаній в Україні в процесі злиття та поглинання | |
| 4.2 Оцінка вартості акцій приватних акціонерних товариств | |
| 4.2.1. Теоретико - методологічна основав моделі оцінки акцій ПрАТ | |
| 4.2.2. Модель оцінки акцій приватних акціонерних товариств | |
| 4.2.3. Аналіз достовірності результатів моделі оцінки вартості акцій ПрАТ | |
| Виводи | |
| Література по розділам | |

# ВСТУП

Функціонування ринкової економіки ґрунтується на функціонуванні двох ринків: ринку реальних активів і ринку фінансових активів. Для розвитку економіки будь-якої держави потрібна наявність можливості мобілізації, розподілу і перерозподілу фінансових ресурсів. Розвинутий фінансовий ринок дозволяє мобілізувати необхідні інвестиції для різних галузей економіки, переміщуючи ресурси із застійних або недостатньо прибуткових галузей у найбільш перспективні сектори економіки. Сам факт утворення та успішного функціонування різних сегментів фінансового ринку свідчить про певну розвиненість ринкових механізмів. Отже, дослідження і всебічний аналіз фінансового ринку, теоретичних і практичних проблем його функціонування та розвитку, визначення його сучасних особливостей і патологій видається своєчасним і актуальним, особливо в контексті тенденцій розвитку світової економіки й глобалізації фінансових ринків.

Розвиток процесів фінансової інтеграції і глобалізації, особливості сучасної фінансової і структурно-циклічної кризи, сучасні трансформації інституційної структури фінансового ринку змінюють уявлення про роль фінансової системи у функціонуванні національних і світової економік і вимагають подальших досліджень та формування нової парадигми антикризового управління і регулювання фінансового ринку.

Колективна монографія кафедри фінансового менеджменту та фондового ринку Одеського національного економічного університету націлена на вирішення заозначених проблем і є підсумком п’ятирічної роботи викладачів та аспірантів над комплексною бюджетною темою.

Основні теми дисертаційних досліджень, наукові інтереси членів кафедри, зміст і питання комплексної теми обумовили логіку даної монографії та її основні розділи.

У теоретичній частині монографії висвітлено нові детермінанти, тенденції та ризики фінансово-економічної глобалізації у посткризових умовах, розглянуто роль міжнародного регулювання і контролю руху капіталів у системі протидії кризовим явищам, обґрунтовано напрями системної трансформації фінансової системи України.

У другому розділі монографії висвітлено сучасні підходи до управління стійким розвитком фірми і запропоновано моделі антикризового фінансового управління з використанням економіко-математичних методів прогнозування банкрутства. Функціонування підприємств в умовах ринкової невизначеності та нестійкості зовнішнього середовища вимагає високоефективних методів управління його господарською діяльністю. Відсутність однозначної методики визначення стійкості економічних систем вимагає розробки адаптованих, нетрадиційних підходів до аналізу стійкості підприємств, і такі підходи запропоновано доц. Гончаренко О. М. у II розділі роботи.

У третьому розділі досліджено сучасні трансформації фінансових небанківських інститутів з урахуванням досягнень нової інституційної теорії.

У розділі проаналізовано окремі сегменти фінансового ринку України і діяльність таких фінансових інститутів, як страхові компанії, недержавні пенсійні фонди, кредитні спілки, інститути спільного інвестування, венчурні компанії. Надано рекомендації щодо подальшого розвитку і модернізації фінансових інститутів і взаємоузгодження з інституційними реформами в Україні в контексті глобалізаційних процесів.

Четвертий розділ містить результати досліджень дисертаційних робіт О. В. Тарасової і М. І. Іоргачової, присвячених методам і моделям оцінки бізнесу публічних і приватних акціонерних товариств. Пропозиції, надані авторами, мають чітку практичну спрямованість і дозволяють фірмам використовувати сучасні підходи

і рекомендації у визначенні фундаментальної вартості акцій публічних і приватних корпоративних структур в Україні.

Автори сподіваються, що подані в монографії підходи щодо вирішення проблем розвитку фінансового ринку України, зокрема впливу фінансової глобалізації на функціонування небанківських фінансових установ, формування механізму стійкого розвитку підприємств в умовах невизначеності, сучасних методів оцінки вартості корпоративних структур будуть сприяти подальшому розвитку теорії та практики фінансового ринку в Україні.Монографія, на нашу думку, буде корисною для науковців, викладчів, аспірантів, студентів, що вивчають фінансову теорію, працівників фінансових підрозділів підприємств, а також для широкого кола читачів, які займаються питаннями сучасних тенденцій розвитку фінансового ринку, його трансформацій в епоху глобалізаційних процесів.

# РОЗДІЛ 1. СУЧАСНІ ТЕОРЕТИЧНІ ПРОБЛЕМИ РОЗВИТКУ ФІНАНСОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ

## 1.1 Сучасні тенденції розвитку світової економіки

У кінці минулого століття і до самого кінця 2007 р. спостерігався випереджаючий розвиток міжнародної економіки. Падіння темпів зростання було викликане, значною мірою, системною фінансовою кризою, яка спочатку розгорнулася в США, а незабаром набула міжнародних масштабів. Уже в кінці 2008 р. переросла в глобальну економічну кризу, яка за оцінкою аналітиків, є найглибшою з початку 30-х років XX століття.

Висока динаміка підйому до кризи посилила гостроту сприйняття падіння виробництва. У середині 2009 р. намітилися певні ознаки відновлення у світовій економіці, проте її стан залишається тяжким.

Основна особливість цієї кризи полягає в тому, що падіння виробництва було викликане тими ж факторами, що і динамічний підйом, що передував їй. У їх основі лежить одночасна дія двох фундаментальних факторів: глобалізація і прискорення інноваційного розвитку.

Інтенсивний розвиток економіки, що передував кризі, базувався на підвищенні темпів зростання ефективності виробництва, в основі якого полягало прискорення інноваційного розвитку. На межі XXI ст. наукомісткі виробництва давали 85% приросту світового ВВП. У 2000-х роках зросло значення нематеріальних факторів виробництва і створення вартості. Стрімке поширення нових технологій формувало нові типи міжнародних економічних взаємовідносин між господарюючими суб'єктами. Підвищення продуктивності праці забезпечило одночасне зростання прибутків і реальних доходів населення в багатьох країнах світу. Воно дозволяло зменшувати негативні наслідки для економіки, зростання цін сировинних

ресурсів, більш раціонального використання ресурсів, у першу чергу нафти, стримувало інфляційні процеси у світі.

Особливістю інтенсивної динаміки зростання економік стало те, що підйом охопив усі групи країн сучасного світу. У ході підйому помітно змінилася конфігурація економічних сил у світі. Якщо раніше від стрімкого розвитку глобалізації економіки вигравали лише розвинені країни, і саме від них надходили імпульси зростання, то у 2000-х роках ситуація змінилася. Завдяки поєднанню глобалізації та інноваційного розвитку, тобто швидкому поширенню досягнень науково-технічного прогресу на більше коло держав, бенефіціарами цього процесу стали і провідні країни, що тільки розвиваються.

У результаті, в нинішньому десятилітті у світовому господарстві сталося значне зміцнення позицій країн, що знаходяться в перехідному періоді розвитку економіки. З 2000 р. до 2007 р. їх частка у світовому ВВП підвищилася з 31,4% до 37,2% [1]. Скоротився, хоча й ненабагато, розрив за рівнем економічного розвитку (ВВП на душу населення) між країнами, що розвиваються і розвиненими. Провідні країни, що розвиваються, разом із США, стали локомотивами підйому світової економіки.

Основний вклад у високу світову економічну динаміку внесли країни БРІК (Бразилія, Росія, Індія, Китай). За 2000-2008 роки ВВП Китаю зріс удвічі, а Індії - більше ніж на 70%. За обсягом цього показника, виміряного в цінах і по паритету купівельної спроможності національних валют (ПКС) за 2007 рік, Китай вийшов на друге місце після США, а Індія випередила ФРН. Швидкий розвиток виробництва в країнах, що розвиваються, особливо в Південно-Східній Азії, багато в чому спирався як на зменшення розходів, так і на величезний притік робочої сили. Значну роль у підвищенні динаміки виробництва в цих країнах зіграв притік капіталу з розвинених економік.

Сильний імпульс зростання в країнах, що швидко розвиваються, надала зміна самого характеру розвитку - зростання в них

інноваційної складової. Великі транснаціональні корпорації вже не задовольнялися переміщенням в ці країни промислового виробництва. Вони почали розміщувати там свої науково-дослідні центри і лабораторії. Основними реципієнтами стали Китай та Індія. За окремими інформаційно-комунікаційними технологіями вони перейшли з розряду "наздоганяючого" розвитку до "розвитку, що лідирує".

У поточному десятилітті збільшилася роль країн, що розвиваються, і в міжнародних потоках прямих іноземних інвестицій (ПІІ), причому не лише імпортерів, але й експортерів капіталу. Відмінною рисою сучасної транс націоналізації стало швидке зростання в цій групі держав найбільших ТНК. Так, у 2006 р. серед 500 провідних корпорацій світу налічувалося 20 компаній з країн БРІК, а вже у 2008 р. їх число склало 62. Почастішали випадки набуття ними контролю над західними транснаціональними корпораціями.

Важливою особливістю першого десятиліття XXI ст. є активніша роль країн, що розвиваються, на світових фінансових ринках. Центр тяжіння світових фінансів почав переміщатися з "глобального Заходу" на "глобальний Схід". Сюди все активніше приходили компанії і банки країн, що швидко розвиваються, і країн з перехідною економікою. Це характерно для тих країн, де вже склалися досить зрілі фінансові інститути. Йдеться про Китай, Індонезію, Мексику, Південну Корею, Малайзію, Аргентину, Бразилію і Росію. Серйозну конкуренцію фінансовим центрам в Нью-Йорку і Лондоні стали створювати нові фінансові центри, які виникли в Гонконзі, Сінгапурі, Бомбеї, Шанхаї.

Падіння питомої ваги розвинених держав у світовому ВВП з 62,3% у 2000 р. до 55,4 % у 2007 р. супроводжувалося зміною балансу сил у цій групі країн. У цей період США за такими показниками, як об'єм ВВП і ВВП на душу населення збільшили свій відрив від країн Європейського Союзу і Японії. Конкурентні переваги США

визначалися, передусім, високим інноваційним і технологічним потенціалом, величезними вкладеннями в людський капітал, потужністю американських ТНК, а також положенням долара, як головної резервної валюти світу, що зберігається досі. Доларові грошові потоки обслуговують близько 70% усіх міжнародних трансакцій у світовій фінансовій системі.

Країни з перехідною економікою з 2000 р. стали найбільш динамічним регіоном світу. Формування ринкової економіки і зростаюча інтеграція цих країн у світовий економічний простір сприяли прискоренню їх економічного розвитку. З 2000 р. до 2007 р. їх питома вага у світовому ВВП підвищилася з 6,3% до 7,3%. У той же час цей підйом мав місце після такого глибокого спаду, що досі середній рівень ВВП на душу населення в цих країнах нижчий від рівня 1980 року.

Високій діловій активності сприяли перетворення в галузевій структурі світового господарства. Сфера обігу і послуг розвивалася випереджаючими темпами по відношенню до галузей матеріального виробництва. З 1990 р. до 2006 р. її частка у світовому ВВП зросла з 61,4% до 67,0%.[1] Непродуктивний сектор став стержнем постіндустріального господарства. Швидко збільшувалися інвестиції в людський капітал. Звідси зростання значення галузей інтелектуальної сфери - освіти, охорони здоров'я, науки. Розвиток цього сегменту економіки переважний на ринкових началах, разом з регулюванням і приватизацією структур громадського сектора, істотно розширило межі ринку і конкуренції в послугах, стимулювало їх трансграничну експансію. У цьому секторі лідирував комплекс ділових і професійних послуг, таких як маркетинг, реклама, менеджмент, лізинг, а також інформаційно-комп'ютерні, консультаційні, аудиторські й бухгалтерські послуги. Бурхливо розвивалися телекомунікаційні послуги.

Однією з найважливіших особливостей розвитку світового господарства останнього часу стало значне розширення фінансово-

кредитної сфери, бурхливий розвиток фондового ринку. Ринок цінних паперів створив свою власну, штучну реальність. Відбувалося розростання й ускладнення грошово-кредитної надбудови. Вона все більше відривалася від реальної економіки. Фінансові операції все більше відособлювалися і від товарного виробництва, і від торгівлі, і розвивалися автономно, за власною динамікою і правилами. Посилилася роль віртуальних факторів у формуванні найважливіших господарських пропорцій.

По суті, цей час став періодом домінування фінансового сектора, що посилюється, в загальноекономічній діяльності. Цей процес є способом накопичення, у якому прибуток все більше створюється не за допомогою торгівлі або виробництва товарів, а через фінансові канали. Характерно, що ціни на сировину стали все менше залежати від дій їх виробників. Сьогодні вони в основному формуються на фінансових ринках.

Швидкий розвиток фінансових ринків визначив розквіт фінансових інститутів. Банки, передусім інвестиційні, перетворилися на провідних економічних гравців, вплив яких помітно перевищував їх формальну роль якості посередників на ринках капіталу. З початку нинішнього десятиліття стався бум в індустрії хеджевих фондів, операції яких характеризуються високою мірою ризику і агресивністю. Збільшився вплив фондів приватних інвестицій, які вкладають капітал в інші фірми, реструктурують їх і таким чином підвищують вартість їх активів, а потім продають ці фірми з прибутком.

Фінансові служби стали домінувати в структурі компаній, а фінансові активи серед усіх активів. Фондовий ринок став домінувати як ринок корпоративного контролю у визначенні стратегій компаній, а коливання фондового ринку почали визначати бізнес-цикли. Ті країни, які забезпечили швидке регулювання своїх фінансових ринків, виграли найбільше. Модель капіталізму "market-basedview" найкраще прижилася в країнах англосакської культури, що

забезпечило максимальне регулювання саме їх фінансових ринків. До таких країн належать США, Великобританія, Канада, Австралія, Нова Зеландія та Ірландія [2].

До даного періоду належить прискорений розвиток процесу індустріалізації. Частка промисловості у світовому ВВП знизилася з 33,1% до 29,1%. Проте за цим процесом приховувалися різноспрямовані зміни на рівні регіонів. Цей процес активно йшов у розвинених країнах, а також в країнах з перехідною економікою. У розвинених економіках відбувався процес, який дістав назву "творче руйнування". Суть його в заміні відмираючих галузей, новими наукомісткими галузями виробництва. У країнах, економіки яких розвиваються, індустріалізація, навпаки, зростала. Прискорилося переміщення світової промисловості з розвинених країн в країни, що розвиваються, передусім у Китай та Індію. Сьогодні вони вже домінують у багатьох галузях промислового виробництва. Так, Китай, Індія, Південна Корея й Індонезія стали провідними постачальниками масової продукції - від електроніки і текстилю, до автомобілів і суднобудівництва.

Іншим важливим фактором підйому світової економіки стала глобалізація. Суть економічної оцінки глобалізації полягає в наступному.

По-перше, у різкому зростанні ролі інтернаціонального компонента в усіх факторах, ланках і механізмах процесу суспільного відтворення на національних рівнях. У цьому процесі спостерігається превалювання зовнішніх тенденцій розвитку над внутрішніми в значній більшості країн [3].

По-друге, у випереджаючому розвитку міжнародної економіки в цілому порівняно з внутрішнім національним виробництвом.

По-третє, в інтенсивному зміцненні міжнародних економічних взаємозв'язків і взаємозалежностей різних країн і регіонів світу, а також господарюючих суб'єктів різного рівня.

Сучасний, якісно новий етап глобалізації характеризується найбільш тісним переплетенням з процесами інноваційного розвитку. У більшості країн при проведенні НІОКР зростає участь іноземних фірм. Транснаціональні корпорації створюють нові науково-дослідні центри за межами своїх країн. Наприклад, в останнє десятиліття майже половина всіх заявок на патенти, які надійшли в патентні бюро США і Європи, мали іноземне походження. Збільшується коло країн, у яких відбувається підвищення наукомісткого виробництва, тобто розширення масштабів НІОКР відносно розмірів ВВП. Стійкою тенденцією стало вирівнювання показників наукоємності розвинених і низки країн, що розвиваються.

Поєднання глобалізації та інноваційного розвитку забезпечило прискорене зростання світової торгівлі товарами і послугами і ще більш стрімкий перетік капіталу, трансграничний рух величезних фінансових коштів, що набагато обганяло темпи зростання обслуговуваних ними виробництв і торгівлі, подальшу лібералізацію зовнішньоекономічного обміну.

Так, у період з 1990 р. до 2008 р. обсяг світової торгівлі збільшувався в 1,6 рази швидше за реальний ВВП. Зростало значення зовнішнього ринку в економічному розвитку всіх країн світу. З 1990 р. до 2006 р. частка експорту у світовому ВВП зросла з 20,2% до 30,8% [4]. Подібним же чином збільшувалася роль імпортних постачань у покритті внутрішнього попиту.

Випереджаючими темпами розвивалася торгівля середньо- і особливо високотехнологічною продукцією. У той же час за рахунок істотного зростання цін на промислову сировину впродовж більшої частини нинішнього десятиліття глобальні довгострокові цінові пропорції змінювалися на користь сировинного сектора світової товарної торгівлі.

Важливо відмітити, що такі послуги, як маркетинг, інжиніринг, консалтинг, фінансові послуги, які раніше мали в основному національну прив'язку, все активніше стали виходити на

міжнародний ринок. Нині вони складають близько однієї п'ятої усього світового експорту товарів і послуг. Причому це ті комерційні послуги, які перетнули кордон у відкритій формі. Значний їх обсяг мігрує між країнами в процесі зарубіжного інвестування капіталу. Останніми роками швидко розвивалася така форма міжнародних економічних зв'язків, як офшорний аутсорсинг послуг, тобто передача компаніями виконання окремих функцій іноземним комерційним організаціям.

Особливим вираженням глобалізації стало формування загальносвітового інвестиційного простору на базі великомасштабного переливання капіталу. Розміри трансграничного перетікання капіталів за останні десять років збільшувалися втричі швидше за ВВП і удвічі швидше за показники обороту міжнародної торгівлі. У 2007 р. прямі приватні іноземні капіталовкладення (ПІК) досягли 1,8 трлн. доларів США. Посилилася залежність економіки розвинених країн і ринків, що розвиваються, від напрямів і розмірів міжнародного руху капіталу. Якщо в 1990 р. міжнародні потоки капіталу формували дещо більше 4% світових накопичень, то у 2007 р. ця величина наблизилася до 15%. Залучення іноземного капіталу стало важливим фактором розвитку національних господарств. При цьому ПІК не просто виступають джерелом фінансових коштів, але й означають передачу нових технологій, впровадження в дочірніх фірмах сучасних методів управління і збуту [5].

Максимального рівня за всю історію спостережень досягла така форма ПІК, як трансграничне злиття і поглинання. Це було викликано різким підвищенням цін на акції, які компанії використали при оплаті таких угод, а також зростанням кількості підприємств, що приватизуються. Так, до 2007 р. вартість угод по злиттю і поглинанням досягла 1,6 трлн. доларів США, що на 21 % більше, ніж у 2000 році. Процеси консолідації бізнесу спостерігалися всюди у світі і охоплювали всі сфери економічної діяльності. У результаті конфігурація корпоративної системи зазнала суттєвих змін.

Важливо відзначити, що формування глобальних телекомунікаційних мереж, наростання використання Інтернет-технологій дозволило залучити в трансграничні господарські контакти велику кількість середніх і навіть малих компаній.

У нинішньому десятилітті стрімко розвивається глобалізація у сфері фінансів. Використання сучасних засобів комунікацій та інформації розширює можливості і підвищує інтенсивність переміщення фінансових ресурсів. Новизна полягала в тому, що якщо раніше передача негативних імпульсів з одного регіону в інший йшла майже виключно по каналах зовнішньої торгівлі, то нині у зв'язку із зростанням мобільності капіталів найважливішим механізмом такої передачі стала фінансово-кредитна сфера.

Більшість сегментів фінансового ринку демонструють випереджаючу динаміку порівняно з темпами зростання всієї світової економіки. Основні показники, що характеризують обсяги цього ринку, перевищують величину світового валового продукту. Зросла роль фінансування підприємств за допомогою випуску цінних паперів. До кінця 2007 р. загальна капіталізація фондових ринків усіх країн світу склала 65,1 трлн. доларів США, а вартість випущених у всьому світі облігацій - 78,8 трлн. доларів США [6].

Зросли масштаби ринку позикових капіталів. У 2007 р. активи комерційних банків досягли 84,8 трлн. доларів. Нестримно розвивається більш вільний від банківського контролю ринок міжнародних облігацій і інших боргових зобов'язань. З 1990 р. до 2007 р. він збільшився з 1,5 трлн. доларів США до 79,8 трлн. доларів США. Причому переважна частина операцій здійснювалася на світовому ринку у фінансових інструментах, деномінованих в іноземних валютах по відношенню до країни кредитора або емітента цінних паперів. Це надає таким операціям позадержавний характер і перетворює весь світ на єдиний фінансовий простір. Швидко розширюється світовий валютний ринок, де здійснюються страхові і чисто спекулятивні операції з валютами різних країн. Добовий обсяг

угод на валютних біржах світу збільшився з 1,8 трлн. доларів США у 2001 р. до 4,4 трлн. доларів США у 2007 році [7].

Новацією світової економіки стали також суверенні інвестиційні фонди. Вони є організаціями, які оперують на міжнародних ринках капіталу бюджетними коштами низки країн, що розвиваються, і контролюються урядами цих країн. У 2007 р. у світі налічувалося 47 таких фондів, а їх сумарні активи оцінювалися майже в 3,9 трлн. доларів США. З них трохи менше 2/3 доводилося на фонди країн-експортерів нафти, а решта - на фонди держав, що мають стійкий надлишок платіжного балансу за рахунок експорту продукції оброблювальної промисловості, а також первинної сировини.

На цьому економічному фоні глобальна економічна криза має низку специфічних особливостей. Насправді, вона стала першою глобальною кризою капіталізму. Причому криза сильніше позначається на тих країнах, які були найбільш успішні в останнє десятиліття. В першу чергу, вона торкнулася держав з найвищою долею фінансового сектора в економіці і експорторієнтованим господарством.

Своєрідність поточного падіння виробництва полягає також у поєднанні фінансової кризи і глобально синхронізованого спаду. Економічні цикли в усіх розвинених і багатьох країнах, що розвиваються, виявилися жорстко пов'язаними з американським циклом. Оптимізація бізнес-процесів в умовах глобальної конкуренції привела до того, що гравці однозначно орієнтувалися на прибутковість, швидкість обігу грошей і швидкість зростання збуту за рахунок надійності.

Криза вразила в першу чергу сфери обігу і послуг, що найдинамічніше розвивалися. При цьому спостерігається звуження як внутрішнього ринку - приватного споживчого та інвестиційного попиту, так і зовнішнього ринку, що розширювався раніше випереджаючими темпами. Падіння виробництва стало реакцією на глобалізацію. В останні десятиліття сформувався глобальний ринок,

але не сформувалися закони, які регулюють його діяльність. Ефективність численних міждержавних угод, що визначають правила гри на цьому ринку, виявилася вкрай низькою.

Важливо підкреслити, що вже в надрах підйому стали визрівати і посилюватися процеси, які зрештою і породили кризу. Високі темпи зростання розвинених країн багато в чому були пов'язані зі споживчим бумом і бурхливим житлобудівництвом. Значною мірою цей бум здійснювався за рахунок всезростаючої маси кредитів населенню при наявності їх боргу перед фінансовими інститутами, що постійно збільшувався. І в розвинених, і в країнах, що розвиваються, відбувалося «перегрівання» економіки, яке все більшою мірою підживлювалося небувалим збільшенням фінансового обороту [8].

Епіцентром фінансової кризи стала економіка США. Її фундаментальною причиною став дефіцит внутрішніх заощаджень. З початку 2000-х років, намагаючись запобігти циклічному спаду економіки, а потім і стимулювати зростання, Федеральна резервна система (ФРС) проводила політику низьких процентних ставок, що створювала "ефект теплиці" і можливість безоглядно нарощувати кредити. Зростання рівня доходів населення і домогосподарств у поєднанні з низькими кредитними ставками сприяло бурхливому збільшенню попиту на нерухомість і підвищенню цін на житло. У цих умовах банки охоче надавали дешеві кредити позичальникам, нерідко не з власних, а з позикових коштів, що вимагало постійного залучення нових кредитів, яке забезпечувало б функціонування фінансового конвеєра. Крайньою точкою стало поширення субстандартних іпотечних кредитів, тобто засобів, які видавалися малозабезпеченим верствам населення, нерідко безробітним, і особам без доходу.

Переломною точкою став серпень 2007 року. У результаті підвищення процентних ставок стали швидко збільшуватися витрати населення з обслуговування раніше залучених кредитів під заставу

нерухомості. Ринок житла різко пішов донизу. Зниження цін на житлові будинки викликало знецінення закладів. Виникли проблеми з платоспроможністю іпотечних позичальників. Іпотечні облігації падали в ціні, нові випуски не знаходили покупців. У результаті сталося зниження вартості фінансових активів і їх масовий продаж.

Ключем до розуміння причин фінансової та економічної кризи, що слідувала за нею, стала втеча від реальних активів до фінансових активів, впровадження інновацій для диверсифікації останніх. У результаті світове господарство виявилося перенасиченим ризикованими активами й операціями. Наслідком глибоких змін у механізмі та інструментарії світового фондового ринку стала надмірна складність сучасних фінансових систем, яка виражається у:

- відмові держави в більшості країн світу від прямого втручання у фінансову діяльність інститутів ринку;
- розвитку процесу сек'юритизації фінансового сектора, тобто витісненні традиційного банківського кредитування операціями з цінними паперами;
- використанні масштабних фінансових інновацій, тобто виникненні нових фінансових продуктів і вдосконаленні технологій торгівлі фінансовими інструментами;
- усуненні різного роду обмежень, що перешкоджають руху капіталів між країнами;
- налагодженні кооперації між фінансовими інститутами різних країн аж до їх повного злиття.

Найбільше на розгортання кризи вплинув розвиток найбільш динамічного і не контрольованого фінансовими регуляторами сегмента цього ринку - похідних фінансових інструментів (деривативів). Загальний обсяг накопичених зобов'язань за всіма цими угодами в грудні 2007 р. склав 596 трлн. доларів США, що майже в 11 разів перевищило обсяг світового ВВП. Помітимо, що основною економічною функцією деривативів є хеджування, тобто страхування від цінових ризиків. Між тим структура цих інструментів

виявилася такою складною і непрозорою, що оцінити реальну вартість портфелів фінансових компаній стало практично неможливим. Фінансове регулювання не було оснащене інструментами для подолання концентрації ризиків і спотворених стимулів, що ховалися за бумом фінансових інновацій. Складні фінансові інструменти служили каналом поширення дії ризикованих інвестицій на інші країни і регіони.

Ситуацію погіршував також швидкий розвиток таких непрозорих структур, як хеджеві фонди (у 2007 р. активи під їх управлінням складали близько 10,1 трлн. доларів США), і фонди прямих інвестицій. Вони, як і нові фінансові інструменти, знаходяться за межами традиційного регулювання.

З кінця 2007 р. економіка США, а слідом за нею з другої половини 2008 р. і світова економіка стали поступово входити в смугу кризи. Результатом стало різке уповільнення зростання ВВП - до 3,4% у 2008 р. порівняно з 5,2% у 2007 році. Негативні процеси у фінансовій сфері нестримно поширювалися світом і все більше гальмували економічний розвиток. Намітилася тенденція до зниження цін. Реальною в розвинених країнах ставала загроза дефляції. На початок 2009 р. сумарні втрати від кризи в економіці США і Європи наблизилися до 3 трлн. доларів. Таким чином, теза про те, що завдяки глобалізації капіталізму вдалося здолати або, в усякому разі, істотно пом'якшити цикли бумів і падінь не підтвердилася.

Спад у ключових галузях економіки, що почався в США та інших розвинених країнах, вплинув на держави, що розвиваються, і країни з перехідною економікою. У зв'язку з цим, слід зазначити, що твердження про те, що ці країни набули таку стабільну базу для економічного зростання, що дозволяє їм подолати залежність від попиту в розвинених державах, виявилися передчасними. Економічні проблеми, що виникли в США, боляче відобразилися на економіках країн, що розвиваються.

Найбільш сильного удару криза завдала по фінансовій системі. У 2008 р. глобальні фінансові активи знецінилися більш ніж на 50 трлн. доларів США. Фондові ринки втратили біля 40% ринкової вартості компаній, що котирувалися на них. Падіння ринків у розвинених країнах склало близько 30-35%, у таких, що розвиваються, - до 60-70%. До кінця 2010 р. загальний обсяг втрат у світовій фінансовій системі досягнув 4,1 трлн. доларів, що еквівалентно приблизно 6% глобального ВВП [9].

Основним каналом переходу кризи з фінансової сфери у виробничу сферу стало ускладнення доступу до кредитних ресурсів. Криза в США, Великобританії і низці інших розвинених країн призвела до помітного зниження попиту домогосподарств, які більше не можуть фінансувати споживання за рахунок дешевого кредиту, оскільки ціна їх активів, вкладених у нерухомість та акції, різко впала. Не фінансові компанії фактично втратили можливість вийти на кредитний ринок, що призвело до зниження економічної активності. Компанії відмовлялися від будівництва нових об'єктів і закупівель виробничого обладнання. У сфері споживчого попиту в першу чергу постраждали ринки товарів тривалого користування, придбання яких останніми роками активно опиралося на механізми банківського кредитування.

Падіння виробництва в розвинених економіках, зниження темпів зростання у більшості країн, що розвиваються, призвели до уповільнення зростання міжнародної торгівлі. Так, у 2007р. темпи зростання торгівлі складали 7,2%, а у 2008 році тільки 4,1%. У результаті, понад усе постраждали країни з високою орієнтацією на експорт, зокрема багато східно-азіатських "тигрів", а також деякі європейські держави. Різко погіршала кон'юнктура на ринках сировинних товарів, внаслідок чого серйозно постраждала економіка виробників і експортерів цієї продукції.

У 2008 р. об'єм прямих іноземних інвестицій зменшився на 21% до 1,4 млрд. доларів США. Іноземні інвестори достроково вилучали

засоби з високо ризикових активів країн, що розвиваються. У тому ж році чистий притік капіталу з розвинених в економіки, що розвиваються, скоротився з 927 до 466 млрд. доларів США. Наслідком цього процесу став сплеск економічного націоналізму, сповзання до протекціонізму в торгівлі і фінансовій сфері. Уряди розвинених держав стали проводити дискримінаційну політику по відношенню до інших країн, а саме:

- активно допомагати вітчизняним фінансовим інститутам, промисловим і сільськогосподарським виробникам;
- підтримувати "свої" найбільші корпорації, передусім "національних чемпіонів";
- закликати населення і бізнес купувати продукцію національних фірм;
- обмежувати сфери, у яких може діяти іноземний капітал;
- впроваджуються заходи до обмеження притоку іноземної робочої сили, передусім з країн, що розвиваються.

Криза сприяла підвищенню рівня протекціонізму у сфері міжнародної торгівлі. Прагнучи захистити внутрішню економіку від кризи, багато країн - членів СОТ все більше використовують такі міри обмеження імпорту, що суперечать нормам організації. У першу чергу це стосується підвищення мита і стимулювання експорту. Вводяться прямі експортні субсидії. Посилюються торгові стандарти. У січні 2009 р. число антидемпінгових розслідувань виросло на 40% порівняно з тим же періодом 2008 року. Активно використовуються маніпуляції з валютним курсом, тобто політика пониження курсу власної валюти для підтримки конкурентоспроможності національної економіки. Політика "національного егоїзму" стримує розвиток інтеграційних процесів у світі і передусім у Європі.

Виникнення і поглиблення фінансової кризи стало відображенням структури світового господарства, що змінюється. В основі цього явища лежало наростання дисбалансів у двох групах

країн між виробництвом і споживанням, заощадженнями та інвестиціями.

У групі розвинених країн, за винятком Німеччини і Японії, споживання перевищувало виробництво, імпорт товарів був більше експорту, спостерігалися дефіцити платіжних балансів за поточними операціями і недостатність заощаджень. Економіка накопичення в цьому випадку поступилася місцем економіці споживання, яка фінансувалася за рахунок нарощування боргу й експлуатації багатства, втіленого в нерухомості. Господарства країн, що розвиваються, навпаки, у цілому характеризувалися перевищенням виробництва над споживанням, експорту над імпортом. Внаслідок слабкого розвитку національних фінансових ринків у цих країнах створився величезний "надлишок" (профіцит) заощаджень. У 2008 р. він перевищував 2 трлн. доларів США [9].

У результаті такого процесу розвинені держави в цілому перетворилися на імпортерів капіталу, а ті, що розвиваються, - у їх експортерів. Фінансовий потік заощаджень з країн, що розвиваються, складав в останнє десятиліття приблизно 1% від норми накопичення розвинених країн, компенсуючи нестачу їх власних заощаджень. Розміщуючи свої тимчасово вільні резерви на світовому ринку, група країн з позитивним сальдо платіжного балансу перетворилася на основних світових кредиторів. Таким чином, високий рівень споживання в багатьох розвинених країнах забезпечувався за рахунок кредитування їх державами, що розвиваються.

Основний вклад у перекоси структури світової економіки внесли США, які до початку XXI ст. перетворилися на найбільший світовий центр залучення іноземного капіталу. На долю США припадає до 20% від всього світового виробництва, проте частка споживання в цей же час складала близько 35%. З 2005 р. норма заощаджень у цій країні була негативною. У 2008 р. дефіцит платіжного балансу за поточними операціями в США досягав 4,5% ВВП.

Модель відтворення, що базується на масштабному зовнішньому фінансуванні, дозволяла отримувати додаткові ресурси для економічного зростання. З 2000 р. до 2008 р. притік засобів, що надійшли в США з-за кордону, перевищив 5,7 трлн. доларів США, що склало більше 40% ВВП США в цінах 2007 року. Економіка США вимагала все більше ресурсів для рефінансування своїх боргів за рахунок зростання засобів зовнішніх кредиторів.

Слід зазначити, що глобальна економічна система, яка була основана на масованому імпорті США дешевих заощаджень і товарів з країн, що розвиваються, передусім із Китаю і країн Персидської затоки, влаштовувала обидві сторони. Отримуючи від США інвестиції і технології, а також стійко зростаючий попит на свою продукцію, ці країни мали можливість занижувати обмінний курс, нарощувати експорт і збереження за рахунок пригнічення внутрішнього споживання. Більшість кредиторів і сьогодні вважають за краще зберігати свої кошти в американських державних цінних паперах, а не в яких-небудь інших інструментах.

Дисбалансу на глобальному рівні відповідали дисбаланси внутрішні. З одного боку, в США доля особистого споживання у ВВП інтенсивно розширювалася, а частка заощаджень у сукупному доході домогосподарств впала майже до нуля. Домогосподарства США стали видатними нетто-позичальниками у світовій економіці. З іншого боку, домогосподарства і уряд Китаю мали високу норму заощаджень і були одними з найбільших нетто-кредиторів. По суті, високий рівень заощаджень у Китаї забезпечував високий рівень споживання в США. Інакше кажучи, сьогоднішня глобальна криза є, багато в чому, борговою кризою [Експерт, 2 листопада 2008. С. 66.].

У цих умовах загальна тенденція до регулювання національних господарств і світової економіки в цілому, рефлективність оцінки поведінки на ринку, неадекватне управління ризиками у фінансових установах і корпораціях призвели до кризи довіри. Саме криза довіри,

а не відсутність вільних грошей, стала найважливішою причиною фінансової кризи.

В основі збою ринкового механізму, який призвів до поточної кризи, був надмірний оптимізм, який був породжений тривалим періодом високих темпів зростання і низьких реальних процентних ставок. У результаті активізувався процес формування ринкових пузирів - завищеної оцінки різних видів активів. В окремі періоди такі пузирі формувалися на ринках нерухомості, акцій і сировини. Фінансове регулювання не було оснащене інструментами для подолання ризиків і спотворених стимулів, що ховалися за бумом фінансових інновацій.

Слід також відмітити, що за останні півтора десятиліття серйозну трансформацію зазнала цільова функція бізнесу. Ключовим орієнтиром розвитку корпорацій стало зростання капіталізації. Саме цей показник найбільше цікавив акціонерів, і саме за ним оцінюється в наші дні ефективність менеджменту. Між тим прагнення до максимальної капіталізації вступає в протиріччя з реальною основою соціально-економічного прогресу - підвищенням продуктивності праці.

Нестабільність фінансових систем, падіння виробництва в одних країнах і уповільнення економічного зростання в інших, змушують уряди вживати різних заходів зі стимулювання економіки. Серед них виділяються заходи, спрямовані на підтримку ліквідності й стабільності фінансових ринків. До них у першу чергу належать:

- націоналізація і рекапіталізація окремих фінансових інститутів;
- викуп контрольних пакетів проблемних банків;
- гарантії по міжбанківських кредитах.

У період кризи влада неминуче стикається з необхідністю пошуку компромісу між пріоритетами в цілях, що вагомі сьогодні і довгостроковими, без яких неможливий успішний розвиток країни. Спершу після початку фінансової кризи в центрі політики держави

знаходилися заходи з оздоровлення банківської системи. Потім, у міру входження світової економіки в глибоку рецесію зростаюче значення надавалося стимулюванню реального сектора економіки. З метою підвищення зайнятості все більше уваги стало приділятися розвитку економічної інфраструктури. Значне місце в діяльності урядів займає податкове стимулювання інноваційного процесу.

Фінансові потрясіння останнього часу виявили кризу в діяльності основних міжнародних економічних, торгових і фінансових організацій. Розвиток інституціональної системи світового господарства не встигав за його глобалізацією. У наявності фіаско всіх органів нагляду, аналізу й контролю фінансових ринків. Суть проблеми полягає в низькій якості регулювання і нездатності інститутів, як регуляторів, адекватно оцінювати сукупність ризиків у фінансових установах і корпораціях.

Нинішня криза розчищає шлях для переходу до нового економічного устрою, формування нових моделей соціально-економічного розвитку. Їх найважливішою рисою стане посилення впливу держави в економіці.

Інша зміна повинна торкнутися галузевої структури господарства. Очевидно, станеться зміщення балансу на користь реального сектора і реіндустріалізації за рахунок галузей звернення і послуг, у першу чергу фінансових. Сама фінансова система повинна стати прозорішою і більше орієнтованою на запобігання ризиків. Фінансово-економічне перевлаштування світу буде супроводжуватися посиленням інноваційного і технологічного потенціалу.

У світовій економіці продовжиться посилення позицій країн, що розвиваються, у першу чергу Китаю та Індії. Дисбаланс у ній буде якщо не усунений, то істотно зменшений у результаті посилення тенденції до зростання заощаджень у розвинених країнах, диверсифікації господарства в країнах, що розвиваються, побудови в них економіки, менш залежної від експорту і більшою мірою від

попиту всередині країни. Не викликає сумніву те, що нині створюються нові умови для функціонування ринкової економіки в майбутньому. Його фундаментальною основою стає регульований ринок. Важливу роль в оздоровленні світової економіки повинні виконати інновації і глобалізація, які зрештою неминучі.

## 1.2 Світова фінансова криза: причини, наслідки та необхідність системних трансформацій

Фінансові кризи останніх двох десятиліть і, особливо, сучасна світова фінансова криза змінюють уявлення як про природу кризових явищ, так і про їхні причини та наслідки. Переплетення у фінансовій кризі валютних, бюджетних, платіжних, політичних проблем, вплив фактора глобалізації світового господарства, підвищення міжнародної мобільності капіталів і посилення нестабільності міжнародних і національних фінансових ринків змушують учених переосмислювати теорію фінансових криз, їх причини та можливі напрямки забезпечення стабільності національних фінансових систем, особливо в контексті глобалізаційних процесів. Саме стабільність функціонування фінансового сектора є основою стабільності розвитку економічної системи в цілому, поступального економічного зростання конкретної національної економіки, зокрема України .

Термін «фінансова криза» має широке тлумачення в економічній літературі. Він використовується як для характеристики будь-яких складних явищ на фінансових ринках і загострення диспропорцій у фінансовій сфері на певних етапах розвитку ринкових відносин , так і при розгляді загальної кризи системи відтворення стосовно фінансового сектора і його складових сегментів. Проблематикою та дослідженнями сутності, причин, наслідків фінансових криз занепокоєні вчені-економісти всього світу і практичні діячі, які створюють антикризові програми і розробляють системи заходів

боротьби з кризовими явищами. Серед них президенти та прем'єр-міністри, міністри фінансів, керівники міжнародних фінансових інститутів, зокрема центральних банків, бізнесмени, видатні вчені – Нобелевські лауреати та топ-менеджери фінансових та не фінансових корпорацій. Багато уваги причинам та наслідкам світової фінансової кризи приділяється українськими науковцями: Гальчинським А., Геєцем В., Алексашенко С., Вахненко Т., Корнєєвим В., Згуровським М., Міщенко В., Науменковою С., Уманцівим Ю., та ін. [10, 11, 12] Однак посилення глобалізаційних процесів у фінансово - кредитній сфері, новітні явища в сучасній світовій валютній системі і низка інших особливостей розвитку фінансових сфер, національної і світової економік вимагають подальшого дослідження закономірностей розвитку і співвідношення реального й фінансового секторів, причин, уроків та наслідків сучасних криз і потрібних змін в економічній політиці в посткризовій перспективі.

Здається, що в дослідженнях цих питань більшість авторів зупиняються на констатації зовнішніх, поверхневих форм прояву кризи, дослідження ж його глибинних, сутнісних сторін, причин і наслідків тільки починається. За видимими, зовнішніми формами і рисами прояви кризи ми спробуємо побачити зміст складного соціально-економічного явища і його внутрішніх причин.

Криза визначається в тлумачному словнику як «різкий, крутий перелом у чому-небудь» і це дає підставу сформулювати термін «фінансова криза» як складне соціально-економічне явище, що виявляється в різкому, глибокому падінні вартості більшості або всіх фінансових інструментів фінансового ринку окремих країн чи світової економіки, що приводить до необхідності структурних перетворень у міжнародній та національних фінансових системах, а також у системі відтворення в цілому. Сучасна криза і з причин, які лежать в її основі, і за масштабом прояву кризових явищ, безумовно, є загальносвітовою, системною, структурно-циклічною кризою, що охопила всі сфери життя ринкової економічної системи, а не тільки її

фінансову складову. Але ми обмежимося розглядом проблем диспропорцій саме у фінансовій сфері і виділимо три основні фундаментальні причини, які, на думку авторів, зумовили глибину, системність і масштаби світової фінансово-економічної кризи 2007-2010 рр.

По-перше, це протиріччя розвитку реального і фінансового секторів економіки доведені до антагонізму, які проявляються в асинхронності і диспропорційності, що значно посилюється. По-друге, це криза економічної політики і господарського механізму, заснованих на концепції та рецептах монетаризму. По-третє, це невідповідність принципів Ямайської світової валютної системи умовам, що змінилися, у функціонуванні й розстановці сил у сучасному світовому господарстві.

Зупинимося детальніше на аналізі цих причин. На наш погляд, найбільш переконливим, хоча і не до кінця правильно сформульованим, є трактування основної причини фінансової кризи, яка висловлена д.е.н. В. Корнєєвим. Він вбачає її «в асинхронності розвитку фінансового та реального секторів економіки , коли при спекулятивній ейфорії в різних сегментах ринку фінансовий капітал самовідтворюється у власному кругообігу і не використовується для фінансування реальних виробничих проектів» [13, с.57].

Фінансовий капітал, який є «тінню» реального капіталу, в умовах гігантських фінансових спекуляцій перетворюється на фікцію і призводить до утворення нічим не забезпеченого «макроміхура». До 2007 року цей фіктивний капітал, або тінь свого реального двійника, гігантськи подовжилася, сформувалася ілюзія вартості, повністю відірваної від дійсної економічної реальності цін. Особливо це проявилося на світових фондових ринках. Цінні папери I порядку - акції цю «тінь» збільшили в десятки разів і виражена в цінних паперах вартість, або так звана ринкова капіталізація в десятки разів перевищувала вартість реальних активів залежно від ринкової кон'юнктури. Статистика свідчить, що до 2012 року обсяг світового

ВВП склав приблизно 70 трлн. доларів, а сукупний обсяг світових фінансових активів наближається до 220 трлн. доларів, тобто в 3 рази перевищує реальний світовий продукт. А якщо розглянути цінні папери II порядку, або деривативи, то за низкою оцінок, їх обсяг на світових фондових ринках перевищив суму в 900 трлн. доларів. Похідні цінні папери - це вже «тінь від тіні » реального капіталу, ніяк не пов'язана зі своїм реальним двійником, і метою існування та діяльності багатьох гравців фінансового ринку є чисті спекуляції , тобто спосіб отримання доходу на різницях цінових коливань фінансових і матеріальних або тільки фінансових активів без утворення нової вартості . Гроші народжують нові, більші гроші (Д - д' - Д "...), і формується ілюзія створення й зростання вартості у сфері обігу. «Фінансові спекуляції обумовлюють циклічні зміни стану ринків і проявляються в переоцінці біржових товарів , цінних паперів , валюти , нерухомості», тобто наближенні спекулятивних цін до реальних цін фінансових активів. [4, с.56]

Кілька років тому в російській економічній літературі з'явився термін «фінансоміка», який фіксував формування і функціонування зовні самостійної і відокремленої від реального сектора економіки сфери, що живе за своїми законами. Ірраціональні, ірреальні, перетворені зовнішні форми її буття перекручують і вуалюють її об'єктивну залежність від реальної економіки . Здається, що сам банківський капітал, сам фондовий ринок, інші фінансові інститути створюють більшу вартість ніж інвестована, тобто гроші народжують більші гроші.

Таким чином, сьогодні сформувався світовий фінансовий капітал з перевагою в ньому спекулятивних віртуальних складових. Диспропорції ( а вони і є свідчення і причини кризи ) у розвитку сучасних фінансового та реального секторів проявляються: у відокремленні потоків капіталів від потоків товарів і послуг; у збільшенні обсягів вкладень у фінансовий сектор на шкоду реальному; у відтоку вкладень капіталу і людських ресурсів з

реального у фінансовий сектор; у домінуванні короткострокових інвестицій зі спекулятивними цілями на шкоду довгостроковим інвестиціям у реальні виробничі проекти; у стрімкому і безконтрольному зростанні обсягів похідних цінних паперів; у формуванні офшорної моделі світового фінансового сектора, що підсилило невизначеність механізму його функціонування, складність і часом неможливість його регулювання та контролю. Саме така ситуація склалася до середини I десятиліття 2000-х років у ПРС, і вона мала безперечну загрозу і для світової, і для національних економік, зокрема тих, де фінансові ринки тільки розвиваються ( emergy market ).

Друга фундаментальна причина, що зумовила сьогоднішні кризові явища, - це криза економічної політики промислово - розвинених країн, заснованої на концепціях і постулатах монетаризму при створенні механізмів господарювання. Ця концепція, як відомо, прийшла на зміну теорії кейнсіанства, яка відстоює необхідність найбільш широкого втручання держави в економічне життя суспільства з метою пристосування виробничих відносин до зростаючого усуспільнення виробництва і капіталу і вирішення завдань подолання кризових явищ, досягнення повної зайнятості і підвищення темпів економічного зростання. Кейнсіанство, як парадигма економічного розвитку, лежало в основі економічної політики розвинених країн протягом 40- х початку 70-х років XX століття. [14]

З початку 70-х років світ вступив у період економічної кризи, пов'язаної з енергетичними ресурсами, і кейнсіанська парадигма була піддана критиці з боку монетаристів на чолі з М. Фрідменом та А. Шварц, які обгрунтували необхідність повернення до саморегулювання економіки ринком, значного зменшення міри втручання держави в економічне життя і розвитку нових форм і механізмів державного регулювання (у першу чергу, грошово-кредитного). Нова економічна політика ПРС, насамперед США і

Великобританії в 70-х роках XX століття будується за рецептами монетаристів («рейганоміка» та «тетчеризм»), і проявляється це в деетатизації національних економік у різних формах, у зменшенні податків на бізнес і т.і., і нових процесах у світовій економіці. Зокрема, це перехід до Ямайської валютної системи, головним принципом якої стає плаваючий валютний курс, посилення боротьби за свободу торгівлі під егідою ГАТТ (СОТ ), лібералізація руху капіталів, розвиток єврорінку і офшорної моделі фінансового сектора, що майже не піддається регулюванню ні з боку національних, ні з боку міжнародних регуляторів. Усі ці процеси були багаторазово посилені транснаціоналізацією і глобалізацією світової економіки на рубежі XX і XXI століть. По суті, вся економічна історія XX століття - це пошук міри і форм втручання держави в економічне життя суспільства, і маятник розгойдувався між двома крайніми точками - саморегулюванням (ринком) і регулюванням з боку держави і в разі явного порушення цієї міри, що призводила до гострих диспропорцій в економіці, тобто до кризи, починався пошук нової міри і маятник гойдався в протилежну сторону.

До початку нового тисячоліття складається єдине світове господарство, у якому реальне виробництво відповідно до закону порівняльних переваг концентрується в Південно-Східній Азії, Китаї, Бразилії, Росії, Індії. А в промислово-розвинених країнах гроші значною мірою вкладаються у фінансовий сектор економіки - спочатку у фондові фінансові інструменти, а після кризи 2001 року - гроші витікають із фондових майданчиків у банківський сектор. А далі відбувається «народний» дефолт. І до середини першого десятиліття 2000- х років стає очевидним, що міра знову порушена. Світова економіка та її національні складові «захлинулися» від свободи ринку і неконтрольованого зростання фінансоміки. Ринкові регулятори перестали справлятися з встановленням пропорцій суспільного відтворення в цілому і пропорцій між реальним і

фінансовим секторами. Потрібен пошук нової міри співвідношення ринкового і неринкового регулювання. І, безсумнівно, маятник спрямується в бік посилення втручання держави в економічні процеси (так званий «дирижизм»), з пошуком нових, відповідних сучасним реаліям форм, методів і важелів регулювання. Перш за все, це проявиться в етатизації (одержавленні) цілих секторів економіки, збільшенні частки перерозподілу ВНП через державний бюджет, у прийнятті стратегічних програм і, можливо, п'ятирічних планів розвитку конкретних країн. На нашу думку, це буде період державного капіталізму і для реалізації нової економічної політики розвиненим країнам знадобляться і нові Рузвельти. У США такою новою фігурою став Б. Обама з його ідеями «американського соціалізму».

Таким чином, ренесанс сьогодні переживає кейнсіанство, рецепти якого виявилися дуже затребуваними при розробці конкретних шляхів виходу з фінансової кризи в більшості ПРС. Необхідність дієвого, ефективного державного регулювання економіки однією з перших усвідомила команда В. В. Путіна і його радники, замінивши ліберальну модель на модель неокейнсіанську і здійснивши, у першу чергу, одержавлення нафтогазової ренти, пізніше, сформувавши державний інституційний устрій у вигляді жорсткої вертикалі влади.

Нарешті, третя глибинна причина сучасного світової фінансової кризи - невідповідність принципів сучасної світової валютної системи умовам суспільного відтворення і нової конфігурації сил у світовому господарстві. Історично сталася доларизація світової економіки і явно висловилася ще одна диспропорція – «перевиробництво» основної світової валюти - долара США. Уже з середини 70-х років у процесі переходу від Бреттон-Вудської до Ямайської валютної системи і при скасуванні прив'язки долара до золотого змісту, долари стали друкуватися ФРС для всього світу (крім США !) в необмеженій кількості, і контролю над емісією американської грошової одиниці не

мають ні країни світу, ані уряд США. Експансія паперових грошей втрачає зв'язок з потребами обігу реальних товарів і послуг. З 1971року до 2008 ріку обсяг доларової маси у світі зріс у десятки разів, у багато разів перевищивши реальний обсяг товарів і послуг.

Таке положення є надзвичайно вигідним для США, які вже майже 40 років живуть значною мірою за рахунок решти світу. За оцінками деяких економістів, при ВВП в 16,7 трлн. доларів (20% від світового ВВП), США споживають 40 % світового ВВП, у такому ж розмірі здійснюючи викиди шкідливих відходів в атмосферу, у навколишнє середовище. Хто платить різницю, абсолютно очевидно. Це весь інший світ, який в обмін на природні ресурси, вироблені в різних країнах товари, що зажадали витрат праці, ресурсів, капіталу, отримує нічим незабезпечені папірці, звані доларами. Це нагадує обмін підкорювачів американського континенту з аборигенами, коли за фантики і намиста вартістю 24 долари був куплений Манхеттен, кожен квадратний міліметр якого коштує сьогодні дорожче. Надалі, зароблені на експорті природних ресурсів, товарів і послуг іншими країнами долари, формують тимчасово вільні фінансові ресурси приватних підприємців і держав (у вигляді золотовалютних резервів та державних стабілізаційних фондів, відомих як фонди суверенного багатства - SWF ), які направляються на покупку американських акцій та облігацій. А далі, у процесі фінансових потрясінь боргові зобов'язання США дешевшають і, як показує практика 2000- х років, решта світу безоплатно фінансує США на 5-7 трлн. доларів.

Ще одна найважливіша риса сучасної валютної системи , що сприяє виникненню кризових явищ, на нашу думку, - це феномен функціонування євровалют, на ринку яких повертається левова частка світових фінансових ресурсів (до кінця 90-х років загальні річні розміри операцій перевищили рівень 500 трлн. доларів). У кризових ситуаціях практично необмежена мультиплікація євровалют, вільно обмінюваних майже на будь-яку національну грошову одиницю, здатна в короткі терміни дестабілізувати

фінансовий ринок будь-якої країни. На даний момент економістами не знайдено вирішення проблеми контролю за створенням і рухом євровалют та регулювання цього процесу.

У силу зазначених проявів кризи світової валютної системи, як вважають багато економістів, необхідна її стратегічна реформа. Якою буде нова світова валютна система і як здійснюватиметься її корінна перебудова, сказати важко. Але криза існуючого валютного світопорядку очевидна, і він зіграв роль одного з детонаторів нормального функціонування фінансових систем і каталізаторів світової фінансової кризи 2007-2010 р.р. [15, с. 60]

Що стосується української економіки та особливостей протікання кризових процесів, то, на нашу думку, слід уважно вивчити причини і наслідки світової фінансової кризи всім керівним структурам, які приймають рішення і розробляють пакет антикризових заходів. При цьому необхідний світоглядний переворот і розуміння інертності та неефективності регулятивних механізмів ринку. Актуальною стає нова парадигма державного регулювання фінансової сфери - від простого встановлення правил гри та контролю за їх дотриманням до активного втручання в процеси купівлі-продажу фінансових інструментів і фінансових послуг. Держава при цьому входить в акціонерну власність фінансових інститутів як гарант їхньої стабільності не тільки на короткостроковий період кризи, але зберігає свій контроль і після його закінчення. І хоча при цьому виникає багато питань, ми абсолютно переконані, що без активного, цілеспрямованого і тривалого втручання держави в економічне життя України, проблеми подолання кризи і її наслідків вирішені не можуть бути.

«З невтручанням держави в економіку закінчено - заявив у розпалі кризи Николя Саркози. - Всемогутній ринок, який завжди правий, закінчився» [16, с.61]. Президента Франції підтримують А. Маркель, Б. Обама, В. Путін та ін. До речі, саме В. Путін та його команда раніше за всіх усвідомили необхідність дійового,

ефективного механізму державного регулювання і запропонували неокейнсіанську модель економічної політики, у першу чергу, стосовно державних природних монополій та інших інститутів.

Криза остаточно переконала в тому, що вільні ринки і глобальні фінансові операції є несумісними. Доктрина «ефективних ринків», яку тривалий час відстоювали й економісти-вчені, й керівники фінансових і банківських установ, сформувала незбалансоване приватно-державне партнерство [15, с.84]. Як підкреслює Ю.Уманців, з одного боку - офіційна бездіяльність державних контролюючих (і додамо - регулюючих) органів, а з іншого - інвестиційна поведінка банківських (і фінансових) керівників, що ґрунтується на некомпетентності й безвідповідальності перед акціонерами, кредиторами (і суспільством у цілому) [14, с84].

Таким чином, глибина фінансової кризи та її фундаментальні причини наводять на думку про необхідність глибоких, системних трансформацій господарського механізму як у ПРК, так і в країнах, що розвиваються, у напрямку посилення державного регулювання не тільки на рівні національних економік, але й глобального регулювання. На це вказує М. Делягін, який пропонує для усунення фундаментальних причин світової кризи низку заходів, серед яких:

- створення у перспективі глобального спостередженого, а може навіть і регулюючого органу для забезпечення прозорості руху спекулятивних капіталів;

- забезпечення прозорості роботи МВФ і групи Світового банку і підвищення їх регулюючої ролі у світовій фінансовій системі;

- трансформація Великої вісімки (G 8) в орган глобального регулювання зі включенням до нього нових країн світу, ВВП яких є не нижчим, ніж мінімальний (у вісімці) ВВП Канади [17, с. 22].

Отже, аби не допустити загострення негативних процесів у світовій і національних фінансових системах, забезпечити новий рівень фінансових технологій і подальший розвиток фінансових ринків, потрібна активна участь держави, інституції якої через

тривалу хронічну кризу системи управління функціонують неефективно. Експерти МВФ в Аналітичному резюме визнають, що перед державними регулюючими інститутами в усьому світі зараз постають надзвичайно складні завдання - стабілізація фінансових систем, підтримка економіки в умовах сповільнення темпів зростання чи навіть падіння ВВП та стримання інфляції. Щоб вирішити такі завдання потрібні комплексні системні заходи для урегулювання диспропорцій і розбалансованості, відновлення банківського капіталу, зменшення турбулентності і підвищення ліквідності фінансових ринків.

Чи спроможні державні інституції вирішити такі завдання? Тут ми б хотіли зробити деякий відступ. В інституціоналізмі, як однієї з концепції економічної думки XX століття, за віковий період її розвитку, сформувалося декілька самостійних цілісних напрямів. Серед них слід відмітити появу ще одного, який отримав у літературі назву «патоінституціоналізм» (від грецького «патос» - хвороба, патологія) [18, с. 28-32].

Для пояснення деяких процесів, визначення стану окремих інститутів сучасної економіки та їх спроможності вирішувати складні завдання регулювання окремих сегментів економічної системи, такий термін здається дуже вдалим, а розвиток патоінституціоналізма постає, на нашу думку, актуальним.

Посилення диспропорцій та криз, безсумнівно, пов’язане також (у сукупності з іншими причинами) з інституційним фактором, притому як на рівні окремих інститутів, так і на рівні інституційної системи в цілому. Тому одним із завдань патоінституціоналізму, як нового наукового напрямку, повинно стати дослідження взаємозв’язку між посиленням кризових проявів і диспропорцій на різних рівнях управлінської ієрархії, з одного боку, та інституційним фактором, з іншого.

Таким чином, важливим аспектом патоінституціоналізму може стати вивчення різних видів і типів патологій інститутів, які, однак,

повинні вирішувати складні, комплексні завдання регулювання і «лікування» економіки в цілому і фінансової системи, зокрема (як на рівні національних економік, так і світової економіки).

Слід підкреслити, що пріоритети для країн із перехідною економікою, у тому числі України, значно відрізняються від тих завдань, які стоять перед розвиненими країнами, і це пов'язано з особливостями соціально-економічного стану і проблемами, які вирішують країни, що розвиваються.

Державні органи прагнуть збалансувати низку цілей, які складають так званий «магічний багатокутник». Це і забезпечення зростання ВВП, і стримання темпів інфляції, і зменшення кількості безробітних, і утримання досить великих соціальних видатків із державного бюджету. Але, як свідчить економічна теорія, цілі знаходяться у протиріччі одна з одною, досягнення одночасно всіх неможливо. Макроекономічне регулювання повинно охопити всі форми державної політики, від грошово-кредитної і бюджетно-податкової до інвестиційної та інноваційної. Це зовсім не означає, що потрібні дії уряду, спрямовані на штучне підтримання економічної стабільності, які часто перешкоджають відновленню ринкової рівноваги. В Україні для виходу із кризи необхідні комплексні, системні макроекономічні заходи, спрямовані на стабілізацію всього фінансового сектора і, в першу чергу, банківської системи, а також зважена монетарна політика [19 с, 83].

Брак заощаджень в Україні, «перегрів» споживання, орієнтованого здебільшого на товари експорту і фінансування якого здійснювалося за рахунок споживчих кредитів, призвело до обмеження кредитування реальної економіки. За таких умов інвестування перспективи довгострокового економічного зростання були дуже вузькими. І ми згодні з В. Поповим, який вважає, що слід перевести державну політику регулювання й управління економікою від локального вимушеного регулювання до цілеспрямованого стратегічного регулювання інвестиційної активності суб'єктів

господарювання [18, с15-16]. Механізм рефінансування банків повинен передбачати жорсткий контроль НБУ за тим, щоб виділені ресурси стимулювали реальний сектор на противагу розростанню віртуального сектора і для цього необхідно кардинально змінити інвестиційну політику, оптимізувати податкову політику, сформувати інноваційний вектор (у т.ч. за допомогою амортизаційної політики) стратегічного розвитку, які б у сукупності забезпечували необхідний рівень оновлення й диверсифікації виробництва, підвищення його конкурентоспроможності.

Функціонування української трансформаційної економіки відбувається на тлі значних викривлень інституційних елементів (патоінститутів) фінансової системи, несформованого фінансового ринку, структурних диспропорцій розподілу фінансових ресурсів, обмеженого кола інструментів управління фінансовими потоками в реальній економіці.

Усі ці проблеми сучасного розвитку України, значно посилені фінансово-економічною кризою, потребують розробки системи взаємопов'язаних форм і методів регулювання економіки та узгодження дії всіх органів державної влади. При цьому, як підкреслює д.е.н. МіщенкоВ.І, ключова роль повинна належати державі в розробці та реалізації стратегії економічного й соціального розвитку, яка передбачала б чіткий розвиток окремих галузей національної економіки, експортно-імпортну, енергетичну політику тощо, а також реалізацію завдань грошово-кредитної й монетарної політики НБУ [20, с. 57].

Історія визначила, які державні інститути та інституційні системи слід визнати нормальними, що ефективно вирішують проблеми соціально-економічного розвитку своїх країн, а які – патоінститутами, що гальмують розвиток економік, перехід до неоіндустріальної стадії з високими темпами оновлення, модернізації, інновацій. Наприклад, норвезькі державні структури і відповідні інститути змогли перетворити одну з найбідніших країн Європи

початку XX століття в заможну екологічно та соціально-орієнтовану економіку за 100 років, чому сприяло ефективне використання доходів від нафти. Норвезькі державні інституції слід визнати ефективними і здоровими, а значна питома вага їхньої присутності в господарському механізмі сприяла високоефективному функціонуванню та розвитку ринкової економічної системи.

У той же час зворотній приклад – Росія. В тій ситуації, що склалася у цій країні, слід звинуватити інституційну систему та її патоінститути – приватну власність на сировинні галузі, металургію, хімічну, енергетичну галузі, правові установи, профспілки, корпорації та ін. «Целесообразно значительно изменить стратегию, парадигму развития России в сторону существенного усиления контроля и управления сырьевым сектором и отраслями тяжелой промышленности со стороны государственных структур, оставив традиционные, рыночные принципы хозяйствования лишь в системе малого и среднего бизнеса… Все это позволит сконцентрировать доходы от сырьевого сектора и направить их часть на процессы модернизации российской экономики» [21, с. 30], – підкреслює проф. К. В. Павлов, один із засновників патоінституціоналізму. Таку стратегію він визначає як «Стратегію обмеженого капіталізму» або «Стратегію державного капіталізму». Одна із пропозицій К.В. Павлова – це повернення в господарський механізм Росії планового інституту у формі індикативного планування, яке довело свою ефективність у розвинених країнах.

На нашу думку, і українська інституційна система та її інститути «хворіють» на ті ж самі хвороби і мають такі ж патології, як і російські. Однак, це зовсім не перекреслює необхідність їх «лікування» і виконання ними важливих для економіки функції регулювання, контролю, пруденційного нагляду, формування законодавчо-нормативних основ діяльності суб’єктів господарювання і т.ін., тобто створення всіх умов для високоефективного

функціонування та розвитку економічної системи в посткризовому майбутньому.

Отже, певні висновки щодо посткризового розвитку і фінансового сектору, і взагалі економіки країн світу можна зробити вже зараз. Один із головних висновків:відбудеться докорінна зміна поглядів на роль та значення окремих інститутів і, в першу чергу, це стосується держави. Хід подій в сучасному світі довів, що саморегулюючі механізми ринку (зокрема фінансового) є малоефективними і не здатні вирішувати ні локальні, ні стратегічні завдання. Найбільш гостро неефективність регулятивних механізмів ринку проявилася в наступному:

- недостовірність і непрозорість системи оцінки й рейтингування різноманітних фінансових інструментів, маніпулювання інвестором, який надовго втратив довіру до рейтингових агентств і консалтингових компаній;

- неефективність існуючих методологій прогнозування, оцінки й управління ризиками щодо фінансових інструментів та емітентів. Більшість із них були спрямовані на покращення конкурентних позицій фінансових установ, а не на адекватну оцінку фінансово-господарського стану економічних суб'єктів;

- вразливість системи ціноутворення на фінансові і товарні активи з використанням похідних фінансових інструментів, які тільки посилювали штучність цін (попит і пропозиція майже не впливали на ціни);

- безвідповідальність і непрофесійність топ-менеджменту, який не керується інтересами і репутацією фірми при прийнятті управлінських рішень [20, с. 22].

Усі вказані фактори в сукупності дозволяють зробити висновок про необхідність зміни концепції господарського механізму і його елементів. Потрібна нова парадигма державного регулювання - від простого встановлення правил гри та контролю за їх дотриманням до активного втручання держави в економічне життя у різноманітних

формах і за допомогою широкого кола інструментів. На нашу думку, часові межі такого втручання поширюються не тільки на період боротьби з кризовими явищами, держава збереже свій контроль і після кризи, тому що змінився світ, і особливо - фінансовий світ. За нових умов держава має стати активним учасником ринку не тільки як регулятор, а й як власник окремих інститутів, корпорацій, активів і триватиме це досить довго.

В цьому розділі було проаналізовано та узагальнено основні причини світової фінансової кризи 2007-2010 років і визначено важливі наслідки, які вона буде мати для національних і світової економіки у посткризовий період. Запропоновано можливі напрями і шляхи забезпечення стабільності фінансових секторів з урахуванням глобалізаційних процесів і необхідності формування нової конфігурації та механізмів регулювання світової фінансової системи й окремих національних економік.

Більшість учених дійшли висновку, що в результаті кризи відбудеться черговий масштабний перерозподіл світового багатства з країн, які пережили кризу, на користь США, що пов’язано з особливою роллю долара у світовому господарстві. У той же час продовжиться дедоларизація світової економіки і на рівні світового грошового товару будуть претендувати національні валюти нових світових лідерів – представників країн БРІКС, у першу чергу, китайський юань. Це викликає необхідність формування нової світової валютної системи, з новими принципами функціонування і зовсім новими ключовими гравцями.

Уже зараз є очевидною начальна потреба у створенні механізмів забезпечення пропорційності розвитку реального і фінансового секторів економічної системи і в розвинених країнах, і в країнах з транзитивною економікою.

Ще один висновок стосується докорінних змін концепції господарського механізму та його елементів у напрямку розробки нової парадигми державного регулювання та «лікування» державних

патоінститутів і всієї інституційної структури. Подальших наукових та прикладних розробок потребують такі проблеми, як пошук нових, відповідних сучасним реаліям, форм, методів, інструментів державного регулювання, його міри, глибини і тривалості, а також чітке визначення системи антикризових заходів, яка б урахувала досвід розвинених країн у боротьбі з кризою та її наслідками й особливості трансформаційної економіки України, яка повинна вчитися, як протистояти глобальним викликам в умовах фінансової нестабільності.

## 1.3. Напрями системній трансформації фінансової системи України

Еволюцію економічної системи України за 22 роки незалежності можна розділити на 4 етапи.

Негативною рисою першого етапу був спосіб здійснення ринкової трансформації:

- швидкоплинне, і по суті директивне, роздержавлення, що призвело до різкого падіння масштабів виробництва;
- формування тіньового характеру економіки;
- ломкою відтворювальних пропорцій;
- зникненням механізму макроекономічного регулювання спрямованості економіки на економічне зростання і накопичення капіталу.

Виникли чинники інфляційних хвиль, які виявляються й сьогодні.

На другому етапі на початок нового тисячоліття зусиллями держави й суб'єктів економіки ринку була формована певна ринкова інфраструктура. Було створено систему комерційних банків; почали функціонувати структури фондового ринку, зокрема десять фондових бірж. Найбільші й конкурентоздатні українські підприємства, перш за все енергетичного комплексу, гірничо-металургійного комплексу,

хімічної промисловості й фінансового сектора, сформували механізм функціонування акціонерного капіталу. Значна частина населення, виявившись у ринковому середовищі, почала формувати фінансові джерела життєдіяльності. Виникла система підприємств на основі комерційних організаційно-правових форм, при цьому приватна і змішана форми власності внаслідок приватизації та активної самодіяльності населення стали переважати.

Етап 2001-2007 рр. характеризувався такими тенденціями (таблиця. 1.1) [22]:

1. Щорічним стійким зростанням ВВП. Відзначимо, що в 2005 році спостерігалося падіння темпів зростання ВВП, однак у цілому за даний період спостерігалося стійке зростання цього показника.
2. Подоланням платіжної кризи і збільшенням коефіцієнта гривневої монетизації до ВВП.
3. Стійким зростанням інфляції на споживчому ринку.
4. Стійким зростанням валютних резервів Національного банку України з розміщенням їх в іноземних фінансових системах.
5. Відновленням процесу накопичення капіталу в реальному секторі економіки (щорічне зростання капіталовкладень в основний капітал на рівні 30-40%) .
6. Інтенсивною капіталізацією фондового ринку аж до фінансової кризи в серпні-вересні 2008 р.
7. Підвищенням реальних доходів сектора домашніх господарств. Особливо необхідно відзначити стійке зростання заощаджень населення в національній валюті в 3 рази до 2008 р. порівняно з 2000 р.

Таблиця 1.1

Основні характеристики економічної системи України

| | Роки | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
| Темпи зростання ВВП, % | 105,2 | 109,6 | 112,1 | 102,7 | 107,3 | 107,9 |
| Динаміка коефіцієнта гривневої монетизації, % | 23,3 | 29,2 | 32,9 | 35,6 | 40,0 | 43,2 |
| Індекс інфляції | -0,6 | 8,2 | 12,3 | 10,3 | 11,6 | 16,6 |
| Валютні резерви НБУ, млн. дол. США | 4469 | 6943 | 9715 | 19391 | 22358 | 32479 |
| Індекс ПТФС | 57,34 | 85,43 | 260,13 | 352,97 | 798,86 | 1174,8 |
| Темпи зростання реального доходу домогосподарств, % | 118,0 | 109,1 | 119,1 | 123,9 | 111,8 | 112,6 |
| Заощадження населення, млн. грн. | 17058 | 16277 | 31077 | 45651 | 44203 | 57850 |

Таким чином, 2001-2007 рр. можна визначити як етап подолання затяжної економічної кризи, що розвернулася на базі політичного й економічного розвалу Радянського Союзу, що перетворився з 1992 р. в економічну кризу ринкової трансформації. Проте стабілізаційний етап не став одночасно і інноваційним у розвитку української економіки.

Слід зауважити, що економічних і фінансових перешкод до цього не було. Був упущений чинник часу, оскільки Україна рішувала проблеми «здоганяючого розвитку» до рівня далекого минулого 1990 року. А в цей час світова економіка всі ці роки розвивалася по висхідній траєкторії до 1990 р.

Події останнього часу показують, що питання забезпечення суверенітету України в реалізації стратегії інноваційного розвитку до цих пір залишається актуальним і пріоритетним.

По-перше, через те, що в 2008-2009 роках розгорнулася світова фінансова й економічна криза, що позначилася і в Україні і поставила

нашу країну перед необхідністю знову вирішувати проблему фінансової стабілізації.

По-друге, постійне політичне протистояння різних гілок владі, яке не дозволяє реалізувати стратегічні наміри керівництва країни до проведення якісно нової, інноваційної політики трансформації, наукове обґрунтування якої було раніше дане в багатьох працях вітчизняних економістів.

Проблема фінансової стабілізації в Україні у відносно короткі терміни не може бути вирішена без посилення державного регулювання основних ланок фінансової системи, а також розвитку функцій НБУ, відновлення його функції прямого кредитування інноваційних галузей економіки. Це означає, що необхідно бачити обмеженість монетарної політики фінансового регулювання, яка зазнала краху в США і в Україні також. Тому саме монетарну політику, політику витіснення держави з економічної і фінансової системи слід розглядати як базовий чинник сучасної фінансової економічної кризи, яка створила умови для критично небезпечного характеру спекулятивності світового й національного капіталу в Україні.

Монетарна політика, що директивно проводилася у 2000-2007 рр., низька монетизація української економіки, політика «стерилізації» як фінансових ресурсів держави, так і загальної грошової ліквідності штовхнула українські комерційні банки й великі компанії на зовнішній ринок запозичення фінансових ресурсів. Великі комерційні банки, експортно-орієнтовані компанії попали в боргову залежність від Заходу, при достатньому обсязі фінансових і валютних ресурсів, що були в Уряду і НБУ. При цьому державний контроль за борговими операціями комерційних банків і великих холдингів на західних ринках по суті був відсутній.

Фінансова криза 2008 - 2009 років висвітила низку актуальних науково-теоретичних проблем і аспектів фінансової тактики розвитку механізму фінансової стабілізації і підвищення ефективності

державної інноваційної політики. Виявилася слабкість прогнозної діяльності державних фінансових відомств у передбаченні фінансової кризи, оцінці впливу зовнішніх і внутрішніх чинників і погроз фінансово-економічної системи України. У той час, коли фінансова криза в США і низці європейських країн у 2007 р. і початку 2008 р. розросталася, а заходи, які приймалися в цих країнах, не давали ефекту, Кабінет Міністрів України орієнтував країну на те, що Україна залишиться «острівцем стабільності». У результаті фінансова криза в нашій країні виявилася глибшою і важчою, ніж у західноєвропейських країнах. Наприклад, у 2008 році фондовий ринок України обвалився на 74 %.

Наприкінці жовтня 2008 року Верховна Рада ухвалила антикризовий закон, яким був затверджений механізм рекапіталізації українських банків за рахунок коштів міжнародних фінансових організацій, що дозволило залучити кредит МВФ на суму 16,4 млрд. дол. США.

Згідно із затвердженим механізмом, держава в особі Міністерства фінансів може брати участь у формуванні й збільшенні статутних капіталів банків шляхом придбання їх акцій в обмін на державні облігації або за рахунок коштів державного бюджету.

МВФ оцінив можливий обсяг програми рекапіталізації українських банків у 54 млрд. гривень, зокрема 10 млрд. гривень - до кінця 2008 року і 44 млрд. гривень - у першій половині 2009 року.

Після реалізації програми з рекапіталізації банків держава отримала контроль над 99,93% акцій банку "Київ", 99,97% - "Родовід Банку" і 81,57% - "Укргазбанку". Завдяки фінансовим вливанням державної скарбниці й почалося повернення депозитів. Націоналізувавши банки, уряд зняв сильну напругу в банківському секторі. При цьому уряд отримав контроль над банками, які фактично є банкротами. І, по суті своїй, у даному випадку йшлося не про порятунок банків, а про відновлення довіри вкладників до банківської системи.

У різних країн є свій досвід вирішення кризи банківської системи. Наприклад, Швеція вирішила свою банківську кризу і заробила на ній десь 1% від ВВП, Індонезія, навпаки, заплатила 50% свого ВВП, щоб вирішити банківську кризу, Таїланд заплатив 35% ВВП [23].

На відміну від більшості урядів, що інвестують державні фінансові ресурси до життєздатних фінансових установ для стимулювання кредитування реального сектора економіки, Уряд України направляв бюджетні гроші, по суті, на виплату депозитів. Але для цієї мети простіше було б збільшити активи Фонду гарантування вкладів фізичних осіб.

Третій етап (2008-2009 рр.) еволюційного розвитку нашої економіки характеризується глибокою кризою. Насправді це означає, що українській економіці знову необхідно вирішувати проблеми стабілізаційного характеру. До цих проблем належать: зниження інфляції; відновлення інвестиційного процесу, суттєво порушеного падінням фондового ринку; відновлення стійких взаємозв'язків між бюджетною системою, банківською системою, реальним сектором економіки, зокрема процесів довгострокового і короткотермінового кредитування, активного розміщення інструментів боргових зобов'язань на фондовому ринку.

Отже, Україні знов необхідно вирішувати проблеми «здоганяючого розвитку» до рівня далекого минулого, хоча з'явилася нова точка для порівняння досягнутих результатів - «до кризи».

Четвертий етап розвитку економіки України 2010-2012 роки характеризуються такими стартовими умовами.

- *Відновленням зростання ВВП* (рис. 1.1).

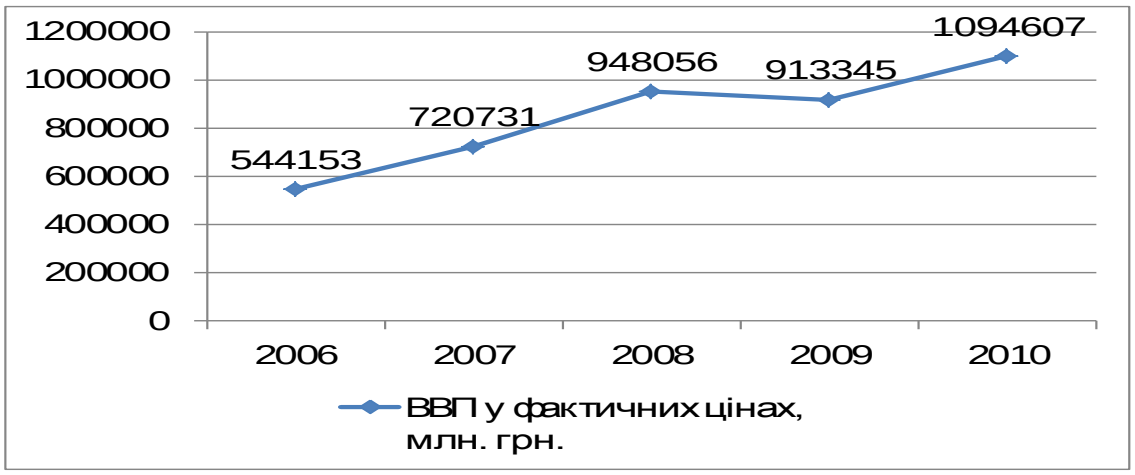



Рис.1.1. ВВП у фактичних цінах

- *Зростанням інвестицій в основний капітал реального сектора економіки.*

Залучення інвестицій в основний капітал – це важливий компонент максимізації самого прибутку, інвестиції в основний капітал безпосередньо впливають на діяльність будь-якої компанії, на її успішність та допомагають завойовувати позиції на ринку в умовах безперервної конкуренції.

Зважаючи на це, інвестиції в основний капітал, які потрібні на оновлення й розширення виробництва, є найважливішим чинником розвитку економіки, особливо якщо враховувати те, що зношення основних фондів у 2011 році в Україні вже склало величину 75%.

Порівняльний аналіз інвестицій в основний капітал за джерелами фінансування за 2006 - 2011 рр. подано в таблиці 1.2 [22].

Таблиця 1.2

Структура інвестицій в основний капітал за джерелами фінансування у 2006-2011 рр., %

| Показники | Рік | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
| Інвестиції в основний капітал, млн. грн. | 125254 | 188486 | 233081 | 151777 | 150667 | 209130 |
| (або 100%). | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| Власні кошти підприємств | 57,8 | 56,5 | 56,7 | 63,3 | 55,7 | 54,0 |

| Продовження табл.1.2. | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Залучені кошти | 42,2 | 43,5 | 43,3 | 36,7 | 44,3 | 46,0 |
| *внутрішні джерела* | 38,5 | 40 | 40 | 32,2 | 42,0 | 42,9 |
| *з них:* | | | | | | |
| кредити банків та інші позики | 15,5 | 16,6 | 17,3 | 14,2 | 13,7 | 17,9 |
| бюджетні кошти | 9,8 | 9,5 | 9,2 | 7,1 | 9,2 | 10,4 |
| кошти інвестиційних фондів | 1,7 | 2,2 | 2,4 | 1,7 | 19,1 | 14,6 |
| інші джерела фінансування | 11,5 | 11,7 | 11,1 | 9,2 | | |
| *зовнішні джерела:* | 3,7 | 3,5 | 3,3 | 4,5 | 2,3 | 3,1 |
| кошти іноземних інвесторів | | | | | | |

Розраховано за даними Державної служби статистики України

З 2010 р. спостерігається стабільний приріст інвестицій за рахунок залучених коштів, приблизно на 7 %, що пов'язано із заходами держави зі стабілізації банківської системи, з поліпшенням умов кредитування. Швидше за все інвестиції з бюджетів також зростатимуть, у зв'язку з посиленням ролі держави щодо активізації інвестиційних процесів в економіці.

Посилення втручання держави в розвиток економіки в умовах кризи характерно і для країн із сформованим ринковим механізмом. В Україні, де ринкова інфраструктура ще не може працювати за законами саморегуляції, необхідність втручання держави в інвестиційний процес є ще більш важливою.

Існуючі на сьогодні заходи уряду зі стимулювання інвестиційної діяльності, пов'язані з внесенням змін до податкового законодавства (у податковому кодексі планується поступово знизити податок на прибуток до 16 %), зростанням інвестицій держави в інфраструктурні проекти, а також з очікуваним щорічним зниженням темпів інфляції.

Нині одним із основних традиційних джерел залучення засобів продовжують залишатися кредити банків. При цьому найважливішим чинником при прийнятті банком рішення про надання позики було і

залишається наявність ліквідного забезпечення або надійних гарантій. Проте банківські позики в сучасних умовах навряд чи зможуть бути інструментом довгострокового фінансування. У той же час, зміна зовнішніх чинників, загострення конкурентної боротьби, потреба зростання і, як наслідок, потреба в залученні додаткових ресурсів для фінансування примушує компанії шукати нові джерела залучення фінансових ресурсів.

- *Зростанням іноземних портфельних інвестицій* (рис. 1.2).

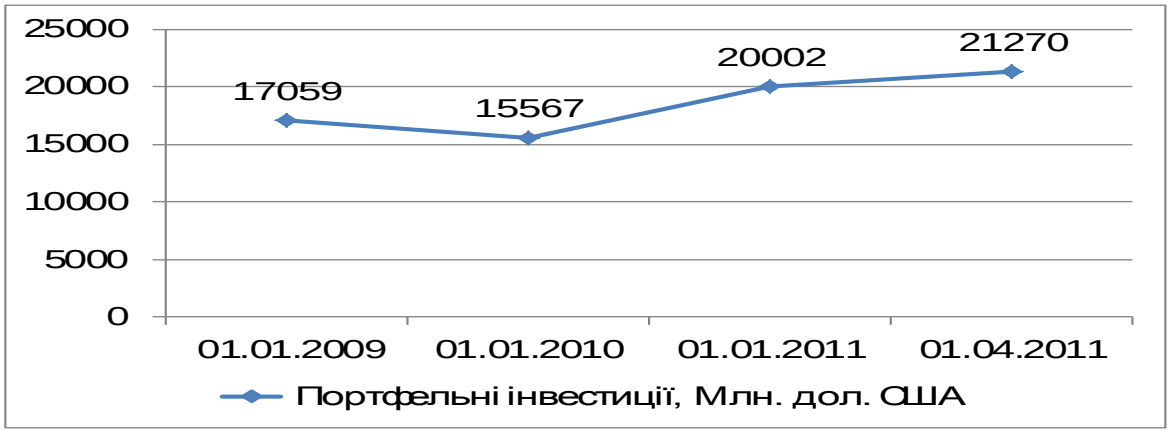



Рис. 1.2. Обсяг іноземних портфельних інвестицій, млн. дол. США

- *Зростанням валового зовнішнього боргу* (рис. 1.3). ( на 1.07 2011 зовнішній борг українських банків склав 27.5 млрд. дол. США - 18.4% від ВВП; зовнішній борг реального сектора склав 60.8 млрд. дол. США - 40.7% від ВВП.

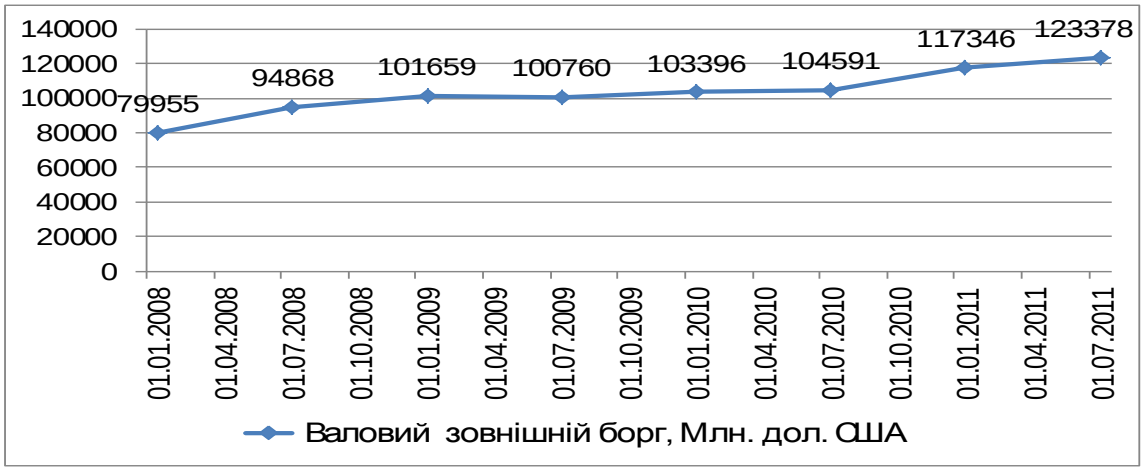



Рис. 1.3. Валовий зовнішній борг, млн. дол. США

- *Зростання доходів та депозитних вкладів населення*

Згідно з даними Державної служби статистики України, починаючи з 2008 року, серед населення України з'явилася група працездатного населення, середні доходи на душу населення яких перевищують 1920,0 грн. на місяць [22]. При цьому, за розглянутий період їх частка в загальному обсязі працездатного населення зросла більш ніж у два рази. Цю групу, в основному, представляють молоді сім'ї, які або не мають дітей, або мають одну дитину. Розрахунок даних показує, що сукупні щомісячні доходи домогосподарств цієї групи населення, збільшилися з 259,4 млн. дол. США у 2008 році до 616,3 млн. дол. США у 2011 році. Наведені розрахунки показують мінімальний інвестиційний потенціал населення України тільки за чотири роки, у той час, як кожне домогосподарство формує свої заощадження протягом багатьох років. Особливо слід підкреслити, що це інвестиційний потенціал, розрахований на основі офіційних доходів.

З іншого боку аналіз даних Національного банку України (НБУ) за аналізований період у розрізі депозитів населення показує дещо іншу картину (таблиця 1.3).

Виходячи з аналізу даних таблиці 1.3, можна зробити декілька висновків.

Таблиця 1.3

Характеристика депозитних вкладів населення України

| Рік | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|---|---|---|---|
| Депозити всього на кінець року, млн. дол. США | 27232,5 | 26762,3 | 34386,6 | 44509,9 |
| Обсяг депозитного вкладу одного працюючого на кінець року, дол. США | 1414,55 | 1457,24 | 1865,14 | 2403,83 |
| Частка депозитних договорів терміном до одного року,% | 44,3 | 64,8 | 60,4 | 52,1 |

Розраховано за даними сайту [http://www.bank.gov.ua/control/uk/index]

По-перше, обсяги грошових ресурсів, які розміщуються населенням у комерційних банках за депозитними договорами, мають стійку тенденцію зростання. При цьому обсяги розміщуваних грошових ресурсів істотно перевищують доходи населення, які відображаються офіційною статистикою.

По-друге, більше 50 % населення при розміщенні грошових заощаджень в комерційних банках бажають короткострокових депозитних договорів.

Перший висновок дозволяє зробити підсумок про наявність значних неофіційних доходів у громадян України. За результатами опитування, проведеного порталом rabota.ua, офіційно оформленою заробітною платою можуть похвалитися лише 37 % українців які працюють, в інших випадках їх зарплата є комбінацією офіційних і неофіційних виплат. Цікаво відзначити, що 33 % українців отримують «комбіновану» зарплату: меншу частину – офіційно, а більшу частину – неофіційно.

Другий висновок дозволяє зробити підсумок про те, що після кризи 2008 року населення України ставиться з великою недовірою до комерційних банків.

У тих умовах, коли Національний банк України підтримував курс національної валюти на стабільному рівні, для населення стало економічно доцільним зберігати свої заощадження в національній валюті. Як показують дослідження, аж до початку жовтня 2008 року довіра населення до банків і національної валюти, безсумнівно, зросла. За рахунок зростання реальних доходів громадян банківська система достатньо активно залучала внески населення, які стали тим основним джерелом необхідних фінансових ресурсів, коли ліквідність світових ринків була обмеженою.

Однак перманентна політична нестабільність у нашій країні, посилена світовою фінансовою кризою, а також необережні заяви політичних осіб знову спричинили миттєве посилення недовіри населення до вітчизняної банківської системи, тим самим

підштовхнувши її до загрози розвалу. Громадяни України почали миттєво обмінювати свої заощадження з національної валюти в наявну іноземну валюту.

В Україні частка заощаджень у структурі прибутків за період 2006-2011рр. мала таку тенденцію (табл. 1.4).

Таблиця 1.4

Динаміка заощаджень населення України за 2006-2011 рр., млн. грн.

| Показник | Рік | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
| Наявний дохід | 363586 | 470953 | 634493 | 672662 | 841591 | 971231 |
| Заощадження | 44203 | 47 779 | 52011 | 82466 | 161867 | 113925 |
| Частка у наявних прибутках,% | 12,16 | 10,15 | 8,20 | 12,26 | 19,23 | 11,7 |
| Темп приросту наявних доходів (до попереднього року) | 21,9 | 29,53 | 34,73 | 6,02 | 27,1 | 14,5 |
| Темп приросту заощаджень (до попереднього року) | -3,17 | 8,09 | 8,85 | 58,55 | 96,28 | - 29,62 |

Розраховано за даними Державної служби статистики України

Особливістю процесів заощадження в нашій країні, як і в інших країнах, які розвиваються, є те, що у довгостроковому періоді, за умов збільшення доходу заощадження зростають тільки в абсолютному значенні, а норма заощаджень залишається постійною. Проте така залежність притаманна тільки країнам, які орієнтовані на банківський сектор, зокрема і для України, а в країнах, які орієнтовані на фондовий ринок, норма заощаджень постійно знижується.

При цьому, як відзначають провідні фахівці НБУ, рівень монетизації української економіки складає 52%. Крім того, поза банками України, в населення, знаходиться готівкової іноземної

валюти в еквіваленті 70 млрд. дол. США. Про це свідчать дані аналізу платіжного балансу НБУ. І якщо в 2008-2010 рр. це можна було пояснити впливом кризи, то зараз це говорить про зростання тіньового сектора економіки.

Таким чином, в українській дійсності склався своєрідний парадокс. З одного боку, у державі Україна відсутні фінансові ресурси для здійснення різноманітних інвестиційних проектів щодо структурної перебудови економіки. З іншого боку, населення цієї країни у вигляді готівкових грошових коштів зберігає понад 40% ВВП. При цьому, ні комерційні банки, ні ринок цінних паперів не мають ані механізмів, ані інструментів із залучення заощаджень населення в інвестиційний оборот, направлення їх у найбільш ефективні галузі реальної економіки.

Слід зазначити, що фінансова криза негативно впливає на вітчизняний реальний сектор економіки. Цей вплив здійснюється за декількома каналами. Падіння фондового ринку призвело до зниження капіталізації найбільших компаній, які в основному і формували ринок корпоративних цінних паперів.

Зниження капіталізації компаній не лише зменшує їх активи, але й призводить до скорочення оборотного капіталу, скорочення можливостей кредитування, спаду виробництва й інвестиційної активності. Дана ситуація вже сталася на будівельному ринку, у виробництві будматеріалів і відповідно призвела до зниження попиту на виробниче обладнання з боку будівельно-інвестиційного комплексу, що позначилося і на машинобудуванні і так далі. Скорочення і припинення кредитування вже призвело до заморожування і перегляду програм з розширення виробництва в АПК. Серйозно уражений середній і малий бізнес.

Фінансова криза виявилася і в секторі попиту на трудові ресурси і зайнятості населення. Отже, без адекватної політики фінансова криза переростає в економічну.

Тому, одними заходами фінансової підтримки фондового і банківського секторів з боку держави, проблему кризи не вирішити.

Інноваційний етап функціонування фінансової системи і проведення фінансової політики вимагає суттєвої зміни фінансових пропорцій і перерозподілу фінансових потоків. На даний момент реального ривка в інноваційному розвитку країни не намічається через відсутність механізму інноваційного розвитку в державних структур, неінноваційності державного сектора і незацікавленості в цьому вітчизняного капіталу, внаслідок його слабкої мотивації існуючою ліберально-монетарною політикою.

Інноваційна спрямованість країни не з'являється від достатку концепцій, законів, програм, прогнозів. Вона має матеріальний зміст, який створюється активною діяльністю держави і його цілеспрямованою дією на інноваційний розвиток вітчизняного виробництва.

Зараз існує можливість реалізувати не тільки функцію держави щодо порятунку приватного бізнесу у фондовому, банківському і реальному секторах економіки, але й подолати «окови» прозахідної ліберально-монетарної економічної ідеології. Тому головне стратегічне завдання полягає не в безконечних відверненнях на будь-які нові концепції, програми, «антикризові» законодавчі «пакети», а в тому, щоб реально зайнятися інноваційним розвитком країни.

Необхідний комплексний план системної трансформації економічної системи України з фазою виходу на нову економічну і фінансову стабілізацію, оскільки стабілізація, яка була досягнута у 2004-2007 рр. виявилася дуже недовговічною і нестійкою. Політика і наука повинні визнати факт наявності в Україні специфічної кризової хвилі і, відповідно, зрозуміти її природу, механізм регулювання і подолання. Необхідно визначити умови досягнення стійкої довгострокової траєкторії висхідного інноваційного розвитку.

Потрібна не загальна абстрактна стратегія, а конкретний національний директивно-індикативний план інноваційного стрибка в

прив'язці до конкретних областей, галузей, відомств із визначенням обсягів і джерел фінансування, який повинен мати як директивний (відносно державних органів і виконавців ресурсів), так і індикативний (відносно підприємницьких суб'єктів) характер. При цьому керівники державних відомств повинні відповідати за введення в строк інноваційних проектів і ефективне освоєння інноваційних ресурсів.

Політика фінансової стабілізації та інноваційного повороту потребує перегляду режиму вивозу з країни державного, приватного і акціонерного, зокрема банківського, капіталу. Цей режим доцільно модифікувати відносно надання йому завдань інноваційного забезпечення економічного розвитку вітчизняної економіки і обмежити втечу капіталу в різних, зокрема прихованих, його формах.

В умовах кризи держава не може проводити колишню політику зняття будь-якого контролю за зовнішньоборговими операціями комерційних банків і корпорацій, і має повернути собі функцію контролю за доцільністю, реальністю (а не фіктивністю) й інноваційною спрямованістю зовнішніх боргів комерційних структур.

Зміна фінансової політики в аспекті інноваційного розвитку країни обумовлює вирішення низки завдань. На наш погляд, необхідно визначити базові цілі довгострокової стратегії держави в області розвитку фінансових ринків. До них можуть належати:

1. Перехід від спекулятивної моделі фінансового ринку до моделі, яка орієнтована на фінансове забезпечення і стимулювання стійкого зростання і модернізації економіки.
2. Випереджаюче зростання прямих іноземних інвестицій порівняно з портфельними інвестиціями нерезидентів, перш за все в їх спекулятивній складовій.
3. Збільшення ресурсів бюджету, що направляються для довгострокових вкладень у фінансові активи реальної економіки на внутрішніх фінансових ринках.

4. Рух у бік «економіки «народного капіталізму», розширення участі роздрібних інвесторів в структурі акціонерних капіталів, зростання долі активів фінансового ринку в довгострокових заощадженнях населення.
5. Забезпечення зростання внутрішнього попиту на довгострокові вкладення у фінансові інструменти, перш за все за рахунок заощаджень населення.
6. Скорочення залежності внутрішніх фінансових ринків від спекулятивної компоненти іноземних портфельних інвестицій.

Реалізація цих цілей можлива лише за активною участі держави, шляхом підвищення ефективності державного регулювання фінансових ринків.

## 1.4 Напрямки інтеграції страхового ринку України у світовий ринок

Світовий страховий ринок, як сегмент світового фінансового ринку, сформувався в результаті міжнародного руху фінансових продуктів і послуг, капіталів, ресурсів та технологій. Безперешкодне світове переміщення капіталу стосується страхових ринків, які підпадають під безпосередній вплив глобального фінансового простору завдяки широкому використанню, у першу чергу, перестрахових операцій, які є каналом перетворення національних страхових ринків у міжнародні. На сучасному етапі розвитку міжнародного руху капіталу в чистому вигляді національних страхових ринків не існує. Завдяки створенню транснаціональних і міжнародних страхових компаній, які проникають у різні країни, експансії іноземних капіталів, значному обсягу перестрахування різноманітних страхових ризиків за межами національних ринків, страхові ринки XXI століття зазнали значних і дуже помітних змін. Внаслідок подолання законодавчих та економічних бар’єрів між

національними страховими ринками відбулося становлення світового, або глобального ринку, у складі якого можна (умовно) відокремити європейський регіон.

Оскільки національних ринків у чистому вигляді не існує і кожна країна тією чи іншою мірою охоплена впливом або інтегрована у світовий простір. Остільки проблема, яка сформульована у назві параграфа – напрямки інтеграції страхового ринку України у світовий ринок, – певною мірою є даниною популярної риторики. Але автори цілком розуміють, що якщо суворо дотримуватися наукової постановки питання, то мова може йтися не про майбутню появу вітчизняного ринку на світовому ринку, а про те, що Україна повинна займати інше ніж теперішнє, вкрай низьке, місце на світовому страховому ринку. Саме такий зміст, як окреслення напрямків подальшого інтеграційного руху України у світовий ринок, метою якого є максимальне наближення до практики та стандартів страхової діяльності розвинених країн, мали на увазі автори.

По-перше, зазначимо, що поняття «інтеграція» автори розуміють, як об'єктивний процес поступового наближення та взаємопроникнення близьких за рівнем розвитку країн та формування на цій основі спільного політичного, економічного, торговельного, фінансового і валютного простору. Природньо, що у фокусі дослідження буде переважно економічна складова інтеграції.

По-друге, розглянемо реальний стан інтеграції України у світовий ринок через призму страхового ринку. Для цього скористаємося такими глобальними макроекономічними показниками, як обсяг збору страхових премій, частка страхових премій у валовому внутрішньому продукті, розмір страхової премії в розрахунку на душу населення, які базуються на даних визнаної у світі швейцарської перестрахувальної компанії Swiss Re (табл.1.5). .[24, с.8]

Як свідчать дані таблиці, загальний обсяг вітчизняного страхового ринку за збором страхових премій дорівнює наразі 2,9 млрд. дол. Таким чином, страховий ринок України займає всього 0,07% світового страхового ринку; 0,18% європейського страхового ринку; 3,29% страхового ринку Центральної та Східної Європи. Ці показники є мізерними, особливо враховуючи географічне місце розташування нашої країни, численність її населення та економічний потенціал.

Частка страхових премій у ВВП України склала 2,11%, тоді як у країнах G7 (США, Канада, Велика Британія, Німеччина, Франція, Італія, Японія) – 8,77%; країнах Центральної та Східної Європи – 2,63%; країнах ASEAN (Сінгапур, Малайзія, Таїланд, Індонезія, Філіппіни, В'єтнам) – 3%.

На жаль, за два десятиріччя функціонування страхового ринку України споживачі страхових послуг не отримали забезпечення страховими послугами навіть на рівні останніх років існування СРСР, коли питома вага страхування у ВВП досягла 2,5% і переважною частиною в ній було страхування життя. В 2010 році ці показники в Україні відповідно лише 2,1%, зокрема зі страхування життя – 0,1% [25].

Вітчизняний науковець О. О. Гаманкова розглядала рейтинг України серед інших країн світу на ринку страхування у 2010 році, акцентувавши на показниках, що відображають місце вітчизняного ринку страхування за розміром страхових премій на душу населення. Так, за розміром страхових премій на душу населення в цілому по ринку в обсязі 64 дол. Україна посідала 74-те місце серед 88 країн світу, по ринку Non-Life з преміями в обсязі 61,5 дол. ми мали 76 місце, а на ринку Life, де страхові премії були зовсім мізерними і складали 2,5 дол. на душу населення, – 86 місце з 88 країн світу [24,с.10].

Таблиця 1.5

Частка України на світовому страховому ринку, 2010 р.

| | Обсяг страхових премій, млн.дол. | | | Частка страхових премій у ВВП, % | | | Премії на душу населення, дол. | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Всього | Non-life | Life | Всього | Non-life | Life | Всього | Non-life | Life |
| Україна | 2909,0 | 2794,0 | 114,0 | 2,1 | 2,0 | 0,1 | 64,0 | 61,5 | 2,5 |
| Світ | 4324239,0 | 1816524,0 | 2507015,0 | 6,9 | 2,9 | 4,0 | 625,2 | 262,6 | 362,5 |
| G7<br>Франція, Італія, Японія | 283221,0 | 119374,0 | 1635147,0 | 8,8 | 3,6 | 5,1 | 3755,8 | 1555,1 | 2200,6 |
| Західна Європа | 1524728 | 588762,0 | 935966,0 | 8,4 | 3,2 | 5,2 | 2870,8 | 1087,7 | 1783,1 |
| Центральна та Східна Європа | 88345,0 | 68758,0 | 19587,0 | 2,6 | 2,1 | 0,6 | 274,2 | 213,4 | 60,8 |
| ASEAN Сінгапур, Малайзія, Таїланд, Індонезія, Філіппіни, В’єтнам (Бруней, Камбоджа, Лаос, М’янма не включені) | 57166,0 | 22295,0 | 34871,0 | 3,0 | 1,0 | 2,0 | 104,7 | 35,6 | 69,1 |

Стосовно проблеми з'ясування місця України серед країн Європи, то дані, наведені дослідником, дають можливість зробити такі висновки. Так, якщо за розміром обсягів страхових премій у цілому Україна мала 24-те місце із 32 країн та випереджала Словаччину, Румунію та деякі інші країни, то на ринку Life вона займала лише 31 місце. Але найбільш негативну картину має ситуація з показниками страхових премій на душу населення. На жаль, вітчизняний ринок за цим показником займає 32-ге місце з 32 країн, як на ринку в цілому, так і на ринках Non-Life та Life. Для порівняння, якщо по ринку в цілому премії на душу населення в Україні досягли 64 дол., то середнє значення по Європі – 1839,1 дол. (середнє значення по Африці – 60,6 дол.). На ринку Non-Life премії на душу населення склали 61,5 дол., а середнє значення по Європі – 740,3 дол. І, нарешті, ринок Life дає таку картину: 2,5 дол. в Україні – страхова премія на душу населення і 1098,8 дол. – середнє значення по Європі. Якщо взяти до уваги, що премії зі страхування життя значною мірою складаються не з премій за добровільними довгостроковими договорами, а з премій за договорами страхування життя позичальників кредитів, то стає зрозуміло, який довгий шлях має пройти Україна для наближення до європейських стандартів у галузі страхування життя.

Розглянемо далі, які зміни відбулися на світовому ринку страхування в останні два роки та чи відбулися зміни в місці України серед країн світу. Уже згадувана швейцарська перестрахувальна компанія Swiss Re нещодавно опублікувала звіт Sigma 3/2013 „World insurance in 2012: Progressing on the long and winding road to recovery". Численні дані, оцінки та прогнози, які містяться у звіті, дають можливості спробувати виявити тренд у розвитку вітчизняного ринку, що відображено у таблицях 1.6, 1.7 та 1.8.

Як бачимо, лідером залишаються США із часткою, яка збільшилась до 27,55%. Європейські країни показали як зниження, так і деяке зростання. Серед країн, у яких відбулося зростання, –

Росія, Білорусія, Україна та інші. Україна зайняла 50-те місце (проти 49 у 2011 р.) з показником 3,047 млрд. дол. і часткою 0,07%, що за абсолютним розміром демонструє певне зростання проти 2,9 млрд. дол. у 2010 році, але частка на ринку, як і раніше мізерна, хоча у 2012 році проти 2011 року відбулося помітне зростання на 6,8%. І хоча частка Росії, невважаючи на значне зростання на 14,8%, також залишилася на колишньому рівні 0,56%, а її місце серед країн світу знизилося до 24 проти 19 у 2011 році, Росія, як і раніше, за обсягами страхових премій має показник, що у 8,5 разів перевищує показники України.

Таблиця 1.6

Місце України серед країн світу (88 країн) за обсягами страхових премій у 2011 – 2012 рр.

| Місце у 2012 | Місце у 2011 | Країна | Премія 2012, млн. дол. | Зміни 2012/2011, в % з урахуванням інфляції | Частки світового ринку 2012, в % | Частки світового ринку 2011, в % |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| 1 | 1 | США | 1270884 | 1,9 | 27,55 | 26,22 |
| 2 | 2 | Японія | 654112 | 7,9 | 14,18 | 14,26 |
| 3 | 4 | Великобританія | 311418 | -2,1 | 6,75 | 6,95 |
| 4 | 6 | Китай | 245511 | 5,2 | 5,32 | 4,83 |
| 5 | 4 | Франція | 242459 | -5,5 | 5,26 | 5,94 |
| 6 | 5 | Німеччина | 231908 | 0,3 | 5,03 | 5,34 |
| 7 | 7 | Італія | 144218 | -5,7 | 3,13 | 3,49 |
| 10 | 10 | Нідерланди | 100342 | -2,5 | 2,18 | 2,41 |
| 23 | 25 | Люксебург | 29263 | 32,6 | 0,63 | 0,51 |
| 24 | 19 | Росія | 26027 | 14,8 | 0,56 | 0,94 |
| 25 | 24 | Фінляндія | 25841 | 6,1 | 0,56 | 0,55 |
| 50 | 49 | Україна | 3047 | 6,8 | 0,07 | 0,07 |
| 63 | 65 | Казахстан | 1419 | 14,7 | 0,03 | 0,03 |
| 88 | – | Білорусія | 520 | 15,2 | 0,01 | (–) |

Складено авторами за: [26, с. 29].

Певні позитивні зміни в Україні відбулися на ринку Life (табл. 1.7).

Дані таблиці свідчать, що за останній рік Україна покращила свої позиції на світовому ринку страхування життя, продемонструвавши високі темпи зростання, а саме 47 % і підвищення питомої ваги даного виду страхування на вітчизняному ринку до 8,2 % та деяку позитивну динаміку в розміщенні серед країн світу (72-ге місце проти 76 у 2011 році). Але частка країни на світовому ринку складає 0,01% та знов залишається мізерною.

Таблиця 1.7

Місце України серед світових ринків Life – страхування (88 країн) у 2011–2012 рр.

| Місце у 2012 | Місце у 2011 | Країна | Премія 2012, млн. дол. | Зміни 2012/2011, в % з урахуванням інфляції | Частка сегменту на локальному ринку, % | Частки світового ринку 2012, % | Частка світового ринку 2011,% |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 1 | США | 567756 | 2,3 | 44,7 | 21,66 | 20,46 |
| 2 | 2 | Японія | 524372 | 9,2 | 80,2 | 20,01 | 19,97 |
| 3 | 3 | Великобританія | 205918 | -3,0 | 66,1 | 7,86 | 8,00 |
| 4 | 4 | Франція | 149346 | -6,6 | 64,7 | 5,7 | 6,65 |
| 5 | 5 | Китай | 141208 | -0,2 | 57,5 | 5,39 | 5,12 |
| 6 | 6 | Німеччина | 106411 | -1,1 | 45,9 | 4,06 | 4,33 |
| 7 | 7 | Італія | 93273 | -6,6 | 64,7 | 3,56 | 4,00 |
| 43 | 43 | Туреччина | 1742 | 6,8 | 16,0 | 0,07 | 0,06 |
| 44 | 48 | Росія | 1732 | 45,8 | 6,7 | 0,07 | 0,05 |
| 67 | 73 | Казахстан | 352 | 63,7 | 24,8 | 0,01 | 0,01 |
| 72 | 76 | Україна | 249 | 47,0 | 8,2 | 0,01 | 0,01 |
| 88 | – | Білорусія | 25 | 23,0 | 14,9 | 0,00 | (–) |

Складено авторами на підставі [26, с. 30].

Що стосується ринку Non-Life, тобто ризикового страхування, то дані складеної авторами таблиці наочно свідчать, що будь-яких помітних змін у місці країни на світовому ринку та її руху до стандартів розвинених країн не відбулося (табл.1.8).

З'ясувавши, яке місце займає Україна на світовому ринку страхування та які параметри та пропорції склалися у розвинених країнах у страховій сфері, можна стверджувати про суттєві відмінності в показниках страхової діяльності, які сьогодні досягнуті Україною. Виникає питання, у чому причини такого становища, які конкретні розбіжності існують у вітчизняній та світовій і європейській практиці страхового бізнесу і, відповідно, які ж напрямки наближення країни до світових стандартів?

Таблиця 1.8

Місце України серед світових ринків Non-Life (81 країна) У 2011-2012рр.

| Місце у 2012 | Місце у 2011 | Країна | Премія 2012, млн. дол. | 2012/2011, в % з урахуванням інфляції | Частка сегменту на локальному ринку, % | Частка світового ринку 2012, % | Частка світового ринку 2011,% |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 1 | США | 703128 | 1,6 | 55,3 | 35,3 | 33,89 |
| 2 | 3 | Японія | 129740 | 3,0 | 19,8 | 6,51 | 6,64 |
| 3 | 2 | Німеччина | 125497 | 1,6 | 54,1 | 6,3 | 6,67 |
| 4 | 4 | Великобританія | 105500 | -0,3 | 33,9 | 5,3 | 5,56 |
| 5 | 6 | Китай | 104302 | 13,6 | 42,5 | 5,24 | 4,44 |
| 6 | 5 | Франція | 93112 | 2,0 | 38,4 | 4,68 | 5,00 |
| 7 | 7 | Нідерланди | 71005 | -4,2 | 70,8 | 3,57 | 4,05 |
| 10 | 9 | Італія | 50945 | -3,9 | 35,3 | 2,56 | 2,82 |
| 14 | 15 | Швейцарія | 27376 | 2,2 | 45,2 | 1,37 | 1,45 |
| 15 | 12 | Росія | 24296 | 13,1 | 93,3 | 1,22 | 2,14 |
| 47 | 47 | Україна | 2798 | 4,2 | 91,8 | 0,14 | 0,15 |
| 63 | 61 | Казахстан | 1067 | 4,3 | 75,2 | 0,05 | 0,05 |
| 81 | – | Білорусія | 495 | 14,9 | 95,1 | 0,02 | (–) |

Складено авторами на підставі [26, с. 31].

Не має сумніву в тому, що стан розвитку страхування у будь-якої країні знаходиться у безпосередньій залежності від загального економічного розвитку країни, стану її організаційно-правового забезпечення, психології населення, традиції, національних особливостей, тощо. Усе це є результатом довгого поступового історичного процесу становлення та функціонування страхової системи.

Світовий і, перш за все, європейський страховий ринок має давню та багату історію. Якщо не занурюватися в далеке минуле, а звернутися до тих явищ, що мають сучасне існування, то можна зазначити, що вже у XVII столітті в багатьох європейських країнах виникли акціонерні страхові товариства. Серед них створене в 1602 році Голландсько–Остиндське товариство та невдовзі створені товариства Англії, Німеччині та Франції, які здійснювали морське страхування та страхування на випадки пожежі. Головну роль у морському страхуванні з давніх часів відіграє Англія. Досить сказати, що прийнятий членами асоціації „Лондонський Ллойд" формуляр договору морського страхування – так званий підписний формуляр Ллойда, у своїх окремих положеннях дотепер застосовується в міжнародній практиці. Показово й те, що прийнятий у 1774 році закон про страхування життя і сьогодні залишається у складі чинного законодавства Англії. Подальше впровадження страхування пов'язане з періодом інтенсивного розвитку капіталізму, що призвело до формування масштабного розгалуженого страхового ринку Європи зі сталими міжнародними зв'язками, щорічно зростаючими темпами надходжень страхових премій, вищими ніж темпи зростання валового внутрішнього продукту. У третє тисячоліття європейський страховий ринок увійшов як вагома складова фінансового ринку та одна з найбільш розвинених й ефективних сфер діяльності.

Що стосується історії розвитку страхового ринку України, то до набуття Україною статусу незалежної держави страхування

здійснювалося згідно з економічними, соціальними та правовими умовами, що існували у відповідний період у Київській Русі, царській Росії, а згодом у колишньому СРСР.

Підґрунтям розвитку страхування в царській Росії був розвиток капіталізму, що неминуче призвело до проникнення класичного страхування з Західної Європи до Росії. З упровадженням державної монополії на страхову діяльність у 1786 році почали створюватися державні страхові компанії. Вітчизняні дослідники стверджують, що перше страхове товариство на території сучасної України було засновано на початку 1828 року у Феодосії. Найбільш поширеним страховим ризиком за тих часів була пожежа. У 1827 році був виданий Указ про створення Російського страхового товариства від вогню. До 1913 року працювало вже 13 акціонерних товариств, що здійснювали захист від вогню, та декілька з них успішно працювали в Україні. Були також створені товариства взаємного страхування від вогню, одне з'явилося в Полтаві, а потім також у Києві, Одесі та Харкові. У другій половині XIX століття страхові послуги охоплювали більший набір ризиків. У 1909 році було затверджено статут товариства страхування від вогню майна гірничих та гірничозаводських підприємств міста Харкова [27, с.17-23].

Особливо хочеться підкреслити, що Одеса з дореволюційних часів була важливим центром страхування. У місті існували самостійні страхові товариства, а також філії провідних страхових компаній Петербурга, Москви та іноземних страховиків.

Досить поширеним було й самострахування. Так, створено в 1857 році Російське товариство пароплавства та торгівлі мало своєю головною базою Одесу. Розмір страхового капіталу передбачалось довести до 1 млн. рублів і в разі розподілу прибутку постійно виділялась сума для поповнення страхового капіталу. Цей фонд застосовувався під час страхування суден [28, с. 17].

З часом набували поширення товариства взаємного страхування серед земельновласників, виникло та поширювалось страхування

життя. У 1894 році було встановлено державний нагляд за діяльністю страхових товариств, який здійснював страховий комітет, що входив до складу міністерства внутрішніх справ.

З 1885 року, коли в Росії було дозволено діяти іноземним страховим товариствам, тут з'явилися американські, англійські, німецькі, французькі компанії зі страхування життя. Але доступ до російського ринку був обмежений, оскільки для відкриття філії іноземному страховикові належало спочатку внести до державної скарбниці 500 тисяч рублів грошової застави, резервувати 30 % надходжень страхових платежів на рахунках Державного банку. Але навіть діставши дозвіл працювати на місцевому ринку, іноземні акціонерні компанії мали частку в страхових преміях не більше ніж 5,9 % [29, с. 390].

З наведених фактів випливає, що незважаючи на незначні обсяги страхування в Росії, порівняно з державами Західної Європи, у дореволюційній Росії існували не тільки майже всі відомі на ті часи види страхування та форми страховиків, але й державний регулятор, тобто були сформовані всі передумови задля успішного просування страхової справи.

Події 1917 року призвели до докорінних змін, які перервали розвиток страхування, який відповідав напрямкам розвитку страхової справи у країнах Західної Європи та зруйнував усе досягнуте в попередній період. З початку страхування у всіх формах і видах було оголошено державною монополією, а потім анульовано як зі страхування життя (1919 р.), так і з державного майнового страхування (1920 р.). З новою економічною політикою було відновлено страхування, але вся діяльність була зосереджена в Держстраху, а з часом також у відокремленої з 1947 року такої установи, як Інгострах.

Сильною стороною державного страхування була система роботи з населенням у частині майнового та особистого страхування. Наприкінці 80-х років в СРСР існувало 5765 страхових органів-

інспекцій державного страхування, що мали величезну мережу агентів зовнішньої служби [30, с. 7-17].

З початку 90-х років відбулися політичні та економічні зміни світового масштабу. Україна отримала незалежність та стала на шлях ринкових перетворень, неодмінною складовою яких – побудування страхового ринку на ринкових принципах.

Становлення вітчизняного страхового ринку було складним та відбувалось, як кажуть, методом спроб та помилок. Так, при започаткуванні страхового ринку в Україні і в перший період його розвитку було дозволено створювати і дрібні, практично фінансово недієздатні страхові товариства. Так, мінімальний статутний капітал був визначений Декретом України «Про страхування» (1993 р.) в розмірі еквівалентному 5000 дол. Це менше вартості найдешевшого автомобіля, придатного для страхування. До речі, коли проект документа попередньо розглядався консультантами з Американської фундації юристів, Українському Уряду було рекомендовано визначити цей норматив на рівні 1000000 дол. Але країна на той час, пішла іншим шляхом, скоротивши рекомендований обсяг капіталу у 200 разів. Уже через три роки кількість зареєстрованих страховиків в Україні перевищила 800. З прийняттям у березні 1996 року Закону України «Про страхування» мінімальний розмір статутного капіталу було підвищено до еквівалента 100 тисяч екю стосовно ризикових видів страхування та еквівалента 500 тисяч екю для страхування життя. Таким чином, вимоги були підвищені майже у 20 разів.

У наступні роки мінімальний розмір статутного капіталу ще змінювався і тепер складає для компаній із загальних видів страхування еквівалент 1 млн. євро, для компаній зі страхування життя – 1,5 млн. євро. Зростання вимог до капіталізації компаній призвело до значного скорочення їх кількості. Після вступу в дію закону їх залишилося близько 240, але в подальшому чисельність страхових компаній знов зросла і зараз навіть після фінансової кризи їх кількість стабільно дорівнює близько 460.

Протягом усього періоду розвитку страхового ринку України держава в різних формах регуляторів – Держстрахнагляд, Департамент у складі Міністерства фінансів, Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг України, (Нацкомфінпослуг) – здійснювала регулювання страхового ринку.

Таким чином, на сьогоднішній день страховий ринок України має власну історію, за час ринкової трансформації країни сформовані та продовжують розвиватись усі атрибути страхового бізнесу, які притаманні розвиненим країнам – законодавча, регулююча та наглядова інфраструктура, страхові об'єднання, перестрахувальна та міжнародна страхова діяльність, система навчання тощо.

Повернемося до питання, чому Україна займає мізерну частку на світовому страховому ринку, чому вона займає останні місця серед країн Європи та серед країн світу?

Як було зазначено раніше, розвиток страхування детерміновано загальним розвитком суспільства. Розвиток страхової справи у країні через його обумовленість рівнем економічного розвитку держави, а також соціальними, культурними, психологічними та іншими чинниками, не може бути вищим ніж стан розвитку зазначених сфер розвитку суспільства.

Задля порівняння рівня економічного розвитку розвинених країн звернемося до такого узагальнюючого показника, як розмір валового внутрішнього продукту, розрахованого на душу населення. Також розглянемо, як цей показник коригується з кількістю страхових компаній (табл. 1.9) [24, с. 11].

На тлі низьких показників розвитку економіки України взагалі і страхового ринку зокрема загальна кількість страхових компаній в Україні вже багато років поспіль продовжує залишатися стабільно високою. Вона дорівнює і навіть перевищує кількість страховиків на провідних європейських національних страхових ринках країн з набагато вищими, аніж в Україні, показниками ВВП на душу населення (табл. 1.9).

Як видно з табл. 1.9, у Європі не існує (за винятком Молдови) іншої країни з таким низьким рівнем ВВП на душу населення, який має Україна (7200 дол. США). За цим показником серед країн світу Україна знаходиться між таких бідних африканських країн, якими є Алжир та Єгипет – ВВП на душу населення, відповідно, – 7200 та 6500 дол. США.

Попри бідність (про яку свідчить рівень ВВП на душу населення), попри нерозвиненість страхового ринку (про що свідчить рівень страхових премій на душу населення та скромні обсяги страхового ринку - див. табл. 1 –4), кількість страховиків в Україні (456) не зменшилася навіть після фінансової кризи, всупереч усім прогнозам експертів. Серед європейських країн такою великою кількістю страховиків, як видно з даних, наведених в табл. 5, можуть похвалитися хіба що Велика Британія (1314 страхових компаній при ВВП на душу населення 35900 дол. США);

Таблиця 1.9

Україна в рейтингу європейських країн за показником ВВП на душу населення

| № п/п | Країна | ВВП на душу населення, дол. 2011 | Чисельність населення, млн., 2011 | Кількість страхових компаній, 2010 |
|---|---|---|---|---|
| 1. | Ліхтенштейн | 141100 | 0,03 | 40 |
| 2. | Люксембург | 84700 | 0,5 | 97 |
| 3. | Норвегія | 53300 | 4,9 | 120 |
| 4. | Швейцарія | 43400 | 7,7 | 151 |
| 5. | Нідерланди | 42300 | 16,7 | 268 |
| 6. | Австрія | 41700 | 8,2 | 127 |
| 7. | Швеція | 40600 | 9,1 | 386 |
| 8. | Данія | 40200 | 5,5 | 184 |
| 9. | Ірландія | 39500 | 4,7 | 227 |
| 10. | Фінляндія | 38300 | 5,2 | 63 |
| 11. | Німеччина | 37900 | 81,3 | 582 |

Продовження Табл. 1.9

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 12. | Бельгія | 37600 | 10,4 | 145 |
| 13. | Великобританія | 35900 | 63,0 | 1314 |
| 14. | Франція | 35000 | 65,6 | 441 |
| 15. | Іспанія | 30600 | 47,1 | 292 |
| 16. | Італія | 30100 | 61,3 | 242 |
| 17. | Словенія | 29100 | 2,1 | 21 |
| 18. | Кіпр | 29100 | 1,1 | 34 |
| 19. | Греція | 27600 | 10,8 | 73 |
| 20. | Чехія | 25900 | 10,2 | 53 |
| 21. | Словаччина | 23400 | 4,5 | 20 |
| 22. | Португалія | 23200 | 10,8 | 82 |
| 23. | Естонія | 20200 | 1,2 | 19 |
| 24. | Польща | 20100 | 38,4 | 63 |
| 25. | Угорщина | 19600 | 10,1 | 32 |
| 26. | Литва | 18700 | 3,5 | 11 |
| 27. | Хорватія | 18300 | 4,5 | 26 |
| 28. | Росія | 16700 | 138,1 | 572 |
| 29. | Латвія | 15400 | 2,1 | 24 |
| 30. | Бєларусь | 14900 | 9,5 | 24 |
| 31. | Туреччина | 14600 | 79,7 | 64 |
| 32. | Болгарія | 13500 | 7,1 | 45 |
| 33. | Румунія | 12300 | 21,8 | 45 |
| 34. | Сербія | 10700 | 7,2 | 28 |
| 35. | Україна | 7200 | 44,9 | 456 |
| 36. | Молдова | 3400 | 3,7 | 24 |

Німеччина (582 страхові компанії при ВВП на душу населення 37900 дол. США); Росія (572 страхові компанії при ВВП на душу населення 16700 дол. США); Франція (441 страхова компанія при ВВП на душу населення 35000 дол. США); Швеція (386 страхових компаній при ВВП на душу населення 40600 дол. США).

Стабільно велика кількість фінансово слабких страховиків зберігається в Україні навіть за умов, не сприятливих для страхової діяльності. При тому вже декілька років поспіль більше 90% збору страхових премій у складі загального (Non-Life) страхування

забезпечується першою сотнею страхових компаній, а у сфері страхування життя (Life) – першою двадцяткою. Це означає, що із 456 страхових компаній реально працюючими є лише 120. Решта (336 страховиків) ділять між собою 10% страхового ринку в обсягах приблизно 300 тис. дол. США, тобто на кожну таку страхову компанію припадає менше 1 тис. дол. США страхових премій на рік [24, с. 9-11].

На думку науковців, кількість страховиків на ринку України приблизно в 6-8 разів перевищує реальну потребу. Так, у Польщі у 2012 році діяло близько 70 страховиків, які в сукупності надавали страхових послуг в 4 рази більше ніж українські страховики. Навіть у такій великій країні, як Китай кількість страховиків у 4 рази менше, ніж в Україні. Обсяг страхових послуг у КНР у 2010 році перевищив 215 млрд. дол. США, із них більше 70 % припадало на страхування життя. На одного китайця сплачено 158 дол. страхових премій, або в 3 рази більше ніж приходилося на пересічного українця. Цікаво, що мінімальний статутний капітал китайських страховиків, які мають ліцензію для діяльності на всій території країни, складає 60 млн. дол. [31, с. 13].

Наведені дані та оцінки вітчизняних фахівців дозволяють констатувати, що головною причиною нинішнього положення України на світовому ринку страхування безумовно є слабкий розвиток економіки України в цілому, що віддзеркалюється в обсязі внутрішнього валового продукту та інших показників. Також негативним чинником є наявність на вітчизняному ринку значної кількості малопотужних та фінансово нестабільних страховиків.

Закономірно, що головною умовою та, відповідно, головним напрямком повноцінної інтеграції страхового ринку України у світовий ринок є економічне зростання країни, особливо неухильне зростання її реального сектора.

Другим важливим напрямком є скорочення кількості страхових компаній, формування надійних та потужних за всіма показниками

страхової діяльності страховиків і припинення діяльності або перетворення у брокерські контори, аварійних комісарів та в інші посередницькі й інфраструктурні формування дрібних страховиків.

З необхідністю підтримки найбільш вагомих та надійних учасників страхового ринку України пов'язано питання державної політики відносно присутності іноземних страховиків. На думку авторів, це явище неоднозначно впливає та має наслідки щодо вітчизняного ринку, і потребує зваженого, всебічного, окремого від даного, дослідження. Тепер лише зазначимо, що зараз в Україні діють 76 страховиків, створених повністю або частково за участю іноземних інвесторів. Більшість таких компаній створено на базі українських, переважно кращих страхових компаній. У цілому і зараз ці компанії мають кращі результати діяльності, ніж вітчизняні. У деяких країнах існують граничні нормативні частки іноземного капіталу в страховому бізнесі країни. Це робиться з метою недопущення переходу страхової галузі до іноземних інвесторів. В Україні таких обмежень тепер не існує. Ввести їх зараз неможливо, бо це буде суперечити умовам членства України в СОТ. Тому можливо, що в перспективі страхування в Україні може опинитися в основному в руках іноземних власників. Така ситуація не є бажаною. Адже країна поступово втратить вигідний бізнес.

Як уже було зазначено раніше, крім загальноекономічних чинників на стан страхового ринку впливають чимало інших, серед яких виділимо нормативно-правове забезпечення, практичну реалізацію законодавчих положень та стан страхової культури населення.

Становлення базового законодавства у сфері страхування ми вже розглядали, коли описували історію розвитку страхового ринку України, але чинне законодавство дедалі більше вступає в протиріччя з умовами страхової діяльності та потребує оновлення. Завдяки прискоренню реформування страхової справи до рівня європейських стандартів необхідне невідкладне прийняття законодавцями нової

редакції Закону України «Про страхування». Більше того, серед науковців існує думка, що в Україні вже давно назріла потреба мати Страховий кодекс, який об'єднав би всі законодавчі акти з приводу страхування. Так, відомий науковець
С. С. Осадець, що підтримує таку позицію, посилається на досвід, набагато меншої за Україну, Болгарії, у якої вже декілька років тому був створений Страховий кодекс, який визнаний на території ЕС. С. С. Осадець стверджує, що саме цим шляхом слід іти і нашій країні [31, с. 17].

На жаль, законодавці зовсім не прислуховуються до думок учених, демонструючи нерозуміння того, що страховики, крім надання послуг з організації страхового захисту фізичних осіб та підприємців, акумулюють значні резерви та спрямовують їх в економіку країни. Так, за останні десять років до Верховної Ради було спрямовано декілька варіантів Закону України «Про страхування». Але лише в травні 2012 року проекти було розглянуто в першому читанні. Надалі просунення проектів припинилося.

Наступне. Існує явна суперечність між положеннями законодавства та існуючою практикою. Прикладом цього може бути стан обов'язкового страхування від нещасних випадків на транспорті, основною метою якого є відшкодування шкоди, заподіяної здоров'ю та життю застрахованого, або компенсація втрачених доходів при тимчасовій або постійній втраті працездатності в результаті дії несподіваних, короткочасних зовнішніх факторів або виникнення непередбачених обставин, наприклад, ДТП.

Правові норми у цієї сфері визначені як у базовому Законі України «Про страхування», так і Постановою Кабінету міністрів про обов'язкове особисте страхування від нещасних випадків на транспорті (крім авіаційного) і Законом України «Про обов'язкове страхування цивільно-правової відповідальності власників транспортних засобів». Відповідно до зазначеної Постанови транспортна організація, що виступає агентом страховика, повинна

видавати поліс. Як відомо, обов'язкові атрибути полісу визначені у ст. 16 «Договір страхування» Закону України «Про страхування». Між тим на практиці, якщо при страхуванні водіїв страховий поліс видається на окремому бланку, то при страхуванні пасажирів, по-перше, він міститься на зворотному боці квитка, а по-друге, не має зазначених Законом атрибутів (прізвище застрахованого, дані про страхувальника, тощо), тобто фактично видається на пред'явника, що суперечить законодавству. Найбільш значні порушення вітчизняного законодавства, а також підходів, що поширені в міжнародній практиці, є те, що страховий платіж включається у вартість квитка й утримується транспортною організацією, тобто змушують громадян укладати договір щодо власного життя, яке, згідно зі ст. 6 Закону, є добровільним та передбачає вибір страхувальником страхової компанії на свій розсуд.

Що стосується співвідношення кількісних обсягів страхових платежів та страхових виплат з обов'язкового страхування від нещасних випадків на транспорті, то, за розрахунками заступника голови Ради ЛСОУ О. М. Залєтова, маємо таку динаміку [табл.1.10].

З наведених даних витікає, що рівень виплат становить не більше ніж 4%, що в 11 разів менше загальних показників за всіма видами страхування. Частка страхових виплат, компенсованих перестраховиками, становить 0,01%, при тому, що на перестрахування направляється 12 % надходжень страхових платежів.

Таблиця 1.10

Показники розвитку обов'язкового особистого страхування від нещасних випадків на транспорті, 2006-2010 рр.

| Показники | 2006 | 2008 | 2010 |
|---|---|---|---|
| Страхові платежі, тис. грн., у т.ч. | 85350,4 | 129388,6 | 152501,7 |
| фізичних осіб | 33021,5 | 34699,2 | 40249,1 |
| юридичних осіб | 39959,1 | 90416,0 | 93068,5 |
| перестрахувальників | 12095,2 | 4273,2 | 19184,1 |
| Частки страхових платежів, які сплачуються перестрахувальникам, тис. грн. | 12323,3 | 8367,2 | 18573,7 |
| Кількість страхових випадків, од. | 682 | 692 | 452 |
| Страхові виплати, тис. грн., у т.ч. | 1439,3 | 4887,5 | 4589,3 |
| фізичним особам | 1134,1 | 3299,6 | 3468,7 |
| юридичним особам | 255,5 | 1587,9 | 1118,2 |
| перестрахувальникам | 50,1 | 0,0 | 2,3 |
| Кількість договорів страхування, укладених протягом звітного періоду, тис. шт. | 537647,4 | 653168,8 | 592771,1 |
| Середній страховий платіж, грн. | 0,2 | 0,2 | 0,3 |
| Середня страхова виплата, грн. | 2037,5 | 7062,9 | 10148,1 |

Складено авторами на підставі [32].

За експертними оцінками, з 563,4 млн. грн. страхових платежів з обов'язкового особистого страхування від нещасних випадків на транспорті в Україні, отриманих за останні п'ять років, понад 450 млн. грн. або 80 % була направлена страховими компаніями до транспортних організацій у вигляді як агентської винагороди, так і неофіційної допомоги [32, с. 45].

Вочевидь протягом 2006-2010 років страхування від нещасних випадків на транспорті було неефективним та вкрай корумпованим. Невтішними були відповідні показники і в наступному періоді. Так, за іншими джерелами, а саме за інформацією Міністерства інфраструктури України, у 2011 році підвідомчі підприємства перерахували страховим компаніям 86,1 млн. грн., страхові виплати склали 358,9 тис. грн., тобто рівень страхових виплат за цим видом

склав усього 0,42 % [33, с. 35], тобто корупційні схеми продовжують діяти.

Підсумовуючи сказане, можна зазначити, що чинна в Україні система обов'язкового страхування від нещасних випадків на транспорті не є такою, що відповідає сутності та основним принципам страхування, суперечить вітчизняному законодавству та докорінно відрізняється від міжнародної практики, де поширеною нормою є обов'язкове страхування не громадян, а цивільно-правової відповідальності перевізника. У такій схемі страхувальником, тобто учасником, який сплачує страхові платежі, купуючи страховий захист як третіх осіб, так і власної відповідальності за власний рахунок , є сам перевізник.

Свідченням розбіжностей між законодавчими вимогами та їх втіленням у життя можуть слугувати й певні дії державного регулятора, діяльність якого важко оцінити як ефективну. Відсутність ефективної діючої системи державного нагляду підтверджує той факт, що нещодавно Генеральна прокуратура України в ході перевірки діяльності Нацкомфінпослуг виявила факт виплати відшкодувань однією із великих страхових компаній у розмірі 220 млн. грн. на користь двох підприємств. Страхова виплата була проведена, за даними Генпрокуратури, за нібито страхові випадки – пожежі в Дніпропетровську, а також по виплаті цією ж страховою компанією фізичним особам страхових відшкодувань більш ніж 8 млн. грн. Під час перевірки достовірності зазначених страхових випадків було встановлено, що насправді ніяких пожеж не було, а зазначені фізичні особи жодного страхового відшкодування не отримували і договори страхування не підписували. Зазначені документи були підроблені посадовими особами страхової компанії, внаслідок чого страхові виплати були видані підставним особам незаконно [34, с. 22]. Про що, як не про корупцію свідчать ці явища?

Ще одним прикладом не на користь державного регулятора та відсутності вільної конкуренції може слугувати ситуація, що склалася

із поверненням державної підтримки та компенсації в аграрний сектор, що було зафіксовано в рішенні Нацкомфінпослуг у 2012 році. Здавалось би, посилення реальної підтримки сільськогосподарського підприємця є позитивним кроком та, певною мірою, наближенням до практики європейських країн, де існує розгалужена система підтримки аграрного підприємця, але як цей почин було реалізовано?

Задля реалізації державних рішень Нацкомфінпослуг розпочав видавати ліцензії для здійснення зазначеного виду страхування. Хто ж отримав такі ліцензії ?

Першими страховиками стали «Українська аграрна страхова компанія» (Черкаси), СК «Крокбізнес» (Київ), СК «Страхові гарантії»(Донецьк) та СК «Домінанта» (Київ).

Наступним кроком стала реєстрація Антимонопольним комітетом об'єднання страховиків, що отримали право роботи на ринку страхування з державною підтримкою – Аграрного страхового пулу, у складі якого і опинилися зазначені компанії. Найбільш відома в складі пулу – СК «Брокбізнес», яка входить до ТОП-25 лідерів страхового ринку та є учасником усіх великих об'єднань. Серед клієнтів компанії – Міністерство фінансів, Конституційний та Верховний суди, Державна податкова адміністрація, Брокбізнесбанк, Ощадбанк, Укрексімбанк. Також значний досвід роботи на страховому ринку має «Українська аграрно-страхова компанія», частина агроризиків у страховому просторі якої займає 95%, а саме компанія входить до ТОП – 35 зі збору страхових премій.

За головними показниками страхової діяльності учасники аграрного пулу, за даними Insurance – Top, мають параметри (табл. 1.11) [35, с. 23].

Таблиця 1.11

Основні показники учасників аграрного пулу у 2011 (млн. грн.)

| | Активи | Страхові премії | Страхові виплати | Рівень виплат, % |
|---|---|---|---|---|
| «Брокбізнес» | 212,2 | 150,5 | 74 | 49,2 |
| «Страхові гарантії » | 73 | 19,3 | 2,4 | 12,4 |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| «Українська аграрно-страхова компанія» | 56,6 | 110,6 | 6,2 | 5,6 |
| «СК «Домінанта» | 21,4 | 5,2 | н/д | н/д |

Як бачимо, серед учасників – лідерів такі страхові компанії, як «Страхові гарантії» та «СК Домінанта», навіть сумарні збори страхових премій яких менше ніж 25 млн. грн. Для порівняння: серед компаній, що діють на ринку агрострахування, «АСКА» зібрала у 2011 році близько 420 млн. грн., а «Провідна» разом із «ІНГО Україною» більше ніж 1 млрд. грн.

Як оцінити це явище? Не інакше як те, що на вітчизняному страховому ринку продовжується використання окремих видів обов'язкового страхування як засобів гарантованого збагачення власників окремих страхових компаній, як недобросовісну конкуренцію, лобіювання інтересів окремих фінансово-промислових груп тощо.

Чи може таке становище, як суперечливе законодавство, не завжди надійна діяльність державного регулятора, разом з непослідовною державною політикою, відсутністю державної підтримки (на відміну від уряду США, який у розпалі фінансової кризи допоміг страховому гіганту AIG на суму 180 млрд. дол.) вітчизняного страховика сприяти зростанню довіри населення до страховиків, підвищенню страхової культури в країні?

Відповідь очевидна. Між тим, існуючі традиції ставлення до страхування з боку держави є важливим чинником успішного функціонування страхового бізнесу в розвинених країнах, постійного

високого попиту на страхові послуги, на страховий захист. Для країн Західної Європи, США, Канади, Японії та багатьох інших держав є закономірним, що 85-95% об'єктів є застрахованими. Кожна сім'я має декілька страхових полісів, що покривають ризики зі страхування домашнього майна, автотранспорту, медичного страхування. При чому це відбувається, як правило, на добровільних засадах.

Зовсім інша ситуація в Україні. Якщо страховики європейських країн прагнуть укласти з однією сім'єю 5-6 договорів страхування, то для вітчизняних страховиків мрією є залучення якомога більшого кола страхувальників до укладання першої угоди. Питома вага забезпечення страховим захистом будівель і споруд приватного сектора складає всього 1%, методичним страхуванням охоплено 2% населення, страхуванням життя – 7%, страхуванням від нещасних випадків – 7%, страхуванням туристів – 8% і страхуванням автокаско – 8%[2, с.25-26]. Не краща ситуація зі страхуванням ризиків юридичних осіб.

Наведені дані та критичні оцінки авторів свідчать не тільки про низький рівень розвитку страхового ринку України, відсутність традицій страхування та зневагу до свого здоров'я в населення, але й про значний потенціал його розвитку за умови загального економічного розвитку та подолання бідності в країні. Отже, основою розвитку страхового ринку та його ефективної інтеграції у світовий ринок, є розвиток економіки країни, досягнення відповідного рівня ВВП на душу населення та покращення інвестиційного клімату.

Однак на сьогодні особливістю нашого суспільства є те, що будь-які, навіть найбільш прогресивні новації, законодавчі чи організаційні зміни в діяльності фінансового ринку в цілому та його секторів, бездоганні з формального боку та, збігаючись зі світовими стандартами, на тлі вітчизняних реалій практичного втілення дивовижним чином деформуються, приймають потворні форми, аж до перетворення у свою протилежність. Таким чином, крім законодавчих змін у страховій сфері, позитивний рух неможливий без

прискіпливої уваги суспільства до практичної реалізації законів, боротьби з корупцією та всебічної роботи, націленої на розвиток страхової культури суспільства.

## 1.5. Реформування депозитарної системи України як інституту інфраструктури фінансового ринку

Депозитарна система України, починаючи з моменту зародження, п’ятнадцять років тому, зазнавала нескінченних змін. Сучасний стан пов'язаний з такою значною подією, як вступ у дію з 12 жовтня 2013 року всіх положень довгоочікуваного та багатостраждального закону, який визначив основні умови подальшого функціонування депозитарної системи України, як інституту фінансового ринку. Це Закон України «Про депозитарну систему України» від 6 липня 2012 року № 5178 – VI [36].

Важливість даного закону обумовлена тим, що його положення стосуються діяльності багатьох сегментів та учасників фінансового ринку, перш за все, фондового ринку, а також банківських установ, інститутів спільного інвестування та пенсійних фондів. Оскільки даний закон регулює також умови емісії та обліку цінних паперів, серед яких акції та облігації корпорацій, державні та муніципальні облігації тощо, стає зрозумілим, що його вимоги прямо стосуються умов функціонування акціонерних товариств, а також НБУ. Таким чином, введення в дію Закону «Про депозитарну систему України» передбачає суттєві зміни в основних законах, що регулюють господарську діяльність у країні, серед яких Цивільний кодекс, Господарський кодекс, Закон «Про акціонерні товариства», Закон «Про банки та банківську діяльність», Закон «Про цінні папери та фондовий ринок» тощо.

Закон «Про депозитарну систему України» містить шість розділів та 31 статтю, серед яких найбільш важливими для аналізу автори вважають новели, у яких зазначені види депозитарної

діяльності (ст. 3) та учасники депозитарної системи України (ст. 9-15). Положення цих статей через їхню принципову значущість будуть у фокусі уваги подальшого дослідження.

Але перш ніж коментувати дані статті та закон у цілому зазначимо, що прийняттю даного закону передував довготривалий процес становлення депозитарної системи України, що супроводжувалось на всіх етапах як гарячими дискусіями між учасниками фондового ринку, серед яких були представники Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку -ДКЦПФР (у сучасному стані - Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку - НКЦПФР), керівництво Професійної Асоціації реєстраторів і депозитаріїв - ПАРД , а також депутати Верховної Ради та інші, так і різними зіткненнями та сутичками між зацікавленими сторонами, безпосередніми учасниками, або, як тепер кажуть, «гравцями» депозитарної системи того часу.

Водночас мали місце спроби наукового осмислювання проблеми та обґрунтування різних ідей та пропозицій щодо формату створення депозитарної системи України.

У науковій політиці із зазначеної проблематики автори брали участь та висловлювали своє бачення моделі створення депозитарної системи України [37]. Погляди авторів доповідалися на міжнародному науково-практичному семінарі «Стратегія розвитку фінансових ринків країн СНД» – Одеса – 29 – 30 вересня 2011 року. Конкретні пропозиції сформульовано у статті « Сучасні проблеми реформування депозитарної системи України» [37, с. 9-16]. Цікавим для авторів стало питання: наскільки їхні погляди можливо зіставити із закріпленими тепер законодавчо нормами функціонування депозитарної системи України? Чи співпадають вони або в чому різниця між пропозиціями авторів та моделлю, що закладена у прийнятому Законі? Пошук відповіді на ці питання потребує не тільки всебічного критичного розгляду нового закону, але й

з’ясування умов виникнення в країні та сучасного положення сторін, які брали участь у «депозитарних війнах».

Задля формування обґрунтованої позиції щодо оцінки нещодавно введеного в дію Закону «Про депозитарну систему України» необхідно звернутися до теоретичного підґрунтя функціонування депозитарної системи та світового досвіду, для з’ясування відповідності вітчизняної моделі до Світових та Європейських стандартів.

Перш за все, визначимо місце та роль депозитарної системи у функціонуванні ринкової економіки.

Депозитарна система будь-якої країни, як важливий інститут інфраструктури фінансового ринку, є невід'ємною частиною та загальною умовою функціонування фондового ринку. Саме депозитарію належить виконання такої функції, як захист та гарантія прав інвесторів, починаючи з пересічного громадянина, володіючого невеликою кількістю акцій, і завершуючи таким великим гравцем, як держава, яка, доки продовжується приватизаційний процес, є одним із найбільш значних власників. Ефективне функціонування депозитарної системи є запорукою реалізації принципів прозорості та справедливості стосовно цін на інвестиційні ресурси. Можливість залучення інвестицій на фондовому ринку є безумовною потребою вітчизняних підприємств. Надійне функціонування фондового ринку, спираючись на розвинену інфраструктуру з відповідним механізмом діяльності депозитарної системи, стає міцним двигуном економічного розвитку країни в цілому.

Депозитарна система, яка склалася раніше в країні, була децентралізованою і характеризувалася різноманітністю існуючих організаційних форм, спеціалізації та технологій, що ускладнювало гарантування прав інвесторів на цінні папери, які зберігаються у депозитаріях, та якість і надійність обслуговування угод між професійними учасниками фондового ринку. Інакше кажучи, система депозитарного обслуговування України не відповідала власним

функціям та потребувала реформування. Напрямки та конкретні дії на шляху реформування вітчизняної депозитарної системи останнім часом були предметом гострих дискусій, які підсилюються непослідовними практичними діями уряду та держрегулятора.

Огляд публікацій, ураховуючи статті у популярних вітчизняних засобах масової інформації, свідчив про те, що суспільна думка України щодо принципових напрямків реформування національної депозитарної системи поділилася на протилежні погляди. Для з'ясування умов виникнення взаємоунеможливлюваних підходів, подальшого дослідження боротьби альтернативних ідей, з метою напрацювання аргументації для формування власних поглядів звернемося до характеристики структури депозитарної системи України, яка існувала до перетворень, що передбачені новим Законом «Про депозитарну систему України».

Депозитарна система України на той час мала два рівні: нижній рівень - зберігачі та реєстратори (які продовжували свою діяльність, що було пов'язано з обігом ще існуючих іменних цінних паперів), верхній рівень - Національний депозитарій України (НДУ), Національний Банк України (НБУ) та Всеукраїнський Депозитарій цінних паперів (ВДЦП). (Рис. 1.4).

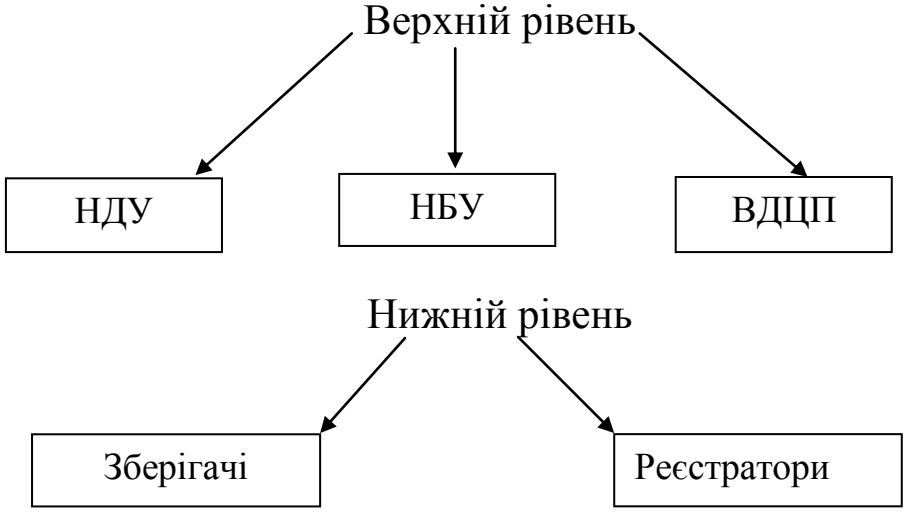



Рис. 1.4 Національна депозитарна система України

Елементами нижнього рівня були зберігачі та реєстратори іменних цінних паперів, місією яких було забезпечення функціонування єдиної цілісної системи обліку прав власності на цінні папери та недопущення порушень цих прав. Слід зазначити, що на той час зі статусом реєстраторів існували певні протиріччя, а саме - всупереч положенням Закону України «Про акціонерні товариства», які передбачали припинення обігу документарних цінних паперів та функціонування інституту реєстраторів, діяльність останніх продовжувалася повною мірою. Це було пов'язано як з обігом існуючих іменних цінних паперів, так із правами, які зазначені в ліцензіях, що у свій час були видані ДКЦПФР строком на 5 років та мають юридичну силу до його закінчення.

Верхній рівень мав призначення здійснювати контроль за корпоративними цінними паперами і муніципальними облігаціями, провадити депозитарну діяльність з державних цінних паперів, установлювати відносини із зарубіжними депозитарними установами, а також займатися кодифікацією та стандартизацією.

Виходячи з даної структури, зосередимося далі на характеристиці зазначених елементів верхнього рівня депозитарної системи, навколо якого і точилися так звані «депозитарні війни». Для того щоб розібратися, у чому причини та суть конфліктів, чому існували вкрай різні бачення формату діяльності учасників верхнього рівня депозитарної системи України звернемося до історії питання, тобто розглянемо його генезис.

Якщо дотримуватися хронологічного підходу, то в розвитку депозитарної системи України можна виділити декілька етапів. Початок процесу формування ринку цінних паперів в Україні був історично пов'язаний з днем 18 липня 1991 року, коли Верховна Рада прийняла Закон України «Про цінні папери та фондову біржу», який став першим законодавчим документом, що офіційно регулював діяльність у даній сфері [38]. Необхідність створення централізованої системи депозитарного обліку цінних паперів і розрахунків за

угодами з цінними паперами виникла у 1995 році, коли в Україні закінчувалася масова приватизація і була сформована система обліку цінних паперів, заснована на веденні реєстрів власників іменних цінних паперів незалежними реєстраторами. На думку фахівців, це вже тоді не відповідало потребам учасників фондового ринку. Ось чому в 1996 році групою засновників, серед яких – великі торговці цінними паперами, банки тощо, було розроблено основні напрямки та принципи створення центрального депозитарію, визначено його функції та організаційно-правовий статус. У березні 1997 році ці засновники створили депозитарій - Міжрегіональний фондовий союз (МФС). Важливо те, що його створення було підтримано Національним Банком України, який став одним із засновників. У той же час в Верховній Раді було розглянуто та прийнято Закон України «Про національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» [39]. Таким чином, депозитарій МФС був створений раніше, ніж був прийнятий відповідний Закон, при цьому МФС повністю відповідав вимогам профільного нормативного акту. На той час і учасники ринку і регулятори були впевнені, що створили центральний депозитарій України. І хоча первісно проектом закону передбачалось існування в Україні декількох депозитаріїв, однак в останній момент до нього було внесено і закріплено законодавчо пропозиція про створення Національного депозитарію та передбачено бюджетне фінансування розвитку депозитарної системи України [40].

У подальшому події розвивалися в такий спосіб. В травні 1999 року було створено ВАТ « Національний депозитарій України» ( НДУ). Реакціє на цю подію було підписання між урядами України і США і за участю Всесвітнього Банку спеціального Меморандуму про взаєморозуміння, основною метою якого було створення в Україні єдиного центрального депозитарію. Документом передбачалось, що останній належатиме та буде керуватися, переважно, професійними учасникам ринку цінних паперів. [41]. При цьому сторони не

заперечували проти створення Національного (тобто державного) Депозитарію України, однак домовилися, що протягом часу дії Меморандуму (до 2010 року) той не буде виконувати жодних комерційних функцій, а буде займатися винятково кодифікацією, стандартизацією та встановленням відносин з депозитарними установами інших країн. Але в січні 2006 року український уряд зазначений Меморандум в однобічному порядку розірвав, незважаючи на погляди ні партнерів із ЦЗАГО та Всесвітнього Банку, ні учасників фондового ринку. Розрив Меморандуму був потрібен з однією метою - надати НДУ право на ведення комерційної діяльності, під яку вже була підготовлена спеціальна державна програма, на виконання якої передбачалося виділення 2 млрд. грн. ( в тому числі 900 млн. бюджетних коштів). Проте, не дивлячись на отримання ліцензії та режим максимального сприяння з боку держави, НДУ ніяк позитивним себе не проявив. Ринкова частка депозитарію так і залишилася мізерною ( 0,75% депозитарних послуг вітчизняного ринку на кінець 2006 року), а діяльність - збитковою. У той же час, працюючи паралельно з ним, МФС займав майже 99% ринку. [41] При цьому НДУ намагався позиціонувати себе як певний регулюючий орган, установлюючи різноманітні стандарти.

У 2008 році з метою виведення депозитарної системи на новий рівень, що вимагало значних капіталовкладень, був створений Всеукраїнський Депозитарій цінних паперів ( ВДЦП), акціонером якого погодився стати Національний Банк України (НБУ), через який держава стала контролювати 22,83% акцій депозитарію. Крім НБУ акціонерами ( засновниками) ВДЦП є: Українська міжбанківська валютна біржа, Перша фондова торговельна система ( ПФТС) та 19 великих вітчизняних банків.

У жовтні 2009 року ВДЦП здійснив дружнє поглинання МФС, прийнявши в порядку право–успадкування на себе майнові права, обов'язки з обслуговування клієнтів МФС і виконання депозитарної і розрахунково-клірингової діяльності. ВДЦП обслуговує на сьогодні

левову частку випусків корпоративних цінних паперів, займаючи 87% ринку, здійснює кліринг за угодами всіх 10 діючих в Україні бірж, проводить грошові розрахунки за цими угодами [42].

Таким чином, в Україні склалася ситуація, коли, всупереч потребам фондового ринку, депозитарні інститути були не в змозі виконувати властиві їм функції ефективно. Замість чіткої, скоординованої співпраці в Україні спостерігалася недобросовісна конкуренція між ВДЦП, як спадкоємця МФС, та НДУ і спроби знищити одне одного.

З часом усі учасники усвідомили, що існує потреба в реформуванні депозитарної системи країни, але кожен бачив шляхи реформування на свій розсуд.

Перед тим як розглядати, у яких конкретних законопроектах конкретизувалися позиції зазначених учасників, вважаємо за доцільне познайомитися з принципами створення депозитарних систем різних країн світу. Якщо звернутися до світового досвіду функціонування депозитарної системи, то маємо наступну картину.

Залежно від специфіки законодавства тієї чи іншої країни, історичних традицій і особливостей формування національних фондових ринків, у світі існує декілька видів депозитарних систем. Рівень їхньої централізації або децентралізації визначається наявністю чи відсутністю єдиного центрального депозитарію і відмінностями в позиціюванні депозитарних установ.

На сьогоднішній день у розвинених країнах світу обслуговування 95% фондового ринку забезпечується центральними депозитаріями. У Європі функціонує близько 30-ти центральних депозитаріїв, а в усьому світі в цілому – близько 100.

Розглянемо декілька моделей депозитарних систем різних країн. Почнемо зі США, провідної з точки зору розвитку фондового ринку країни. Роль центрального депозитарію за корпоративними паперами виконує розрахунковий депозитарій (ОТСС), а для державних цінних паперів ці функції виконує Федеральна резервна система. ОТСС -

холдингова компанія, що належить найбільшим операторам фондового ринку та є основною компанією, яка здійснює кліринг, розрахунки і надання депозитарних послуг по акціях, державних, муніципальних і корпоративних боргових інструментах, паях взаємних фондів, інструментах грошового ринку та іншим активам на біржовому і позабіржовому фондовому ринку. До неї належать одна депозитарна і п'ять клірингових компаній, зокрема і депозитарно–трастова компанія БТС, створена в 1973 році, яка є найбільшим депозитарієм не лише в США, але й у світі. Надаючи послуги з цінних паперів, прийнятих на зберігання, вона реєструється як номінальний утримувач у реєстрі власників цінних паперів емітента. Відмінною рисою американського ринку цінних паперів є чітке розмежування функцій депозитарію і кастодіана[1], необхідність використання якого в США є строго обов'язковим і закріплено законодавчо для інституційних інвесторів. За рахунок цього підвищується надійність зберігання й обліку прав власності на цінні папери колективних інвесторів (інвестиційних, пенсійних фондів і трастових компаній).

Наступний приклад - Японія, де всі акції японських корпорацій є іменними цінними паперами. Поправками, що були внесені у 1990 році до Комерційного кодексу країни, випуск урядових акцій був заборонений. Ведення реєстру власників акцій здійснюють компанії - емітенти або реєстратори. Акції можуть бути зареєстровані як на ім'я власника, так і на ім'я номінального утримувача. Провідну роль у розрахунках по корпоративних цінних паперах і реєстрації прав власності на акції відіграє в Японії центральний депозитарій, створений у 1984 році. Спочатку він був створений як некомерційна організація, але у 2002 році був перетворений в акціонерне товариство (корпорацію), акціонерами якого стали професійні

**[1] Кастодіан - "розвинений депозитарій", який надає широкий спектр високоякісних послуг, що виходить за межі функціональних обов'язків звичайного депозитарію**

учасники ринку цінних паперів, а держава лишилася власної долі. Сплачений статутний капітал складає 42,5 млрд. ієн (близько 408 млн. дол.)

Що стосується країн Євросоюзу, то тут фахівці визначають високу міру фрагментарності інфраструктури клірингу і розрахунків. Хоча вона і знаходиться в стадії консолідації, кількість всіляких національних і міжнародних організацій, які надають послуги клірингу і розрахунків, як і в минулі роки, велика (неабиякою мірою це є наслідком складності процесів інтеграції і гармонізації законодавств країн). Наприклад, існує 19 центральних депозитаріїв та міжнародних центральних депозитаріїв, які надають різноманітні види послуг і мають різну структуру управління. У деяких країнах - членах Євросоюзу клірингові будинки функціонують окремо від центральних депозитаріїв, у той час як в інших країнах кліринг і розрахунки поєднуються в рамках однієї організації. В окремих країнах структури, що надають послуги з централізованого клірингу і розрахунків, є приватними, тоді як в інших країнах вони перебувають у власності держави. Проте об'єктивне прагнення до інтеграції фінансових ринків країн Євросоюзу вже привело до появи транснаціональних фінансових інститутів, які забезпечують проведення централізованого клірингу та розрахунків за операціями з цінними паперами, що обертаються як на національних, так і на загальноєвропейському ринках. При цьому простежується тенденція до превалювання недержавних учасників у капіталах депозитарних організацій.

Іншим прикладом може слугувати досвід Китаю. У цій країні головними торговельними майданчиками є Шанхайська фондова біржа, Шеньчженська фондова біржа та Міжбанківський ринок облігацій. Організаціями, що здійснюють облік цінних паперів і розрахунок за трансакції з ними, є Китайська депозитарна і клірингова корпорація з цінних паперів та Китайська державна депозитарна трастова і клірингова корпорація з цінних паперів.

Перша надає послуги за всіма цінними паперами, що торгуються на біржовому ринку, друга - обслуговує тільки міжбанківський ринок облігацій, тобто поділ є за інструментами.

Значний інтерес викликають тенденції розвитку депозитарного ринку в Росії. У червні 2010 акціонери Розрахункової палати Московської міжбанківської валютної біржі (ММВБ) на річних зборах проголосували за приєднання до компанії ЗАТ »Національний Депозитарний Центр». Нова структура здобула статус «небанківська кредитна організація» і стала називатися «Національний розрахунковий депозитарій» (НРД), який фактично був призначений виконувати функції центрального депозитарію Російської Федерації. Основним акціонером нової компанії стало ЗАТ "ММВБ", при цьому широке коло акціонерів отримало можливість мати по одній акції і брати участь в управлінні розрахунковим депозитарієм через механізм акціонерної угоди. Держава в капіталі НРД не має власної частки [40, 43].

Розгляд світового досвіду створення депозитарних систем засвідчує, що в більшості країн характерною є модель, у якій головна роль у депозитарній системі належить безпосередньо учасникам ринку, а не державі. Більше того, у вирішенні питання реформування депозитарної системи в Україні міжнародні організації, зокрема Світовий банк, враховуючи світовий досвід, наполегливо рекомендували Україні при подальшому розвитку депозитарної системи вилучити бюджетне фінансування та створити центральний депозитарій на базі ВДЦП як структури, котра контролюється ринком.

Щодо розвитку і поширення самої концепції центрального депозитарію, то своєрідним поштовхом тут стала доповідь «Групи 30 - ти» - міжнародної неурядової групи експертів з питань міжнародної фінансової системи. У 1989 році вона опублікувала рекомендації з систем клірингу і розрахунків за операціями з цінними паперами на світових фінансових ринках. Однією з них була рекомендація щодо

створення центрального депозитарію на кожному національному ринку. Згодом ці рекомендації уточнювалися і доповнювалися, і в 1999 році Міжнародна асоціація з питань обслуговування цінних паперів (ISSA) опублікувала вже оновлені Рекомендації «Групи 30-ти». У них була дещо розширена рекомендація, що стосується центрального депозитарію (рекомендація № 3) у наступній редакції: "У кожній країні має функціонувати ефективний і розвинений центральний депозитарій, створений з метою досягнення найбільшої взаємодії з галуззю цінних паперів. Перелік інструментів, придатних для депонування, повинен бути широкий, наскільки це можливо. Іммобілізація або дематеріалізація фінансових інструментів повинна бути проведена в максимально можливій мірі. Якщо в одній країні існує кілька центральних депозитаріїв, вони повинні функціонувати відповідно до зіставлених між собою правил і практик діяльності, з метою зменшення розрахункових ризиків і досягнення ефективного використання фондів».

Узагальнюючи огляд досвіду різних країн, можна зазначити, що світовий досвід свідчить про існування різної архітектури депозитарної системи та різноманітних варіантів створення центрального депозитарію, його ролі, побудови системи клірингу тощо.

Наступним кроком розглянемо, на які моделі створення депозитарної системи орієнтувалися ініціатори проектів реформування депозитарної системи України, що були зареєстровані у Верховній Раді України протягом року, який передував прийняттю нового закону.

Навесні 2011 року народний депутат від фракції Партії регіонів Андрій Пінчук зареєстрував законопроект № 8510-1 «Про внесення змін у деякі закони про консолідацію Національної депозитарної системи», яким пропонувалось створити в Україні один депозитарій та надати йому повний спектр виключних прав монополіста, консолідуючого верхній рівень Національної депозитарної системи.

Об'єднаний центральний депозитарій, згідно з пропозицією регіонала, повинен був здійснювати обслуговування емітентів по всіх випущених в Україні цінних паперах у бездокументарній формі, а також розрахунково-клірингову діяльність, у тому числі післяторгове обслуговування біржових операцій.

Цей законопроект був альтернативним зареєстрованому раніше законопроекту №8510 «Про внесення змін до деяких законів України відносно Центральної депозитарної системи» депутата І. Просолова. Цей депутат ініціював законодавчу заборону депозитарію проводити розрахунки за угодами, укладеним на фондовій біржі, за винятком угод щодо цінних паперів, розміщених за межами України. Головне, кількість інших депозитаріїв у державі цей документ не обмежував на відміну від законодавчої ініціативи пана Пінчука [44].

Далі у Верховній Раді України був зареєстрований ще один законопроект №9428 від 8 листопада 2011 року, ініційований уже Кабінетом Міністрів України «Про систему депозитарного обліку цінних паперів», яким передбачено створення центрального депозитарію на базі НДУ у формі акціонерного товариства. Згідно з пояснювальною запискою до законопроекту, основним завданням проекту є створення централізованої системи в Україні, уніфікація принципів і порядку здійснення діяльності учасників депозитарної системи та взаємодії між ними. Проектом закону встановлені мінімальні вимоги до статутного капіталу центрального депозитарію, його виняткові повноваження, вимоги до його статуту, порядок і принципи формування органів його керівництва. Крім того, проект Закону, на думку уряду, установлює механізми захисту від розкриття та розголошення інформації і системи депозитарного обліку емісійних цінних паперів, передбачає застосування електронного документообігу [45] .

Надалі до Верховної Ради був наданий для розгляду ще один законопроект № 9428 – 1 «Про депозитарну систему України», розроблений сумісно народним депутатом С. Терьохіним (БЮТ) і

Професійною асоціацією реєстраторів та депозитаріїв (ПАРД). Проект був розроблений як альтернативний урядовому тому, що останній, за ствердженням ПАРД, призведе до порушень прав власності на цінні папери та монополізації ринку депозитарної діяльності, що загрожує системною фінансовою кризою.

За проектом №9428–1, Центральний депозитарій є юридичною особою, яка створюється і функціонує як підприємницьке товариство. Така форма дозволить запобігти корпоративним конфліктам та незаконним спробам залучити над ним контроль. ПАРД вказував також на те, що урядовий законопроект створює механізм для приховування відносин контролю над підприємством та одержання тіньових доходів від їх діяльності шляхом передачі прав за цінними паперами. Альтернативний урядовому законопроект «Про депозитарну систему України» передбачав одночасний облік прав на цінні папери і прав по цінних паперах депозитарними установами та здійснення клірингу виключно центральним депозитарієм. І те, й інше експерти оцінювали як прогресивне нововведення [46].

Як бачимо, «депозитарні війни» розгорнулися саме навколо питання, на базі якого з діючих в Україні депозитаріїв буде створюватися Центральний депозитарій.

Спроби знайти остаточне рішення на той час не досягли результату, гострі дискусії продовжувалися [47].

Подальший хід подій, як звісно, привів до прийняття нового Закону «Про депозитарну систему України» у липні 2012 року, але ця подія не змогла покласти край зіткненням інтересів зацікавлених сторін. Навпаки, прийняття нового закону знову призвело до розколу позицій учасників фондового ринку. Думки з цього приводу протилежні – від повного неприйняття закону до його гарячої підтримки. Серед тих, хто підтримує закон, перш за все, державний регулятор, який в особі голови НКЦПФР Дмитра Тевелева впевнено рапортує про здійснення всіх організаційних заходів щодо практичної реалізації вимог закону. Успішність даного процесу не викликає у

керівника ніяких сумнівів [48]. Серед прихильників закону керівник Асоціації «Українські фондові торговці» Сергій Антонов, який вважає, що створення передбаченого законом нового учасника – Розрахункового центру - за запропонованою допомогою НБУ є найбільш доцільним. При цьому він спирається на те, що розрахунки на фондовому ринку через свою специфіку потребують створення спеціальної системи розрахунків по цінних паперах Securities settlement system – SSS, які повинні бути максимально інтегровані у так звану систему великих платежів – large value payment system – LVPS» аналогом якої в Україні є система електронних платежів НБУ [49].

Протилежну позицію займають ті, хто представляє інтереси фондових бірж, які в новаціях закону вбачають те, що держава через створення централізованої депозитарної системи, яка підпорядкована НБУ, отримує контроль над грошовими потоками та фактично створює монополію на такі функції, як кліринг та розрахунки з угодами з фінансовими інструментами.

Спробуємо розібратися, яка ж із цих позицій найбільш об’єктивно відображає стан, що складається в Україні надалі.

Безумовно, із набранням чинності Закону «Про депозитарну систему України» № 5178 від 6 липня 2012 року розпочнуться докорінні зміни в національній системі України.

Даний закон змінює правила гри на ринку цінних паперів. Зміни стосуються як порядку набуття прав на цінні папери та їх передачі, так і системи учасників депозитарної системи України.

Емітентам та власникам цінних паперів необхідно звернутися до суб’єктів, які забезпечували зберігання їхніх цінних паперів, адже починаючи з 12 жовтня 2013 року перестають діяти ліцензії на провадження депозитарної діяльності депозитарію цінних паперів, депозитарної діяльності зберігача цінних паперів, діяльності з ведення реєстру власників іменних цінних паперів та розрахунково–клірингової діяльності. Такі новини призведуть також до змін у

порядку реєстрації, реорганізації та припиненні акціонерних товариств. У зв'язку з цим власники та емітенти цінних паперів повинні до набрання чинності Закону, укласти всі необхідні договори з новими учасниками депозитарної системи, тому що у другому розділі закону передбачено виникнення нових учасників, таких як Центральний депозитарій, депозитарні установи та розрахунковий центр. Власне, ці суб'єкти покликані забезпечити функціонування депозитарної системи та зобов'язані здійснювати реєстрацію та облік прав за цінними паперами, надання підтверджень щодо прав на цінні папери, супроводження здійснення розрахунків за цінними паперами та інші дії.

Відповідно до п. 13 Перехідних положень закону з дня передачі глобального сертифіката на зберігання Національному депозитарію України, Національний депозитарій України вважається правонаступником прав та обов'язків інших депозитаріїв за договорами про обслуговування емісії цінних паперів, укладеними між емітентами та депозитаріями. Таким чином, Національний депозитарій України буде здійснювати депозитарний облік усіх емісійних цінних паперів.

Також законом передбачено анулювання ліцензій на провадження депозитарної діяльності зберігача цінних паперів, діяльності з введення реєстру власників іменних цінних паперів та розрахунково–клірингової діяльності з дня набрання чинності закону. Реєстратори та зберігачі, які мали ліцензії на провадження відповідного виду діяльності, повинні припинити свою діяльність або подати НКЦПФР необхідні для видачі нових ліцензій документи. Якої кількості професійних учасників торкається ця заборона їхньої раніше ліцензованої діяльності демонструють дані звіту НКЦПФР за 2012 рік (табл. 1.12). Природньо, що припинити свою діяльність чи змінити її відповідно до вимог нового закону доведеться і ПАРД – саморегулівній організації, що об'єднувала реєстраторів та депозитарієв.

Таким чином, структура депозитарної системи України набуває іншої конфігурації. Згідно з положеннями Закону «Про депозитарну систему України», її структура, на погляд авторів, може бути відображена таким чином (рис. 1.5).Як бачимо, у даному форматі реалізована головна ідея – створення центрального депозитарію, що можна вважати початком, яке об'єднує проекти з усіх варіантів. Але на цьому об'єднуюча складова закінчується. По-перше, у даному форматі Центральний депозитарій стає не підприємницьким товариством, а установою, яка буде підконтрольною державі (70 % акцій НБУ, на основі якого передбачено створення Центрального депозитарію, належить державі). Але це не головна загроза. Найбільше занепокоєння у критиків закону викликає набір покладених на депозитарій функцій, на думку яких «ухвалена редакція закону створює неповноцінний за функціями ЦД. У всьому світі такі функції, як грошові розрахунки за позабіржовими операціями «поставка проти платежу», виплати доходів на цінні папери, виплати за погашеними облігаціями тощо виконують самостійно ЦД» [15]. Але в новому Законі «Про депозитарну систему України» таких функцій у центрального депозитарію не існує, тобто його лишили зазначених функцій. Що ж залишилось? Лише врахування прав власності та зберігання цінних паперів на рахунках.

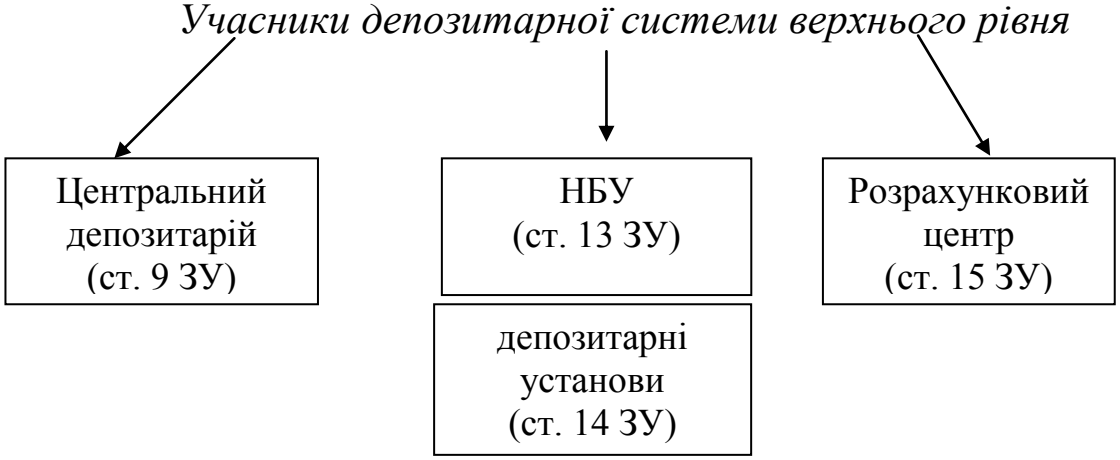



Рис.1.5 Сучасна структура депозитарної системи України (складено авторами)

По-друге, новий депозитарій планують створити на основі НБУ, якому, як було зазначено раніше, депозитарії мають передати всі цінні папери, які перебувають у них на обслуговуванні. При цьому, не врахувавши інтереси ВДЦП, на обслуговуванні в якому станом на 01.01.2012 року перебувало близько 75 % випущених на українському фондовому ринку корпоративних цінних паперів. Безумовне домінування ВДЦП наочно демонструють дані звіту НКЦПФР за 2012, які містяться в таблиці 1.13.

Фахівці вважають, що це неминуче призведе до того, що інвестиції акціонерів ВДЦП, які роками вкладались у створення цього бізнесу, та інвестиції депонентів в інтеграцію з депозитарною системою ВДЦП «будуть помножені на нуль». При тому, що ВДЦП технологічно набагато сильніший від НБУ і держава буде заново створювати технології в НБУ на кошти держбюджету та держбанків.

Але найбільший конфлікт, закладений у прийнятому законі, ховається в нормах, які передбачають створення нового учасника,– організації, яка має назву «Розрахунковий центр з обслуговування договорів на фінансових ринках». Ця організація є елементом інфраструктури, за якою закріплюються функції клірингу та центрального контрагента. Клірингові функції будуть монополізовані розрахунковим центром, який буде безпосередньо підконтрольним державі. Тобто в законі чітко зазначено, що в Україні може бути тільки один розрахунковий центр.

У країнах з розвиненим фондовим ринком центрального контрагента, як було зазначено раніше, найчастіше створює сама біржа, вона виконує функцію клірингу. Але у варіанті, передбаченому новим українським законом, для цього створюється зовнішня структура – розрахунковий центр, який отримує право на повну монополію. За цих умов «біржі матимуть можливість запускати лише ті продукти, які може і захоче реалізовувати розрахунковий центр. Таким чином, конкуренція між біржами знищується», – вважають представники професійних учасників [50].

Світова практика свідчить про те, що грошовими розрахунками та операціями з цінними паперами має займатися центральний депозитарій, адже в такому разі краще реалізується схема ППП.

Ураховуючи те, що набуття чинності закону загрожує біржовим майданчикам не лише обмеженням їх автономності, але й суттєвою втратою доходу, експерти передбачають песимістичні варіанти подальшого розвитку українського фондового ринку.

Таблиця 1.12

Динаміка кількості виданих ліцензій за видами професійної діяльності на фондовому ринку

| Вид професійної діяльності на фондовому ринку | Кількість професійних учасників фондового ринку | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | Станом на 31.12.2008 | Станом на 31.12.2009 | Станом на 31.12.2010 | Станом на 31.12.2011 | Станом на 31.12.2012 |
| Торгівля цінними паперами | 815 | 737 | 763 | 733 | 647 |
| Депозитарна діяльність зберігачів цінних паперів | 256 | 297 | 372 | 384 | 369 |
| Діяльність з ведення реєстрів власників цінних паперів | 380 | 367 | 297 | 188 | 134 |
| Діяльність з управління активами | 411 | 389 | 361 | 360 | 358 |
| Депозитарна діяльність депозитаріїв цінних паперів | 2 | 3 | 2 | 2 | 2 |
| Розрахунково-клірингова діяльність | 2 | 3 | 2 | 2 | 2 |
| Організація торгівлі | 11 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| Усього | 1877 | 1806 | 1807 | 1679 | 1522 |

Звіт НКЦПФР за 2012 р.

Таблиця 1.13

Деякі кількісні показники депозитарної діяльності у 2009-2012 роках*

| Показники | Назва депозитарію | Станом на 31.12.2009 | Станом на 31.12.2010 | Станом на 31.12.2011 | Станом на 31.12.2012 |
|---|---|---|---|---|---|
| Кількість знерухомлених цінних паперів, випуски яких зареєстровані у документарній формі, що обслуговуються у депозитаріях (млн шт.) | ПрАТ «ВДЦП» | 372597 | 302236 | 109803 | 54879 |
| | ПАТ «НДУ» | 6390 | 24928 | 27433 | 10137 |
| Кількість випусків цінних паперів, зареєстрованих у документарній формі існування, цінні папери яких знерухмлені та обслуговуються депозитаріями (шт.) | ПрАТ «ВДЦП» | 3903 | 2793 | 1611 | 1301 |
| | ПАТ «НДУ» | 22 | 77 | 54 | 35 |
| Кількість цінних паперів, випуски яких зареєстровані у бездокументарній формі існування, що обслуговуються у депозитаріях (млн.шт.) | ПрАТ «ВДЦП» | 1006951 | 1763140 | 2144669 | 2222749 |
| | ПАТ «НДУ» | 13294 | 86203 | 270549 | 963484 |
| Кількість випусків цінних паперів, зареєстрованих у бездокументарній формі існування, цінні папери яких обслуговуються депозитаріями(шт.) | ПрАТ «ВДЦП» | 4576 | 6258 | 8055 | 8436 |
| | ПАТ «НДУ» | 209 | 2136 | 4234 | 4962 |

Звіт НКЦПФР за 2012р.

Серед професійних учасників існують побоювання, що в планах регулятора вже є створення єдиного і контрольованого торговельного майданчика, що за умови монопольного стану останнього може призвести до падіння якості та динаміки розвитку фондового ринку України.

На відміну від песимістичної оцінки з боку критиків нового Закону, регулятор, тобто Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, сприймає майбутнє оптимістично, посилаючись на позитивну оцінку міжнародного товариства напрацювань вітчизняного фондового ринку в частині модернізації системи депозитарного обліку. Так, зі слів голови НКЦПФР Дмитра Тевелева, у березні 2013 року Національний депозитарій України представив Закон «Про депозитарну систему України» на засіданні Асоціації європейських центральних депозитаріїв (ECSDA), авторитетної депозитарної інституції в європейському просторі, що об'єднали провідні депозитарні установи Австрії, Німеччини, Іспанії, Франції, Польщі та інших європейських країн. Презентація НДУ охоплювала як загальну структуру Закону, перелік ключових статей, так і найбільш важливі моменти, що стосуються конфігурації майбутньої депозитарної системи, її учасників та їхніх взаємин, створення і функцій Центрального депозитарію та розрахункового центру, а також ролі держави в цих процесах. Закон був схвалений членами Асоціації депозитаріїв та отримав позитивний відгук Голови ECSDA пана Джоеля Мерера, який зазначив, що «Україна впровадивши дану законодавчу ініціативу, просунулася значно вперед низки європейських країн щодо забезпечення функціонування системи депозитарного обліку цінних паперів» [48].

Для того щоб визначити своє ставлення до нового Закону «Про депозитарну систему України» та наведених полярних оцінок, повернемося до питання, яке було зазначено спочатку, наскільки прогнози, а точніше гіпотези авторів щодо моделі реформування депозитарної системи збулися, чи були підтверджені подальшими

подіями. У попередній статті автори повідомляли, що вважають недоцільними та контрпродуктивними спроби створення в Україні центрального депозитарію на базі Національного депозитарію України і поділяють негативні оцінки урядового проекту з боку ПАРД. На наш погляд, найбільш плідним буде створення центрального депозитарію України на основі двох уже існуючих депозитаріїв - Усеукраїнського депозитарію цінних паперів та Національного депозитарію України, що дозволить поєднати переваги обох структур та збалансувати інтереси всіх учасників ринку–держави, професійних учасників, емітентів та інвесторів [37].

Як бачимо, пропозиції, які висловлювали автори, залишилися поза увагою творців прийнятого закону. На жаль, його основою слугувала модель, яка була запропонована Кабміном України в урядовому проекті.

Але робити остаточні висновки щодо наслідків введення закону «Про депозитарну систему України» автори вважають передчасними. Наскільки справедливі оптимістичні оцінки регулятора або побоювання критиків можливо буде судити, лише досліджуючи показники подальшої динаміки функціонування учасників фондового ринку України.

# РОЗДІЛ 2. УПРАВЛІННЯ СТІЙКИМ РОЗВИТКОМ ТА АНТИКРИЗОВЕ ФІНАНСОВЕ УПРАВЛІННЯ ПІДПРИЄМСТВОМ

## 2.1. Формування системи управління стійким розвитком підприємства

Стабільність функціонування та динаміка розвитку підприємства визначається тим, на скільки узгоджена діяльність підсистем підприємства. Рівень розвитку підприємства прямо пропорційний ефективності системи управління.

Дослідження питання формування системи управління стійким розвитком підприємств в умовах невизначеності набуває особливої актуальності на сучасному етапі розвитку. Для її вирішення необхідні глибокі економічні дослідження й розробка нових механізмів управління, методичних підходів з визначення, оцінки і прогнозування стійкості розвитку підприємств.

У вітчизняній та зарубіжній науковій літературі є багато досліджень, які розглядають вплив невизначеності, ризикових і кризових ситуацій на діяльність підприємства і вироблення напрямів його стійкого розвитку. Розробкою наведених питань займалися В.П. Савчук, І. А. Бланк, В.Є. Момот, В. В. Ковальов, В.О. Василенко, Л.Г. Мельник, В.В.Шеметов, А.А. Панасюк, В.Ф. Гамалій, І.В. Ніколаєв, Л.О. Лігоненко та інші.

Для оцінки рівня стійкості підприємства, вибору фінансової стратегії в західній економічній літературі використовуються низка моделей, застосування яких в умовах вітчизняної економіки неможливо без попереднього коректування. Більшість із них є статичними, носять емпіричний характер. В умовах перехідних процесів важливо мати у своєму розпорядженні моделі, що описують стійкість підприємства, його динамічний розвиток у часі (з урахуванням факторів зовнішнього й внутрішнього середовища).

Незважаючи на розробленість теорії антикризового управління підприємством та фінансової діагностики, багато питань, пов’язаних із формуванням системи управління стійким розвитком підприємства в умовах невизначеності, залишаються невирішеними. Цей факт зумовлює необхідність проведення подальших теоретико-методологічних і прикладних досліджень у цьому науковому напрямку.

### 2.1.1. Стійкість розвитку підприємства як економічної системи

При дослідженні економічної стійкості підприємство розглядається як система. Під системою розуміється сукупність (множина) об'єктів і процесів, які є елементами, взаємозалежними і взаємодіючими між собою. Вони утворять єдине ціле, що володіє властивостями, не характерними складовим його елементам, узятим окремо.

При використанні системного підходу підприємство представляється у вигляді цілеспрямованої системи – об'єднання в єдине ціле структурно упорядкованих частин (елементів), кожна з яких обов'язково володіє хоча б однією властивістю, що забезпечує досягнення цілей системи.

Сукупність можливих станів системи розглядається як простір станів (або фазовий простір) економічної системи, а координати цього простору називаються фазовими координатами. У фазовому просторі кожний його елемент повністю визначає стан економічної системи.

Поняття «стійкості» застосовується для опису сталості якої-небудь риси поводження системи, що розуміється в досить широкому змісті. Це може бути сталість стану системи (його незмінність у часі) або сталість деякої послідовності станів, властивих системі в процесі її руху. При цьому, важливою характеристикою динамічних систем є *стійкість*, що розглядається як властивість системи повертатися до

рівноважного стану або циклічного режиму після усунення збурювання, що викликало порушення останніх [1, 2].

Звідси випливає, що економічні суб'єкти прагнуть перевести економічну систему в оптимальний стан, розглядаючи його як рівновагу, що у даному контексті асоціюється зі стійкістю, однак вона не є центральною проблемою зазначеної концепції.

Стійкість економічної системи залежить від великої групи факторів. Втрата стабільності в загальному випадку може відбутися внаслідок зміни параметрів системи (біфуркації), через наявність зовнішніх впливів (зокрема, занадто значних або якісно несумісних із системою), або при порушенні зв'язків у системі, коли міняється її структура (структурна нестійкість).

Поняття стійкості найбільш повно може бути визначене в рамках теорії динамічних систем, згідно з якою процес розвитку будь-якої системи може бути визначений векторним полем у фазовому просторі, кожна точка якого задає стан системи, що еволюціонує (реальне або можливе). Точка, у якій стан системи не змінюється із часом, називається рівноважною. Стійкі стани рівноваги "притягають" до себе фазові криві — криві, утворені послідовними станами процесу. Інакше кажучи, якщо економічна система перебуває в стані стійкої рівноваги, то при збурювання зовнішнього середовища, що порушують його, вона повертається до свого первісного стану через певний проміжок часу. Якщо збурювання зовнішнього середовища буде занадто сильним, фазові криві системи можуть "притягти" інший стан рівноваги.

Стійкість системи залежить від великої групи факторів. Втрата стабільності в загальному випадку може відбутися внаслідок зміни параметрів системи (біфуркації), через наявність зовнішніх впливів (зокрема, занадто значних або якісно несумісних із системою) або при порушенні зв'язків у системі, коли міняється її структура (структурна нестійкість).

Таким чином, стійкість визначається як здатність системи зберегти свою якість в умовах середовища, що змінюється, і внутрішніх трансформацій (випадкових або навмисних). При цьому якість вимірюється з позицій цілей системи. Підтримка стійкості становить внутрішню мету економічної системи на відміну від зовнішньої, що характеризує взаємини із середовищем [3, 4]. Отже, система повинна бути організована так, щоб забезпечити власне виживання, стабільність у динамічному середовищі й одночасний розвиток, наближення до певної мети.

Стійкість підприємства – це комплексне поняття, наділене зовнішніми формами прояву, що формується в процесі всієї фінансово-господарської діяльності та перебуває під впливом безлічі різних факторів.

Дослідження стійкості являє собою властивість фінансового аналізу, а пошук внутрішньогосподарських можливостей, коштів і способів її зміцнення визначає характер проведення й зміст аналізу. Оцінка стійкості дозволяє зовнішнім суб'єктам аналізу визначити фінансові можливості підприємства на тривалу перспективу, що пов'язана з його загальною фінансовою структурою, ступенем її залежності від кредиторів і інвесторів, а також з умовами, на яких залучені й обслуговуються зовнішні джерела коштів.

Для комплексної оцінки стійкості підприємства необхідно визначати всі її складові. В умовах параметричної невизначеності стійкість підприємства як системи можна структурувати також у рамках простору станів (рис. 2.1).

Поточна стійкість підприємства визначається на конкретний момент часу; потенційна – пов'язана з перетвореннями з урахуванням зовнішніх умов, що змінюються; формальна створюється й підтримується державою, ззовні; реальна – в умовах конкуренції з урахуванням можливостей здійснення розширеного відтворення.

Поняття стійкості необхідно застосовувати щодо руху системи саме як її властивість мало відхилятися від заданої траєкторії руху у

фазовому просторі при малих збурюючих впливах з боку зовнішнього середовища. У цьому сенсі можна говорити про динамічну стійкість.

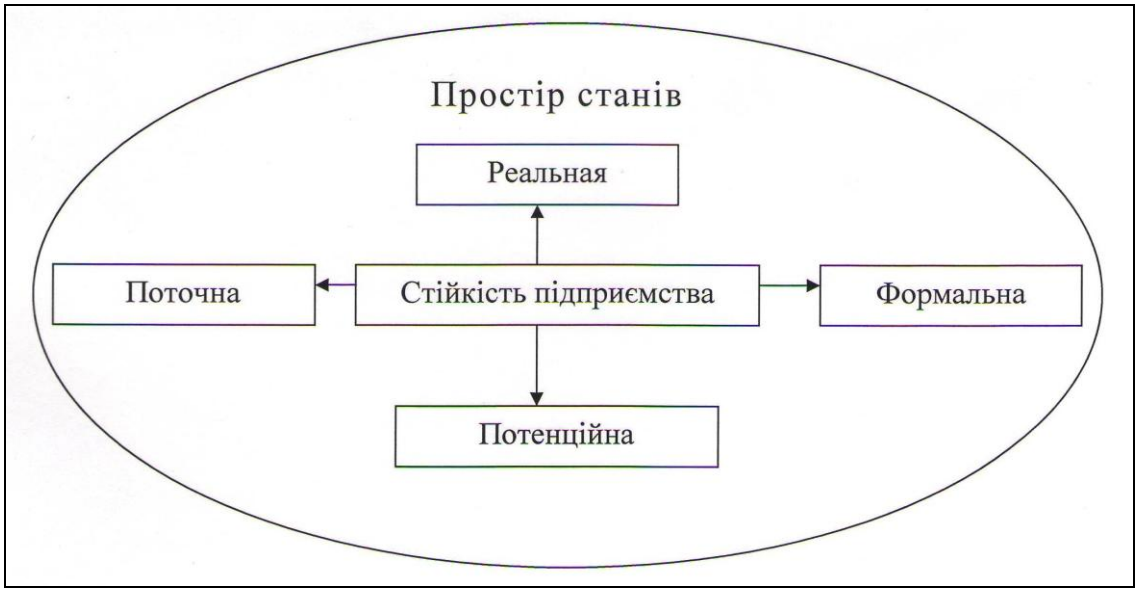



Рис. 2.1. Стійкість підприємства в рамках простору станів

Проведення дослідження стійкості функціонування підприємства як економічної системи обумовлює аналіз на всіх етапах розвитку. Підприємство являє собою складну систему, що складається з багатьох підсистем, тому й оцінка його стійкості повинна характеризуватися комплексністю підходу не тільки в реальному просторі станів, але й з використанням моделей економічної стійкості.

Розвиток економічних систем залежить від їхнього стійкого й ефективного функціонування в цей час і в майбутньому. Разом з тим, ринкове середовище характеризується невизначеністю й ризиками. Економічна дійсність щодня приносить нові свідоцтва інтенсивних змін в оточенні економічної системи (підприємства), що, у свою чергу, обумовлює необхідність оперативного реагування й пошуку методів управління й прогнозування розвитку економічних систем.

Перехід до ринкової економіки на практиці виявився дуже складним процесом для вітчизняних підприємств. Думки вчених-економістів про те, що ринкові відносини самі відрегулюють багато соціальних й економічних відносин у країні, виявилися

неспроможними. Особливо сильний вплив перехід до ринкової економіки зробив на промислові підприємства.

Сучасний етап розвитку характеризується тим, що можливості реалізації екстенсивних факторів росту багато в чому вичерпані, а ринкові відносини змушують підприємства випускати конкурентоспроможну продукцію й при цьому орієнтуватися на власні сили й можливості. Складна економічна ситуація змушує шукати й використовувати нові фактори зростання, що визначають розробку сучасних механізмів управління, спрямованих на інтенсифікацію відтворювального процесу й підвищення ефективності виробництва.

Стійкість функціонування підприємств є найважливішим питанням економічної науки й визначається численними факторами: соціально-економічними умовами господарювання, рівнем техніки й технології виробництва, наявністю науково-технічного потенціалу, кваліфікованого кадрового складу та ін.

Загальна стійкість підприємства в умовах ринку вимагає насамперед стабільного одержання виручки, достатньої за розміром, щоб розрахуватися з державою, постачальниками, кредиторами, працівниками та ін. Одночасно для розвитку підприємства необхідно, щоб після здійснення всіх розрахунків і виконання всіх зобов'язань у нього залишався прибуток, що дозволяє розвивати виробництво, модернізувати його матеріально-технічну базу, поліпшувати соціальний клімат і т. ін. Інакше кажучи, загальна стійкість підприємства припускає насамперед такий рух грошових потоків, що забезпечує постійне перевищення надходження коштів (доходів) над їхньою витратою (витратами).

Економічна стійкість підприємства – це комплексна його характеристика на певний період часу, що відображає здатність підтримувати ключові фінансові, маркетингові, виробничі й кадрові показники на нормативно заданому з високим ступенем імовірності

рівні під впливом збурювань зовнішнього й внутрішнього середовища.

Стійкий розвиток підприємства як системи – це процес змін, у якому використання ресурсів, реалізація інвестиційних проектів, організація науково-технічного розвитку й інших змін погоджені один з одним і зміцнюють нинішній і майбутній потенціал системи.

Тому, стійкість підприємства – це комплексне поняття, наділене зовнішніми формами прояву, що формується в процесі всієї фінансово-господарської діяльності та перебуває під впливом безлічі різних факторів.

Дослідження і прогнозування стійкості являє собою пошук внутрішньогосподарських можливостей, коштів і способів її зміцнення. Оцінка стійкості дозволяє зовнішнім суб'єктам аналізу визначити фінансові можливості підприємства на тривалу перспективу, що пов'язана з його загальною фінансовою структурою, ступенем її залежності від кредиторів і інвесторів, а також з умовами, на яких залучені й обслуговуються зовнішні джерела коштів.

Проведення досліджень щодо прогнозування та впливу зовнішніх і внутрішніх факторів на стійкість розвитку підприємства нами пропонується проводити за алгоритмом (рис. 2.2).

Стійкість розвитку можна конкретизувати як забезпечення рентабельної виробничо-комерційної діяльності підприємства за рахунок підвищення ефективності використання виробничих ресурсів і управління, стійкого фінансового стану за рахунок поліпшення структури активів, а також стабільного розвитку потужності підприємства й соціального розвитку колективу при самофінансуванні в умовах зовнішнього середовища, що динамічно розвивається.

Під оцінкою економічної стійкості розуміється комплекс факторів і їхнього зв'язку з економічними показниками, що дозволяють виявити динаміку й тенденції їхніх змін у часі, що характеризує результати управлінської, кадрової й фінансово-

економічної діяльності. Саме ця інформація є вихідною для оцінки й прогнозування стійкого розвитку підприємства як економічної системи.




Рис. 2.2. Алгоритм дослідження стійкості розвитку підприємства.

Загальний економічний стан підприємства можна розділити на три економічні області: абсолютної стійкості, достатньої стійкості та нестійкого функціонування.

Абсолютно стійке підприємство характеризується ефективною роботою у всіх напрямках своєї діяльності, а можливі несприятливі наслідки усуваються мірами, передбаченими організаційно-економічними механізмами управління. Достатньо стійке підприємство виявляється неефективним тільки при тих можливих форсмажорах (зовнішніх і внутрішніх факторів), які мають досить

малу «ступінь можливості». Нестійке підприємство виявляється неефективним або веде до несприятливих наслідків за умов, що мають досить більший «ступінь можливості».

Таким чином, економічна стійкість підприємства — це збалансований стан економічних ресурсів, що забезпечує стабільну прибутковість і нормальні умови для розширеного відтворення на основі зростання прибутку й капіталу в тривалій перспективі з урахуванням зовнішніх і внутрішніх факторів в умовах припустимого рівня ризику.

Одним із важливих компонентів стійкості підприємства є наявність у нього фінансових ресурсів, необхідних для розвитку виробництва. Самі ж фінансові ресурси можуть бути сформовані в достатньому розмірі тільки за умови ефективної роботи підприємства, що забезпечує одержання прибутку. У ринковій економіці саме зростання прибутку створює фінансову базу як для самофінансування поточної діяльності, так і для здійснення розширеного відтворення. За рахунок прибутку підприємство не тільки погашає свої зобов'язання перед бюджетом, банками, страховими компаніями й іншими підприємствами й організаціями, але й інвестує кошти. При цьому для досягнення й підтримки економічної стійкості важлива не тільки абсолютна величина прибутку, але і її рівень щодо вкладеного капіталу або витрат підприємства, тобто рентабельність (прибутковість). Величина й динаміка рентабельності характеризують ступінь ділової активності підприємства і його економічне благополуччя.

Вищою формою стійкості підприємства є його здатність розвиватися в умовах мінливого внутрішнього й зовнішнього середовища. Для цього підприємство повинне володіти гнучкою структурою фінансових ресурсів і при необхідності мати можливість залучати позикові кошти, тобто бути кредитоспроможним.

Значним внутрішнім фактором стійкості є склад і структура фінансових ресурсів, правильний вибір стратегії й тактики

управління ними. При цьому важлива не тільки загальна маса прибутку, але й структура його розподілу й особливо та частка, що направляється на розвиток виробництва. Звідси оцінка політики розподілу й використання прибутку висувається на перший план у ході аналізу економічної стійкості підприємства. Зокрема, винятково важливо проаналізувати використання прибутку у двох напрямках: по-перше, для фінансування поточної діяльності - на формування оборотних коштів, зміцнення платоспроможності, посилення ліквідності й т.ін.; по-друге, для інвестування (реального та фінансового).

Великий вплив на стійкість підприємства роблять кошти, додатково мобілізовані на ринку позичкових капіталів. Чим більше коштів може залучити підприємство, тим вищі його фінансові можливості; однак зростає й фінансовий ризик: чи здатне буде підприємство своєчасно розплачуватися зі своїми кредиторами? І тут значну роль відіграють резерви як одна з форм фінансової гарантії платоспроможності підприємства.

Отже, з погляду впливу на економічну стійкість підприємства визначальними внутрішніми факторами є:

- галузева приналежність підприємства;
- структура продукції (послуг), що випускається, її частка в загальному платоспроможному попиті;
- розмір сплаченого статутного капіталу;
- величина й структура витрат, їхньої динаміки порівняно з грошовими доходами;
- стан майна й фінансових ресурсів, включаючи запаси й резерви, їхній склад і структуру.

Ступінь їхнього інтегрального впливу на економічну стійкість підприємства залежить не тільки від співвідношення самих вищезгаданих факторів, але й від тієї стадії життєвого циклу, на якій в аналізований час перебуває підприємство, від компетенції й

професіоналізму його менеджерів. Практика показує, що значна частина невдач підприємства може бути пов'язана саме з недосвідченістю або некомпетентністю керівників, з їхнім невмінням ураховувати зміни внутрішнього й зовнішнього середовища.

Термін «зовнішнє середовище» містить у собі різні аспекти:

- економічні умови господарювання;
- переважну техніку й технологію;
- платоспроможний попит споживачів;
- економічну й фінансово-кредитну політику держави;
- законодавчі акти з контролю за діяльністю підприємства;
- систему цінностей у суспільстві й ін.

Ці зовнішні фактори впливають на все, що відбувається усередині підприємств.

У сучасних умовах для підвищення економічної стійкості підприємств велике значення має рішення таких завдань, як:

- регулярне проведення оцінки й аналізу економічного стану підприємств;
- підтримка раціональної структури джерел коштів;
- розробка методів управління й контролю за рухом внутрішніх фінансових потоків;
- виявлення основних факторів, що впливають на ті або інші сторони економічної стійкості підприємства й розробка пропозицій із її поліпшення;
- інформаційне забезпечення прогнозних характеристик стійкості розвитку підприємства.

Отже, основою стабільного стання підприємства є його економічна стійкість. На неї впливають різні причини — і внутрішні, і зовнішні: виробництво й випуск конкурентоспроможної продукції; міцне положення підприємства на товарному ринку; високий рівень матеріально-технічної оснащеності виробництва й застосування передових технологій; налагодженість економічних зв'язків з партнерами; ритмічність кругообігу коштів, ефективність

господарських і фінансових операцій; малий ступінь ризику в процесі здійснення виробничої й фінансової діяльності й т.д. Така розмаїтість причин обумовлює різні грані самої економічної стійкості, що стосовно підприємства може бути залежною від факторів, які впливають на неї, — внутрішніх і зовнішніх.

Визначення кордонів економічної стійкості підприємств ставиться до числа найбільш важливих економічних проблем в умовах переходу до ринку, тому що недостатня економічна стійкість може призвести до неплатоспроможності підприємств і відсутності в них коштів для розвитку виробництва, а надлишкова економічна стійкість буде перешкоджати розвитку, обтяжуючи витрати підприємства зайвими запасами й резервами. Отже, економічна стійкість повинна характеризуватися таким станом фінансових ресурсів, що відповідає вимогам ринку й відповідає потребам розвитку підприємства. Економічна стабільність є головним компонентом загальної стійкості підприємства.

Діяльність підприємств являє собою комплекс взаємозалежних господарських процесів, що залежать від численних і різноманітних факторів. Якщо який-небудь фактор випадає з ланцюга розгляду, то оцінка впливу інших прийнятих у розрахунок факторів, а також висновки ризикують виявитися невірними.

### 2.1.2. Система управління стійким розвитком підприємства

Управління стійким розвитком слід розглядати як цілеспрямований процес впливу або як об'єднання зусиль підприємства для досягнення певних цілей.

Загальними функціями, що притаманні будь-якому управлінню економікою, є: прогнозування, планування, організація, регулювання (координація), контроль, облік, аналіз, мотивація.

Усі елементи управління знаходяться в неперервному взаємозв'язку, створюючи замкнений цикл діяльності підприємства.

Прогнозування розглядається як дослідницька основа конкретного плану, а з іншого боку — як оцінка наслідків планових рішень і ступеня виконання плану на кінець планового періоду. У цьому по суті і відображається неперервність процесу прогнозування функціонування й розвитку економічної системи.

В управлінні виробництвом основним процесом є прийняття рішення. Рішення - основа управління, це за суттю вибір альтернативи. Рішення можуть прийматися як в умовах визначеності, так і в умовах невизначеності. В умовах визначеності результат рішення відомий, а в умовах невизначеності — результат далеко невідомий. У галузі економіки рішення, як правило, приймається в умовах невизначеності.

Задача прогнозування і планування в системі управління полягає в тому, щоб за допомогою певної інформації, на скільки це можливо, зменшити рівень невизначеності.

Система управління стійкістю повинна відображати зміни в бізнес-середовищі, оцінювати динаміку й робити припущення відносно майбутнього стану економічної системи. Тим самим вдається передбачити можливі сценарії зміни економічної ситуації й завчасно підготуватися до небезпеки, прийнявши при необхідності додаткові захисні заходи. Сигналом тривоги в цьому випадку є вихід показників роботи підприємства за граничні значення, або, інакше кажучи, досягнення ними позамежної величини й втрата стійкості. Але виявити й виміряти відхилення спостережуваних показників діагностика може лише при завданні поля їх допуску, що окреслюється рамками планових розв'язків [5, 6, 7]. Тому управління стійкістю економічної системи повинне ґрунтуватися на оптимізації прогнозних характеристик.

В умовах невизначеності система управління повинна бути сприйнятливої як до кількісної, так і важко обумовленої евристичної інформації. Система управління стійким розвитком підприємства повинна виконувати наступні функції:

- прогнозування зміни зовнішнього й внутрішнього середовища підприємства на базі кількісної й евристичної інформації про спостережувані параметри середовища;
- планування діяльності підприємства в границях прогнозу забезпеченості матеріально-технічними, енергетичними, трудовими, фінансовими, інформаційними й іншими ресурсами підприємства;
- імітації функціонування підприємства в прогнозованих умовах і визначення значень, що досягаються при цьому, показників діяльності підприємства;
- оцінки й аналізу стійкості цих показників з урахуванням дії зовнішніх і внутрішніх перешкод;
- діагностики підприємства при виявленні погроз стабільності його поведінці в майбутньому періоді;
- корекції параметрів планування й прийнятих планових рішень, якщо цього потребує необхідність відновлення й збереження стійкої діяльності підприємства.

Якість виконання цих функцій залежить від повноти інформаційного фонду й структури системи управління (рис. 2.3).

Завдання полягає в тому, щоб зорієнтувати систему менеджменту на одержання цінних відомостей і, незважаючи на об'єктивно існуючу інформаційну недостатність, додати роботі підприємства необхідний запас стійкості.

Управління підприємством сьогодні характеризується зростаючою турбулентністю його економічного оточення, викликаною прискоренням змін у бізнес-середовищі й динамізмом перехідних процесів ринкових перетворень. Тому створення такої адаптивної системи опирається на вичерпне застосування професійних знань, алгоритми пошуку й підтримки стійкого режиму роботи підприємства в умовах ризику із властивої ним неповнотою інформаційних відомостей. Яким чином можна використовувати

інформацію для наповнення нею системи управління стійкістю підприємства:

- Максимально можливим витягом інформації із середовища за допомогою моніторингу за параметрами оточення й діяльності підприємства, відшукання, аналізу й тлумачення тенденції їх руху.

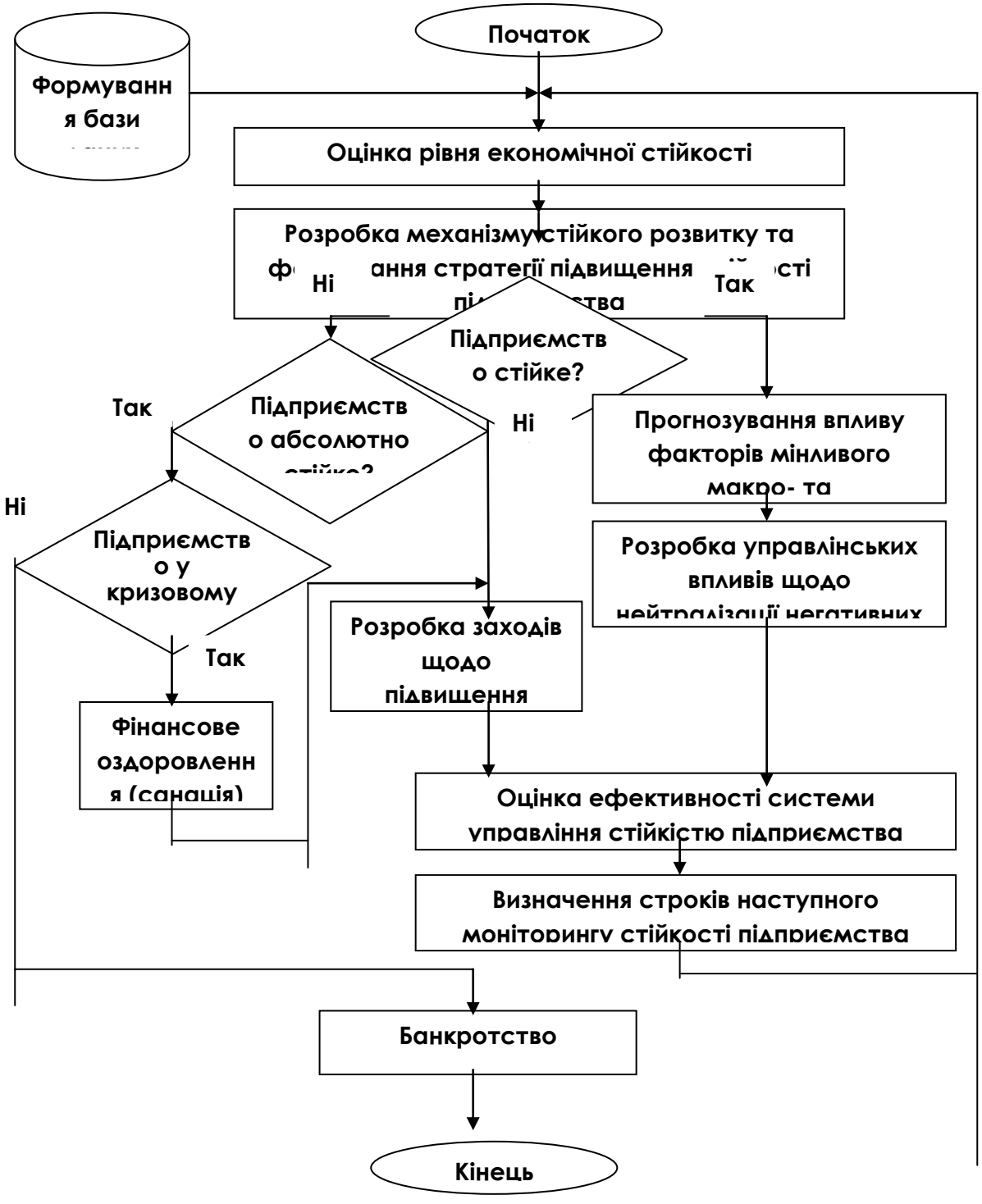



Рис. 2.3. Блок-схема процесу управління стійкістю підприємства

- Підвищенням наукоємності комп'ютерної технології за допомогою модернізації й розробки нових аналітичних і прогнозних алгоритмів.
- Уведенням у систему управління кількісної й евристичної інформації для здійснення її настроювання на параметри середовища, внаслідок чого в системі закладаються очікувані умови роботи підприємства.
- Одержанням додаткової інформації в ході модельного експерименту.
- Залученням професійного досвіду менеджерів у сфері планування діяльності підприємства у вигляді накопиченої інформації про планові розв'язки й фактичної їхньої реалізації в попередніх періодах, що дозволить прогнозувати розвиток системи.
- Інформаційно-аналітичною обробкою звітів про виконання ухвалених рішень і залежно від цього відновленням наступних планів для усунення наслідків впливу перешкод і збереження стійкості підприємства.

Але, міркуючи про дефіцит вихідної інформації, не можна забувати й про її надмірність, що нерідко привноситься методиками збору й аналізу даних. Наприклад, коли фінансова діагностика підприємства проводиться за широким колом показників, зокрема й дублюючих один одного. Зрозуміло, що таке нарощування інформації в принципі не додає знання про поведінку підприємства, але збільшує обсяг збережених даних і кількість аналітичних операцій над ними.

Адаптивне управління підприємством покликано забезпечити виконання зазначених функцій і підвищити «прозорість» середовища для своєчасного маневру ресурсами й запобігання втрати його стійкості. З цією метою система управління стійкістю підприємства складається з наступних блоків, охоплених прямими й зворотними зв'язками:

- прогнозування зміни зовнішнього середовища;

- структурної й параметричної адаптації системи управління на основі прогнозної інформації, що надійшла;
- формування плану проведення із застосуванням настроєних на необхідний режим моделей планування й імітації виконання планових рішень;
- оцінки й аналізу стійкості підприємства при реалізації розробленого плану виробництва;
- діагностики діяльності підприємства,
- корекції умов планування (при виявленні нестійкості показників),
- розгляду, затвердження й виконання плану виробництва,
- аналізу реалізації плану виробництва й ухвалення рішення.

Прогнозування зміни зовнішнього середовища дає можливість виявити переважні тенденції в русі параметрів попиту, ціни та інших, у рамках накопиченого фонду інформації й тим самим представити контурні умови діяльності підприємства в планованому періоді.

Структурна адаптація системи управління полягає у виборі з безлічі планових та імітаційних моделей таких, які «у цілому» відповідають передбачуваним у плановому періоді умовам роботи підприємства. Слідом за цим у моделі вводиться ряд прогнозних значень зовнішніх параметрів (обсяг попиту, ціни виробів та ін.), за допомогою чого математичні моделі наповнюються інформацією й стають більш конкретними.

Параметрична адаптація системи управління на додаток до параметрів зовнішнього середовища забезпечує наповнюваність моделей уточнюючими внутрішніми параметрами, чим закінчується інформаційне наповнення й настроювання моделей. Після цього вони структурно й параметрично (у першім наближенні) відповідають прогнозованим параметрам діяльності підприємства й готові до роботи.

Формування плану виробництва підприємства проводиться комплексом взаємодіючих моделей планування виробництва й

імітації роботи з реалізації цього плану. Перша модель є інструментом пошуку оптимального плану, друга — експериментальним засобом перевірки його здійснюваності на тлі впливу ризикових факторів, що відтворює процес виконання плану, близький до реального.

Оцінка й аналіз стійкості роботи підприємства спрямовані на дослідження динамічних процесів при зміні зовнішніх і внутрішніх параметрів. Тому становить інтерес відповідь на запитання про те, яка область стійкості спостережуваних показників, при яких діях ризикових факторів настає зрив стійкості і яка картина її втрати (момент зриву стійкості, плавність переходу від стійкого стану до нестійкого й ін.). Для одержання більш повної картини ослаблення стійкості удоватися до серії експериментів, що розкривають ризикові фактори й специфіку погіршення показників виробництва. У ході їх проведення з'являється можливість візуально оцінити траєкторію зміни показника (або їх групи) і при завданні нормативних або граничних (мінімального, максимального) значень розрахувати ступінь стійкості контрольованих показників.

Якщо показник перетинає граничний рівень і залишає припустимий діапазон значень, це говорить про його нестійкість і вимагає проведення діагностики діяльності підприємства. У цій ситуації підприємство буде підпадати під вплив перешкод, і його адаптивні якості можуть виявитися недостатніми для протидії ім. От чому діагностика проводиться в тісному двосторонньому зв'язку з оцінкою й аналізом стійкості підприємства: виявлення симптомів його кризи диктує необхідність поглибленого вивчання процесу втрати стійкості підприємства.

Висновки його діагностики можуть змінити колишні уявлення про дійсну роботу підприємства й допущення, на яких ґрунтувалися раніше аналітики при формуванні плану виробництва. Корекція умов планування наступає після виявлення причин і характеру кризи, що наближається на підприємстві, й може містити в собі повторне

прогнозування зміни зовнішнього середовища в майбутньому, перегляд структурної й/або параметричної адаптації системи управління, уточнення процедури формування плану виробництва.

Здійснення цього поетапного процесу, «інтелектуальний простір» якого створюється й підтримується комплексом професійних знань менеджерів і сучасних комп'ютерних технологій, дозволяє проводити планування, контроль, аналіз і регулювання стійкості показників діяльності промислових підприємств. А отже, прогнозувати майбутні сценарії розвитку підприємства в умовах ризику й обґрунтовувати управлінські рішення, здатні мінімізувати вплив можливих перешкод на його стійкість.

Вивчення економічних процесів у рамках проблеми стійкості здійснюється як правило дослідженням асимптотичної стійкості [8,9].

Нехай є деякий об'єкт дослідження – підприємство, функціонування якого характеризується економічними показниками. Макропараметри підприємства опишемо системою функцій:

$$Z_1 = \varphi_1(t), Z_2 = \varphi_2(t), \ldots, Z_n = \varphi_n(t) \qquad (2.1)$$

Домінуючі економічні характеристики підприємства і їх функціональні зв'язки позначимо співвідношеннями:

$$\begin{cases} \dot{x}(t) = F_1(t, x, y) \\ \dot{y}(t) = F_1(t, x, y) \end{cases} \qquad (2.2)$$

Розглянемо керовану систему, економічні процеси якої протікають у проміжку часу [0, $T$]:

$$\frac{dX}{dt} = \bar{F}(t, x, u), \qquad (2.3)$$

де $X = (x_1, x_2, \ldots, x_n)$ – вектор економічного стану розглянутого об'єкта, $U = (u_1, u_2, \ldots, u_r)$ – вектор управління економічними процесами.

Економічні процеси протікають у проміжку часу [0, $T$], причому відомо початковий стан системи

$$X(t) = X_0 = (x_0^1, x_0^2, \ldots, x_0^n). \qquad (2.4)$$

Нехай S – деяка поверхня мікропараметрів у просторі змінних, що $t, x_1, x_2, \ldots, x_n,$ задається рівнянням

$$S(x_1, x_2, \ldots, x_n) = 0. \qquad (2.5)$$

Будемо вважати, що в математичній моделі економічного процесу (2.3) програма управління $\tilde{u}(t)$ узгоджується із траєкторією $\tilde{X}(t)$. Щоб знайти $\tilde{X}(t)$, потрібно підставити $\tilde{u}(t)$ в систему рівнянь (2.2) і розв'язати для системи, що вийшла, завдання Коші з початковою умовою (2.4).

Завдання управління полягає у виборі $\tilde{u}(t) \in G$ так, щоб у деякий момент $t$, інтегральна крива системи (2.3) досягала поверхні $S$. При цьому, управління $(u_1, u_2, \ldots, u_r)$ й фазові координати $x_1, x_2, \ldots, x_n$ повинні задовольняти обмеженням

$$V_j(x_1, \ldots, x_n, \quad u_1, \ldots, u_r, t) \le 0, \quad j = 1, 2, \ldots, k \qquad (2.6)$$

($V_j$ – можуть бути, зокрема функціоналами).

Економічні процеси, що протікають у часі $t$ приводять до завдання вибору керуючих параметрів. Функцію $v(x_1, \ldots, x_n)$, яка може трактуватися в певному економічному змісті як відстань від перехідного процесу до бажаного його кінцевого стану (поверхня $S$). Роль системи управління економічним станом підприємства зводиться до того, щоб цю відстань зменшувати. Ця умова еквівалентна тому, що підприємство виходить на заданий рівень, що забезпечує стійкість його економічних показників.

Таким чином, для постановки завдання про економічну стійкість функціонування підприємства необхідно здійснити вибір вектора змінних, побудувати модель зв'язків макропараметрів у вигляді системи диференціальних рівнянь, сформулювати обмеження по домінуючих змінних, що належать до мікропараметрів економічної системи.

### 2.1.3. Прогнозування стійкого розвитку підприємства

Проблеми прогнозування стійкого розвитку підприємств належать до числа погано визначених проблем, тому що причинно-наслідкові зв'язки цих процесів досить складні для побудови задовільної теорії економічного розвитку. Тому пізнання реальної структури процесів полягає у складанні ряду наближень і виявленні причинно-наслідкових зв'язків між елементами системи, що пояснюють її поведінку.

Рушійні сили розвитку не діють ізольовано, вони взаємозалежні і взаємообумовлені. Фактичний розвиток підприємства в цілому складається під впливом відхилень, що виникають під час реалізації планових рішень з управління відповідними процесами, що мають інерційний характер. Основними рушійними силами розвитку підприємства як економічної системи є економічна доцільність, технічні можливості і соціальні потреби.

Фактори, що впливають на результати прогнозування та зміни характеру розвитку підприємства як економічної системи характеризуються варіативністю.

- Реалізація досягнень науково-технічного процесу відбувається в часі і просторі і не може розглядатись ізольовано, без зв'язку із зовнішніми процесами та явищами. Характер впливу НТП на ефективність перетворення ресурсів у продукцію визначається типом і формою прогресу, масштабом досліджуваного об'єкта і його положенням на фазовій траєкторії розвитку. Роль впливу НТП на зміну характеру розвитку економічних процесів виявляється в якісній зміні умов їх перебігу.

- Стадійність розвитку економічної системи чи її об'єктів (освоєння, стале функціонування, старіння) обумовлює зміна характеру економічного розвитку залежно від ступеня залучення ресурсів у виробництво і повноти їх використання.

- Зміна природних умов впливає як на кількісні, так і на якісні показники, що характеризують розвиток. Їх дія певною мірою еквівалентна стадійності розвитку.

- Зміна масштабів виробництва і рівнів використання ресурсів в основному змінює не стільки якісну картину виробництва, скільки кількісну, що обумовлено стрибкоподібною зміною початкових умов функціонування.

- Зміна якості організації і управління змінює, як правило, якісну природу структури розвитку.

- Зміна зовнішніх умов функціонування економічного об'єкта позначається як на кількісному, так і на якісному розвитку процесу.

- Фактор часу обумовлює як неоднорідність, так і нестабільність процесу розвитку.

Від повноти врахування цих факторів у моделюванні економічних процесів залежить якість прогнозів стійкого розвитку економічних систем. Модель може виступати як надійний інструмент прогнозу й управління тільки в тому випадку, якщо вона досить адекватно відображає причинно-наслідкові зв'язки. Тому зрушення і зміни у виробничих умовах і нормативах, вплив науково-технічного прогресу на перебіг економічних процесів, зміна природного середовища і рівня запасів мають визначатися на основі методів прогнозування, що дозволяють ураховувати ці сукупні взаємообумовлені зміни.

Залежно від характеристик процесу, інтервалу і цілей прогнозування здійснюється вибір класу моделей прогнозу.

Важливе значення має чітке визначення цілей і завдань прогнозу розвитку економічної системи, що має бути відображене в конкретній цільовій функції прогнозу. Ця умова є особливо актуальною при використанні математичних методів.

Можна виділити дві основні групи цільових функцій прогнозування розвитку економічних систем:

- вивчення динаміки і тенденцій зміни умов розвитку економічної системи на рівні глобальних процесів з метою передбачення майбутнього і елімінування негативних явищ;
- вивчення економічної системи всередині сфер з метою планування і керування її розвитком.

У першому випадку прогнозуються глобальні процеси розвитку, у другому – локальні.

Процес прогнозування істотно видозмінюється при варіації цілей дослідження. Імовірно, можна розробити методологію прогнозування, яка включала б усі можливі цільові функції. Але й у цьому випадку методологія буде складатися з блоків методів і методик розробки прогнозів під задану локальну цільову функцію [10, 11, 12].

У процесі вивчення перспектив розвитку підприємств може бути застосована будь-яка цільова функція, щодо якої буде отримана конкретна прогнозна інформація, і використана певна сукупність методів прогнозування (рис. 2.4).




Рис. 2.4. Методи прогнозування розвитку підприємств

Різні методи прогнозування в сукупності з різними цільовими функціями дозволяють одержувати прогнозну інформацію у вигляді якісного вербального опису, тимчасових рядів, спільного якісно-кількісного опису об'єкта прогнозування. Якщо внаслідок неоднорідності інформації, одержаної при дослідженні різними методами, не може бути забезпечений взаємозв'язок прогнозів, то така ситуація вимагає адаптації методів до конкретного об'єкта і мети прогнозного дослідження.

Однією з найбільш важливих класифікаційних ознак методів прогнозування є ступінь формалізації, що досить повно охоплює прогностичні методи. Другою класифікаційною ознакою можна назвати загальний принцип дії методів прогнозування, третім - спосіб одержання прогнозної інформації.

У більшості класифікаційних схем методи прогнозування розділяються на три основні класи: експертних оцінок, екстраполяції та моделювання.

Особливе місце в класифікації методів економічного прогнозування мають так звані комбіновані методи, що поєднують різні інші методи. Наприклад, колективні експертні оцінки й методи моделювання або статистичні й опитування експертів. Використовується фактографічна та експертна інформація.

Програмний аспект прогнозу полягає у визначенні можливих шляхів досягнення бажаних і необхідних результатів, очікуваної в часі реалізації кожного з можливих варіантів і ступеня вірогідності успішного досягнення результату за тим чи іншим варіантом.

Організаційна сторона прогнозу містить у собі комплекс організаційно-технічних заходів, що забезпечують досягнення визначеного результату за тим чи іншим варіантом. В організаційному аспекті виходять із представлення про наявні економічні ресурси і накопичений науковий потенціал.

У прогнозуванні розвитку підприємств широко використовуються різні моделі. Модель є одним з найважливіших інструментів економічного прогнозування досліджуваного процесу. Змістом процесу моделювання є конструювання моделі на основі попереднього вивчення об'єкта або процесу, виділення його характеристик чи ознак, теоретичний і експериментальний аналіз моделі, співставлення результатів моделювання з фактичними даними про об'єкт чи процес, коректування й уточнення моделі.

Засобом вивчення закономірностей розвитку економіки, соціальних процесів є економіко-математична модель. Вона являє

собою систему формалізованих співвідношень, які описують основні взаємозв'язки елементів, що утворюють економічну систему.

Система економіко-математичних моделей економетричного типу служить для опису відносно складних процесів розвитку економічних систем. Економетричне моделювання ґрунтується на обробці статистичної інформації ретроспективного характеру, оцінці окремих змінних величин, їх параметрів.

Прогнозування стійкого розвитку економічних систем неможливе без розгляду таких питань, як структура економічної системи, під якою розуміють сукупність елементів, що її складають, та їх взаємозв'язків, що виявляються у відносинах з приводу виробництва, обміну, розподілу і споживання. Під структурою економічних процесів розуміють те відносно стійке, незмінне, що зберігається в економічній системі при зміні факторів економічного розвитку.

Зв'язки між структурними елементами не є жорстко визначеними. Розвиток економічної системи приводить до збільшення кількості різновидів кожного елемента за рахунок спеціалізації і диференціації техніки, розширення видів використовуваних ресурсів, різноманіття технологічних способів виробництва і підвищує загальну інерційність системи.

Саме керівні впливи, що викликають якісні зміни характеру розвитку економічних процесів, з одного боку, не діють миттєво (наприклад, упровадження нової технології виробництва передбачає, як правило, не лише введення, але й освоєння нового обладнання, на що може знадобитися досить багато часу).

З іншого боку, цей керівний вплив спрямований не на всю економічну систему, а лише на її окремі елементи, у той час як інша частина системи знаходиться у відносно стійкому (стабільному) стані. Крім того, для кожного елемента системи процес зміни вимагає різної тривалості часу. Чим більше таких елементів і чим більше

розтягнуті перехідні періоди, тим більш плавною є траєкторія розвитку.

Отже, чим складніша система, чим більше вона містить різнорідних елементів, тим вона інерційніша. При цьому передбачається, що розвиток економічних процесів має еволюційний, а не революційний характер, при якому зміна стану не відбувається стрибкоподібно. Цей висновок підтверджує можливість і доцільність прогнозування стійкого розвитку економічних систем на основі методів прогнозування, які використовують інформацію про минулий розвиток системи.

Одним із факторів, що впливають на результати прогнозування, є сама прогнозуюча система, яка є сукупністю методів, прийомів і процедур, що дозволяють одержувати прогнози при заданій цільовій функції розвитку об'єкта прогнозування, при заданому обсязі прогнозної інформації.

Вони є частиною систем прогнозування, що забезпечують розв'язання завдань планування і управління перспективним розвитком.

Прогнозуючі системи виконують дві основні операції:

- формування безлічі альтернатив об'єктів прогнозування;
- порівняння і вибір альтернатив.

Поєднання цих операцій визначає комплексну проблему системного прогнозування, засобом вирішення якої є прогнозуюча система.

У прогнозуючих системах реалізуються такі основні принципи:

- взаємопов'язаність і співпідпорядкованість прогнозів різних рівнів ієрархії об'єкта прогнозування, зовнішнього оточення, різних аспектів дослідження об'єкта прогнозування;
- погодженість нормативних і дослідницьких прогнозів;
- безперервність прогнозування, що вимагає коректування прогнозів у міру надходження нової інформації.

У прогнозуючій системі остаточний вибір варіанта рішення науково-технічної проблеми не виробляється, а визначається сукупність оптимальних альтернатив за критеріями переваги. Блок-схема прогнозуючої системи зображена на рис. 2.5.

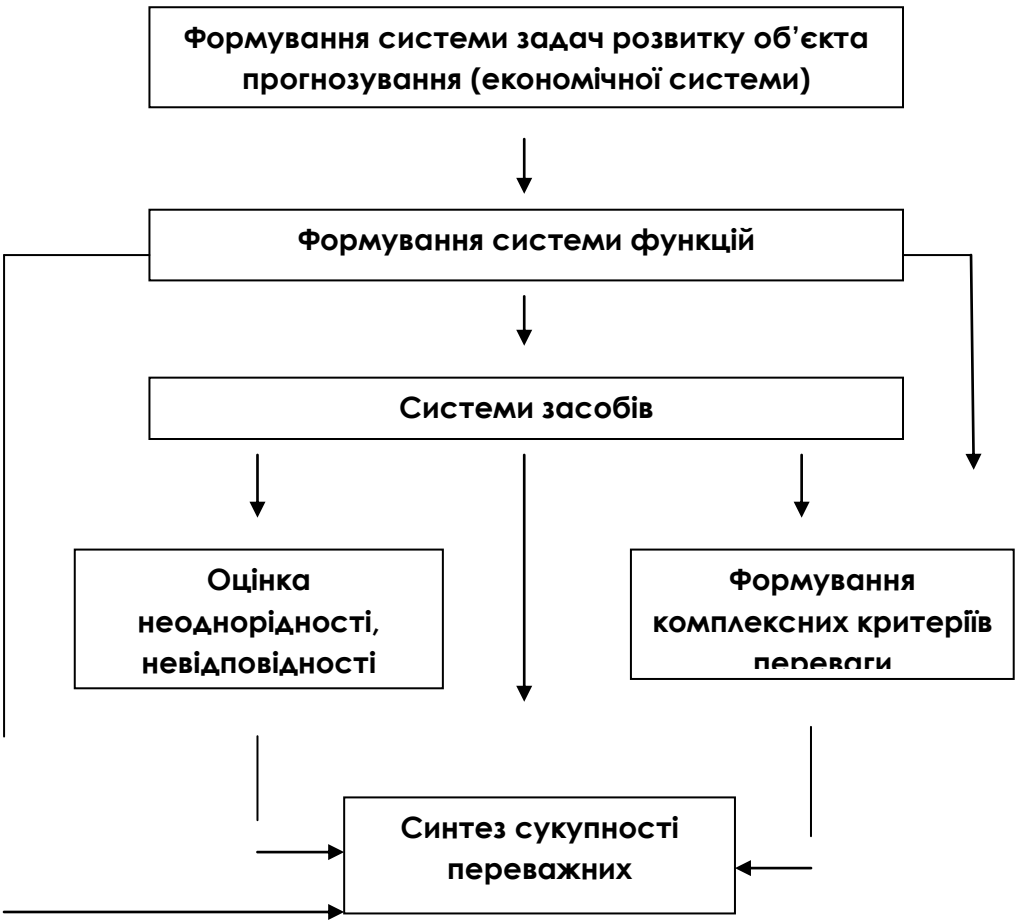



Рис. 2.5. Система побудови прогнозуючої системи

Остаточний вибір проводиться або введенням операцій оптимізації параметрів усередині сукупності кращих альтернатив, або введенням евристичних процедур вибору.

Зв'язок із зовнішнім середовищем визначається:

- сукупністю тенденцій розвитку досліджуваної системи, її функціонуванням у системах вищого порядку;
- переліком і характеристиками критеріїв переваги;

- комплексом заходів, спрямованих на ліквідацію стримування виконання цільових вимог шляхом розвитку елементів, здатних виконувати певні завдання.

В окремих випадках необхідне впровадження безперервних прогнозуючих систем. Існує три основних класи безперервних систем прогнозування [13]:

- системи, що працюють у реальному часі – системи, до яких висуваються тверді вимоги щодо часу реакції системи на зміну об'єкта.;
- системи, що працюють у квазіреальному часі – системи, до яких висуваються менш жорсткі вимоги щодо часу розробки прогнозів і часу реакції системи на зміну об'єкта, але більш високі вимоги щодо вчасного попередження і глибини ретроспективного аналізу;
- системи, що працюють у режимі пакетної обробки інформації – системи, у яких вимоги щодо часу практично відсутні, але висуваються високі вимоги до своєчасного попередження, до застосування методів.

Отже, управління підприємством сьогодні характеризується мінливістю економічного оточення, викликаної прискоренням змін у економічному середовищі.

Розвиток підприємства залежить від його стійкого й ефективного функціонування в цей час і в майбутньому. Разом з тим ринкове середовище характеризується невизначеністю й ризиками. Економічна дійсність щодня приносить нові свідоцтва інтенсивних змін в оточенні підприємства, що, у свою чергу, обумовлює необхідність оперативного реагування й пошуку методів прогнозування розвитку економічних систем.

Управління підприємством сьогодні визначається зростаючою турбулентністю його економічного оточення, викликаної прискоренням змін у бізнес-середовищі й динамізмом перехідних процесів ринкових перетворень. Тому створення такої адаптивної

системи опирається на вичерпне застосування професійних знань, алгоритми пошуку й підтримки стійкого режиму роботи підприємства в умовах ризику із властивої ним неповнотою інформаційних відомостей.

Структура алгоритму прогнозування передбачає ряд етапів:

- прогнозування зміни зовнішнього й внутрішнього середовища підприємства на базі кількісної й евристичної інформації про спостережувані параметри середовища;
- визначення тенденцій розвитку прогнозованого об'єкту (підприємства) на основі факторів, що впливають на його динаміку;
- передбачення реакції підприємства на внутрішні чи зовнішні чинники та аналіз сценаріїв розвитку підприємства;
- продовження прогнозування за обраним сценарієм наслідків його виконання, щоб вчасно скорегувати або скасувати рішення, якщо умови реалізації радикально змінилися;
- аналіз показників підприємства за допомогою OLAP-моделі (on Line Analitical Processing) прогнозування;
- корекції параметрів прогнозування й прийнятих планових рішень, якщо цього потребує необхідність відновлення й збереження стійкої діяльності підприємства.

Вибір того чи іншого конкретного методу прогнозування (еврістичного, фактологічного, комплексного) визначається стадією прогнозно-аналітичної роботи на підприємстві, наявністю доступної інформації.

Структура етапів і форм процесу прогнозування в загальному циклі прогнозування, стратегічного планування й регулювання розвитку підприємства повинна відповідати сучасним вимогам (рис. 2.6).

Неправильне прогнозування параметрів економічної системи (підприємства) істотно стримує її розвиток. Концепція економічної системи, як і будь-якої іншої складної системи, з часом еволюціонує.

Економічна система повинна так функціонувати, щоб урахувати прогнозні характеристики її стійкого розвитку. Рішенням даної проблеми є управління економічною системою на основі прогнозних характеристик її функціонування, що включає інформацію про зміну параметрів економічної системи, так і OLAP-модель (on Line Analitical Processing) прогнозування оптимальних параметрів її залежно від зміни бізнес-процесів на підприємстві [14].

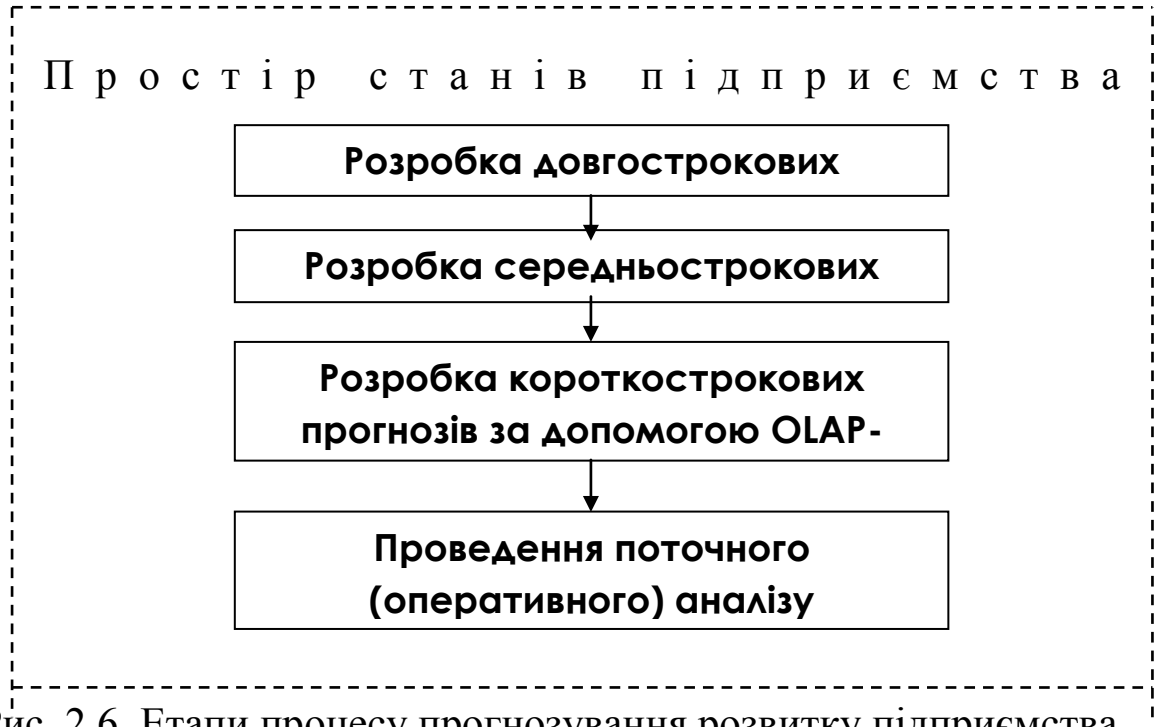



Рис. 2.6. Етапи процесу прогнозування розвитку підприємства

За допомогою методів прогнозування зміни параметрів економічної системи можна розрахувати необхідну додаткову управлінську функцію і заздалегідь прийняти заходи до її технічної реалізації з метою стійкого розвитку.

Пропонується метод прогнозування параметрів економічної системи, який базується на OLAP-моделі і включає вивчення часових рядів, складених з упорядкованих у часі послідовностей цих параметрів у вигляді вектора стану . Особливість запропонованого методу прогнозування полягає в тому, що призначення ефективних прогнозних характеристик на майбутній

період $[t, T]$ залежить від довжини інтервалу, на якому проводиться попередній збір цих даних стану економічної системи, їх аналізу та екстраполяції на вказаний проміжок. Тому стратегія пошуку такого інтервалу і його довжини визначається умовою $L = \inf_{0 \le x_1 \le x_2 \le \ldots x_n} \max H_n(x_1, x_2, \ldots, x_n, x^*)$, нижньою границею вибірки даних функціонування підприємства.

Отримані послідовності $x(t)$ - аналізуються на відібраних проміжках часу співвідношеннями $q_k = \max \{x(t_k(t_0) - x(t_k(t_0) - \delta|, |x(t_k(t_0) - x(t_k(t_0) + \delta\}$, де $t_k(t_0)$ – вектор стану прогнозних параметрів, взятий із проміжку $[t, t_k]$ і інтерполюються функцією. Завдяки цьому можна одержати жорстко фіксовану модель тренда зміни вектора економічного стану підприємства $x_0(t)$ в обраному проміжку часу. Із одержаного тренда визначається $x_0(t)$ – вектор прогнозних характеристик вибірки $V(t_i(t)$ стійкого розвитку підприємства. Ця модель екстраполюється на майбутнє. При цьому передбачається, що економічні показники функціонування підприємства у майбутньому будуть такими, як ті, що взяті як прогнозні. Насправді, економічні показники підприємства безперервно змінюються. Тому із збільшенням періоду різко падає надійність прогнозу.

Прогнозування розрахункових характеристик на базі OLAP-моделей проведено на базі часових рядів значень прогнозованих показників. При цьому враховується їх функціональна інерційність, динамічність і нестаціонарність. Як метод прогнозування використовуємо екстраполяційний прогноз, що полягає у встановленні закономірності зміни прогнозованого параметра за попередні моменти часу з подальшою екстраполяцією цього часу на майбутні проміжки часу. Оцінка якості прогнозів економічного стану підприємства здійснюється за допомогою цільової функції

$$P(\|x - x_0\|) \to \min \ , \qquad (2.7)$$

де $x$ – вектор дійсних значень економічних параметрів підприємства за період прогнозу;

$x_0$ – ймовірні значення економічних параметрів підприємства на час прогнозування.

Основою будь-якого прогнозування є гіпотеза про інерційність прогнозованого параметра, причому, не лише часова, але і функціональна.

Точність прогнозу визначається обсягом статистичних даних прогнозованого показника $V$ і чим даних більше, тим надійніше прогноз; незмінністю тенденції поведінки прогнозованого показника; глибиною (інтервал часу Т) прогнозу і чим він більший, тим сильніше зростає помилка прогнозу. Максимальна правдоподібність прогнозованих показників залежить від глибини прогнозу $T_M^*$ і обсягу $V$ статистичних даних прогнозованих економічних показників підприємства. Представимо функцією $P(\cdot) = F(X(\cdot), V(\cdot))$ вірогідність того, що прогнозований економічний показник підприємства буде правдоподібним на заданому часовому інтервалі при мінімальній статистичній вибірці, що характеризує тенденцію його поведінки.

Щоб задати економічні параметри підприємства на часовий проміжок $[t_1^F, t_2^F]$ в майбутньому, необхідно здійснити вибірку статистичних даних прогнозованих параметрів за проміжок часу $[t_1^p, 3t_2^p]$ у минулому і обчислити з цієї вибірки $M(\cdot)$ - математичне очікування шуканих параметрів, і їх дисперсію. Отримані за вказаною методикою прогнозні економічні параметри підприємства розподіляться в околі сідлової точки. На рис. 2.7 подано графічне зображення точки $P^*(\cdot^*, V^*)$.

В умовах кризи вірогідність значень прогнозованих економічних показників підприємства зменшується, що свідчить про пониження їх надійності і правдоподібності. Обрані значення часового інтервалу глибини вибірки дозволяють розрахувати мінімальний обсяг інформації "передісторії" зміни економічних показників підприємства, достатній для виконання найбільш правдоподібного

прогнозування стійкого розвитку підприємства на будь-який наперед заданий проміжок часу.

Розроблений метод оцінки розрахункових економічних показників дає змогу отримати похибку в межах довірчого інтервалу, використовуючи визначену кількість вимірів їх значень, що поступають за проміжок часу *T*.

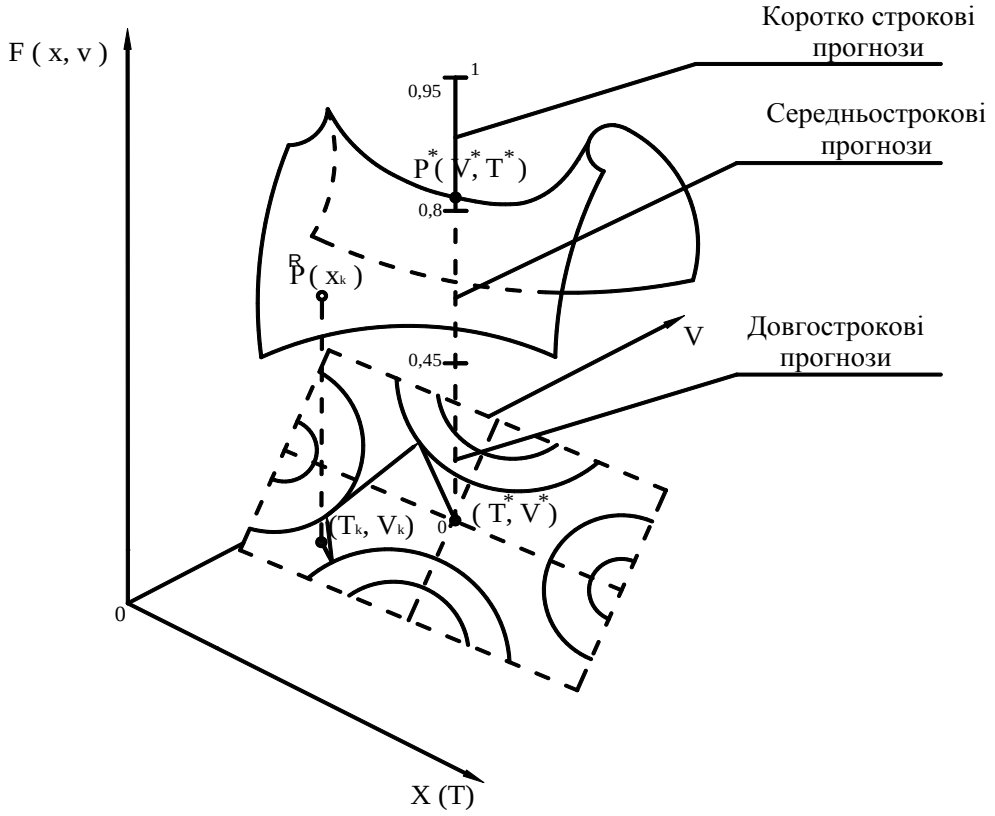



Рис. 2.7. Графічне зображення точки $P^*(T^*,V^*)$ в координатах: час $T(k)$ прогнозу параметрів – обсяг вибірки $V(k)$ – вірогідність $P(k)$ економічного стану підприємства.

Розглядаючи процес управління підприємством у функціональному розрізі, слід підкреслити його організаційно-планову й контрольно-облікову сутність. Процес управління визначають такі функції, як прогнозування, планування, організація, контроль, оперативне регулювання й облік.

З урахуванням викладеного в наведеному переліку функцій управління перше місце повинне належати функції прогнозування, до якої входить визначення стратегічних напрямків розвитку об'єкта управління (підприємства).

Важливість висококваліфікованого виконання цієї функції для сфери матеріального виробництва випливає із сучасної ситуації, для якої характерно різке загострення конкурентної боротьби як на внутрішньому, так і на міжнародному ринках у результаті кризи.

Прогнозування динаміки зміни й функціонування економічної системи визначає конкретні дії управлінського персоналу, а саме: правильну постановку проблеми; дослідження альтернативних варіантів (напрямків) рішення проблеми; аналіз позитивних й негативних явищ, що можливі в кожному альтернативному варіанті; надання інформації відповідальним особам та ухвалення конкретного рішення.

Таким чином, завдання прогнозу є інформаційно-аналітичним, тобто він повинен з певним ступенем імовірності відповісти на запитання, що може бути й за яких умов, а також вказати перспективи розвитку економічної системи на певний проміжок часу.

Сучасна економічна ситуація в Україні й у світі не дає підстав стверджувати, що фахівці-аналітики як у нашій державі, так і у світі кваліфіковано підійшли до виконання прогнозної функції не тільки стосовно конкретних підприємств, але навіть і на макроекономічному рівні. У ситуації, коли глобалізація економіки швидко набирає темпи, відставання в практичному використанні сучасних методів прогнозування розвитку економічних систем загрожує цілком передбачуваними негативними наслідками для національних економік у будь-якій країні світу. І особливо небезпечно це явище для економіки України, і без того надзвичайно ослабленої в результаті кризи.

Принциповим завданням прогнозування є визначення можливих напрямків стратегії розвитку підприємства. Прогноз повинен забезпечити осіб, що ухвалюють рішення по цій стратегії, достовірною інформацією й певним інструментарієм для виконання безпосередніх функцій стратегічного управління.

Отже, важливість прогнозування для сфери матеріального виробництва випливає із сучасної ситуації, для якої характерно різке загострення конкурентної боротьби на внутрішньому й зовнішньому ринках. Прогнозування розвитку економічних систем на мікрорівні дозволить уникнути кризових явищ та забезпечити формування механізму їх стійкого розвитку.

Кінцевою метою оптимального управління є максимізація ефективності функціонування підприємства в умовах невизначеності зі збереженням стійкості економічної системи.

При дослідженні процесів управління часто виникає необхідність забезпечення стійкості з урахуванням можливих відхилень параметрів від заданих номінальних значень. У таких випадках звичайно використовують складні адаптивні алгоритми управління, хоча в деяких ситуаціях процес із невизначеними параметрами можна зробити стійким, застосовуючи більш простий закон управління, що гарантує збереження в замкненій системі необхідних властивостей при будь-яких припустимих змінах параметрів.

Використання для аналізу стійкості функціонування економічних систем моделей, що враховують динаміку стану, керованість відкриває широкі можливості формалізованого опису таких систем і застосування до них критеріїв стійкості. Ураховуючи відносну легкість реалізації певних критеріїв, можна відзначити, що це дозволить відслідковувати стійкість функціонування економічної системи в динаміці, у режимі реального часу.

## 2.2. Формування системи антикризового фінансового управління

Специфіку антикризового фінансового управління характеризують двома тезами:

- по-перше, це комплекс профілактичних заходів, спрямованих на недопущення фінансової кризи: системний аналіз сильних та слабких сторін підприємства, оцінка ймовірності банкрутства, управління ризиками (виявлення, оцінка та нейтралізація), упровадження системи запобіжних заходів тощо.
- по-друге, це система управління фінансами, спрямована на виведення підприємства з кризи, зокрема за допомогою санації чи реструктуризації суб'єкта господарювання.

Таким чином, антикризове фінансове управління логічно розглядати як підсистему загальної системи управління підприємством, головним завданням якого є своєчасне діагностування передкризового фінансового стану підприємства і прийняття необхідних превентативних заходів щодо попередження фінансової кризи.

### 2.2.1 Методичний підхід до діагностики ймовірності виникнення фінансової кризи на підприємствах

Під системою антикризового фінансового управління підприємством слід розуміти систему принципів і методів розробки та реалізації стратегічних рішень для досягнення поставленої головної мети і прагнень його загальної системи управління. Це управління відіграє активну роль у загальній системі управління, забезпечуючи надійне досягнення цілей фінансової діяльності підприємства.

Слід зауважити, що фінансова криза не завжди супроводжується кризою самого підприємства, вона може мати строковий характер, з чим і покликана боротися система антикризового фінансового

управління підприємством. Таким чином, головна мета даної системи – постійний контроль за фінансовими індикаторами для своєчасного виявлення фінансової кризи на підприємстві та недопущення її переходу в кризу всього підприємства в цілому.

Формування антикризового фінансового управління для підприємств стає особливо важливим в умовах, коли виникають перетворення, які мають глобальний характер.

У роботі розглядається методика діагностики ймовірності виникнення фінансової кризи, яка базується на методологічних принципах діагностики фінансового стану підприємств, що були вперше сформовані Недосекіним О. О. [15].

Дана методика складається з наступних етапів:

1. Розробка системи показників, що найбільш точно характеризують фінансовий стан підприємств виноробної промисловості України.
2. Диференціація показників.
3. Стандартизація значень показників.
4. Розподіл стандартизованих значень системи показників на інтервали, кожному з яких відповідає певна позиція підприємства.
5. Визначення ступеня значущості кожного з показників.
6. Визначення ймовірності виникнення фінансової кризи досліджуваного підприємства.

Опишемо кожний із етапів докладніше і проілюструємо розрахунками.

1. Розробка системи показників, що найбільш точно характеризують фінансовий стан підприємств.

Аналіз наукових праць, присвячених питанню оцінки фінансового стану підприємства, показав, що автори по-різному підходять до визначення переліку необхідних для оцінки показників та їх групування. Але найчастіше ефективність виробництва, інвестиційної та фінансової діяльності оцінюється через показники

чистого грошового потоку, ліквідності, фінансової стійкості, ділової активності та прибутковості [16;17 - 23].

Тому для оцінки фінансового стану підприємства будемо використовувати такі п’ять груп показників: показники, що характеризують чистий грошовий потік підприємства; показники ліквідності; показники фінансової стійкості; показники ділової активності; показники рентабельності.

До першої групи показників доцільно віднести: коефіцієнт достатності чистого грошового потоку; коефіцієнт ліквідності чистого грошового потоку; коефіцієнт ефективності чистого грошового потоку; коефіцієнт реінвестування чистого грошового потоку.

До показників ліквідності належать: коефіцієнт абсолютної (негайної) ліквідності; загальний коефіцієнт покриття (коефіцієнт поточної ліквідності); проміжний коефіцієнт покриття; коефіцієнт маневреності активів; коефіцієнт забезпеченості готовими засобами платежу; рівень операційної платоспроможності.

Група показників фінансової стійкості складається з коефіцієнта забезпеченості власними коштами; коефіцієнта фінансової автономії (стабільності); коефіцієнта заборгованості; коефіцієнта фінансового левериджу; коефіцієнта довгострокової фінансової незалежності; коефіцієнта співвідношення кредиторської та дебіторської заборгованості.

До групи показників ділової активності належать такі коефіцієнти: оборотність обігових коштів; оборотність товарно-матеріальних запасів; тривалість фінансового циклу; оборотність дебіторської заборгованості; оборотність кредиторської заборгованості.

Група показників рентабельності складається з: чистої рентабельності (збитковості) власного капіталу; звичайної рентабельності (збитковості) власного капіталу (до оподаткування);

рентабельності активів; рентабельності обороту (продажів); коефіцієнту прибутковості (норма чистого прибутку).

Зауважимо, що вибір саме таких показників був детермінований, з одного боку, аналізом наукових досліджень з проблем діагностики фінансового стану підприємств [16;17 - 23], і, з іншого боку, доступністю статистичної інформації про фінансовий стан саме підприємств виноробної промисловості України.

Для зручності подальших розрахунків введемо такі позначення для обраних показників:

X11 - коефіцієнт достатності чистого грошового потоку; X12 - коефіцієнт ліквідності чистого грошового потоку; X13 - коефіцієнт ефективності чистого грошового потоку; X14 - коефіцієнт реінвестування чистого грошового потоку; X21 - коефіцієнт негайної (абсолютної) ліквідності; X22 - загальний коефіцієнт покриття (коефіцієнт поточної ліквідності); X23 - проміжний коефіцієнт покриття; X24 - коефіцієнт маневреності активів; X25 - коефіцієнт забезпеченості готовими засобами платежу; X26 - рівень операційної платоспроможності; X31 - коефіцієнт забезпеченості власними коштами; X32 - коефіцієнт фінансової автономії (стабільності); X33 - коефіцієнт заборгованості; X34 - коефіцієнт фінансового левериджу; X35 - коефіцієнт довгострокової фінансової незалежності; X36 - коефіцієнт співвідношення кредиторської та дебіторської заборгованості; X41 - оборотність обігових коштів; X42 - оборотність товарно-матеріальних запасів; X43 - тривалість фінансового циклу; X44 - оборотність дебіторської заборгованості; X45 - оборотність кредиторської заборгованості; X51 - чиста рентабельність (збитковість) власного капіталу; X52 - звичайна рентабельність (збитковість) власного капіталу (до оподаткування); X53 - рентабельність активів; X54 - рентабельність обороту (продажів); X55 - коефіцієнт прибутковості (норма чистого прибутку).

2. Диференціація показників.

Усі показники, що характеризують фінансовий стан підприємства, можна розподілити на стимулятори та дестимулятори. Основою для такого поділу показників слугує спрямованість впливу кожного з них на розвиток досліджуваного процесу. Ознаки, що здійснюють позитивний, стимулюційний вплив, є стимуляторами. Ознаки, що чинять гальмівний, негативний вплив, є дестимуляторами [24; 25 ;26]. У нашому випадку до стимуляторів належать показники першої та другої груп ($X_{11}$, $X_{13}$, $X_{14}$, $X_{21}$, $X_{22}$, $X_{23}$, $X_{24}$, $X_{25}$, $X_{26}$); показники третьої групи – $X_{31}$, $X_{32}$, $X_{33}$, $X_{35}$, $X_{36}$; четвертої групи – $X_{41}$, $X_{42}$, $X_{44}$, $X_{45}$; всі показники п'ятої групи ($X_{51}$, $X_{52}$, $X_{53}$, $X_{54}$, $X_{55}$). До дестимуляторів належить четвертий показник третьої групи ($X_{34}$) та третій показник четвертої групи ($X_{43}$). Крім того, слід ураховувати, що для показника $X_{12}$ існує оптимальне значення – 1 [27; 28].

3. Стандартизація показників.

Обрані показники, що характеризують фінансовий стан підприємства, є неоднорідними – структурними та об'ємними; стимуляторами і дестимуляторами. Обрані показники мають різні шкали вимірювання, це ускладнює виконання дій, необхідних для обчислення інтегрального показника. Тому слід здійснити стандартизацію показників з використанням таких формул:

$$\tilde{x}_{ij}^{k} = \frac{x_{ij}^{k} - \min x_{ij}}{\max x_{ij} - \min x_{ij}}, \text{ якщо } X_{ij} \in S \qquad (2.8)$$

$$\tilde{x}_{ij}^{k} = \frac{\max x_{ij} - x_{ij}^{k}}{\max x_{ij} - \min x_{ij}}, \text{ якщо } X_{ij} \in DS \qquad (2.9)$$

$$\tilde{x}_{ij}^{k} = \frac{\max x_{ij} - \min x_{ij} - R\left|Z - x_{ij}^{k}\right|}{\max x_{ij} - \min x_{ij}}, \text{ якщо } X_{ij} \notin S, \quad X_{ij} \notin DS, \qquad (2.10)$$

де $S$ – множина стимуляторів;

DS – множина де стимуляторів;

$x_{ij}^{k}$ – вхідне значення показника $X_{ij}$; $k = \overline{1,54}$;

$\tilde{x}_{ij}^{k}$ – стандартизоване значення показника $X_{ij}$;

$\max x_{ij}$ – максимальне значення показника $X_{ij}$;

$\min x_{ij}$ – мінімальне значення показника $X_{ij}$;

$Z$ – оптимальне значення показника $X_{ij}$;

$R$ – коефіцієнт, який обирається так, щоб діапазон $\tilde{x}_{ij}^{k}$ становив від 0 до 1 [19].

При такому способі стандартизації $\tilde{x}_{ij}^{k}$ наближуватиметься до 1 при зменшенні відхилення $X_{ij}$ від оптимального значення $Z$.

4. Розподіл стандартизованих значень системи показників на інтервали, кожному з яких відповідає певна позиція підприємства.

Аналіз наукових праць показує, що масштаби фінансової кризи на підприємстві і відповідну ймовірність виникнення фінансової кризи прийнято розділяти або на три, або на п’ять інтервалів. Для збільшення точності оцінок будемо враховувати п’ять можливих значень для оцінки фінансової кризи на підприємстві (таблиця 2.1).

Таблиця 2.1.

Масштаби фінансової кризи на підприємстві

| Масштаби фінансової кризи | Ймовірність настання фінансової кризи | Рівень показника $X_{ij}$ |
|---|---|---|
| Відсутність схильності до фінансової кризи | Незначна | Дуже високий |
| Відсутність фінансової кризи | Низька | Високий |
| Легка фінансова криза | Середня | Середній |
| Глибока фінансова криза | Велика | Низький |
| Катастрофічна фінансова криза | Гранично велика | Дуже низький |

На цьому етапі постає задача визначити, які саме значення показників $X_{ij}$ відповідають дуже високому, високому, середньому, низькому або дуже низькому рівням. Формально – це задача розділення шкали 0 – 1 на певні п’ять інтервалів. Ми вважаємо

доцільним скористатися методикою розділення шкали на інтервали, що запропонована і апробована у роботі [15].

Отже, за зазначеною методикою для розділення шкали 0 – 1 на інтервали слід виконати такі дії.

1. Побудувати лінгвістичну змінну $B_{ij}$ – рівень показника $X_{ij}$ з терм-множиною значень «Дуже низький, Низький, Середній, Високий, Дуже високий». Значення лінгвістичної змінної $B_{ij}$ є, за своєю побудовою, нечіткими підмножинами інтервалу [0; 1].

2. Кожному значенню змінної $B_{ij}$ зіставити функцію належності $\mu(X_{ij})$ показника $X_{ij}$ тій чи іншій нечіткій множині. Вказана функція належності є трапецевидною функцією. Верхня основа трапеції відповідає повній упевненості у правильності класифікації за рівнями, нижня – впевненості в тому, що жодне інше значення з інтервалу [0; 1] не належить даній нечіткій підмножині.

Компактний опис трапецевидних функцій належності $\mu(X_{ij})$ здійснюється за трапецевидними числами $\beta(a_1, a_2, a_3, a_4)$, де $a_1$ та $a_4$ – абсциси нижньої основи трапеції, $a_2$ та $a_3$ - абсциси верхньої основи трапеції.

3. Для знаходження інтервалів «впевненості» розподілити множину значень показника $X_{ij}$ на п’ять кластерів, що будуть відповідати рівням зазначеного показника; для кожного із кластерів знайти інтервал, що буде містити центр отриманого розподілу. У нашому випадку центром розподілу слід вважати медіану, а центральним інтервалом – міжквартільний інтервал, оскільки більшість отриманих розподілів по-перше, не є нормальним, і по-друге, містить викиди, тобто значення, що дуже відрізняються від множини інших [20].

Далі для кожного з кластерів розраховується міжквартальний розмах, медіана та відповідні трапецевидні числа.

Наприкінці розраховується функція належності $\mu(X_{ij})$ показника $X_{ij}$ тій чи іншій нечіткій множині і відповідно значення змінної $B_{ij}$.

5. Визначення ступеня значущості кожного з показників.

Оскільки не усі групи показників мають однакову значимість в оцінці ймовірності виникнення фінансової кризи на підприємстві, то нами розраховані їх коефіцієнти вагомості на основі індивідуальних оцінок експертів, згідно з проведеним опитуванням. Розрахунок коефіцієнтів ваги здійснювався в два етапи. Перший етап передбачав вибір групи експертів і проведення ними оцінки важливості окремих груп показників за десятибальною шкалою. На другому етапі отримані оцінки в балах за допомогою визначення відносних величин трансформувалися в коефіцієнти ваги кожної групи показників, який розраховувався за формулою:

$$K_i = \frac{Б_i}{\sum_{i=1}^{k} Б_i}, \qquad (2.11)$$

де $К_i$ – значення коефіцієнта ваги і-тої групи показників, $Б_i$ – середньоарифметичне значення бальної оцінки експертами і-тої групи показників, k-кількість груп. Із умови, що сума коефіцієнтів ваги повинна дорівнювати 1, ми отримали вагові значення кожного показника в частках від одиниці. Результат розрахунків, а саме показники для оцінки фінансового стану підприємства та їх коефіцієнти вагомості подані в таблиці 2.2.

Таблиця 2.2

Показники та їх коефіцієнти вагомості

| Група показників | Коефіцієнт вагомості |
|---|---|
| $X_{11}$, $X_{12}$, X13, $X_{14}$ | 0,083333 |
| $X_{21}$, $X_{22}$, $X_{23}$, $X_{24}$, $X_{25}$, $X_{26}$ | 0,033333 |
| $X_{31}$, $X_{32}$, $X_{33}$, $X_{34}$, $X_{35}$, $X_{36}$ | 0,022222 |
| $X_{41}$, $X_{42}$, $X_{43}$, $X_{44}$, $X_{45}$ | 0,053333 |
| $X_{51}$, $X_{52}$, $X_{53}$, $X_{54}$, $X_{55}$ | 0,013333 |

6. Визначення ймовірності виникнення фінансової кризи досліджуваного підприємства.

На останньому етапі обчислюється ймовірність виникнення фінансової кризи на підприємстві.

$$p = \sum_{m=1}^{5} p_m \sum_{l=1}^{54} K(X_{ij}) \cdot \mu_l(X_{ij}), \qquad (2.12)$$

де $p_m = 0,9 - 0,2 \times (m-1)$ [29].

Тоді наявність фінансової кризи на підприємстві можна оцінити за даними таблиці 2.3.

Класифікація масштабів фінансової кризи на підприємстві і відповідної ймовірності настання фінансової кризи надано за працею Недосекіна О.О. [15].

Таблиця 2.3.

Класифікація масштабів фінансової кризи на підприємстві

| Масштаби фінансової кризи | Ймовірність настання фінансової кризи | Значення *P* |
|---|---|---|
| Відсутність схильності до фінансової кризи | Незначна | 0 - 0,25 |
| Відсутність фінансової кризи | Низька | 0,25 – 0,45 |
| Легка фінансова криза | Середня | 0,45 – 0,65 |
| Глибока фінансова криза | Велика | 0,65 – 0,85 |
| Катастрофічна фінансова криза | Гранично велика | 0,85 – 1 |

Методика, розглянута в роботі, дозволяє заздалегідь розпізнати ймовірність настання фінансової кризи та виявити проблемні складові на поточному етапі діяльності підприємства, які б дозволили провадити ефективне антикризове фінансове управління за рахунок своєчасного виявлення негативних тенденцій у діяльності підприємства та проведення відповідно до виявленої проблеми антикризових заходів, спрямованих на відновлення нормального розвитку підприємства.

### 2.2.2. Методичне забезпечення формування антикризової програми підприємства

Цільова антикризова програма призначена для вирішення певного переліку проблем, є інструментом реалізації місії та цілей функціонування підприємства та забезпечення його існування в довгостроковій перспективі.

Як зазначає З. Є. Шершньова, «антикризова програма має право на існування не тільки в умовах, коли криза вже почалася, а й у період нормального функціонування підприємства. Зміст антикризової програми – це комплекс послідовно здійснюваних заходів попередження, профілактики, подолання кризи, зниження рівня її негативних наслідків» [30, с. 140].

З нашої точки зору, для формування науково обґрунтованої антикризової програми необхідно розробити методичний підхід до її складання, який має містити у собі такі позиції:

- визначення цілей і завдань антикризової програми та їх взаємозв'язок з цілями підприємства, а також їх узгодження з державними антикризовими заходами, що використовуються для регулювання фінансової діяльності підприємства;
- структура антикризової програми: перелік етапів, стандартів до їх змісту;
- розробка процесу реалізації антикризової програми;
- організаційне забезпечення, яке включає розробку та реалізацію антикризової програми – визначення антикризових компетенцій серед суб'єктів даного процесу;
- інформаційне забезпечення розробки антикризової програми;
- розробка методичних підходів до виявлення фінансової кризи та оцінки її масштабів на підприємстві, розрахунку індикатора антикризової фінансової стійкості, що характеризують параметри антикризових заходів та форм контролю за їх виконанням;

- формування фінансово-економічного забезпечення, яке включає розробку та реалізацію антикризової програми.

Слід відмітити, що обґрунтування відповідних етапів антикризової програми з урахуванням специфіки функціонування підприємства дозволить створити умови для ефективного її виконання.

Проблема розробки антикризової програми підприємства, тобто визначення антикризових заходів, які необхідно здійснити, належить до слабкоструктурованих або неструктурованих проблем прийняття рішень.

Унікальність та нестандартність формування антикризової програми обумовлена тим, що реально існує досить широкий діапазон альтернатив, які являють собою складний об'єкт оцінювання. Прийняття рішення відбувається в умовах інформаційної невизначеності та високої ризикованості, багатоаспектності ресурсного забезпечення та в динамізмі навколишнього середовища підприємства, збільшення взаємопов'язаності окремих заходів.

Водночас при виборі антикризових заходів виникає проблема знаходження найбільш доцільних рішень з урахуванням різнорідних наслідків, які мають окремі антикризові заходи, що не можуть бути зведені до єдиного показника. Отже, йдеться про багатокритеріальний вибір альтернатив.

Визначені вище особливості завдання формування антикризової програми унеможливлюють застосування «класичних» математичних моделей, обумовлюють потребу розробки нового, адекватного методичного (інструментального) забезпечення.

Основними вимогами до методичного забезпечення формування антикризової програми визнаються такі: методичне забезпечення формування антикризової програми має відповідати досвіду особи, що приймає рішення; розроблені методичні прийоми мають бути зрозумілими; чим менше вони будуть формалізовані, тим з більшою

ймовірністю вони реально будуть застосовуватися практиками; прийоми обґрунтування рішення мають бути не трудомісткими.

Як відомо, прийняття рішення здійснюється, виходячи з принципу максимізації корисності. Особа, що приймає рішення, має остаточно визначений рівень задоволення, який є елементом множини альтернатив, що розглядаються. Рівень задоволення є плановим альтернативним рішенням, яке відповідає прагненням особи, що їх приймає. Рівень задоволення виконує дві функції. По-перше, він розглядається як критерій вибору, згідно з яким приймається те чи інше рішення, тобто він виконує роль стандарту, на який орієнтується особа, яка приймає рішення. По-друге, в умовах прийняття рішень щодо відкритих задач рівень задоволення є мотиваційним фактором, який стимулює процес пошуку альтернативних рішень, висунення додаткових альтернатив.

Таким чином, формування антикризової програми  це складний багатоетапний процес, який потребує інтеграції формальних та неформальних оцінок корисності і результативності окремих антикризових альтернатив, виходячи із заданих цільових параметрів антикризового процесу.

Методичний підхід до розробки антикризової програми для підприємств та структурно-логічна схема цього процесу наводиться на рис. 2.8.

Загальна концепція формування антикризової програми полягає у проведенні процедури відбору альтернатив шляхом проведення їх попереднього та поглибленого аналізу. Метою попереднього аналізу є попереднє зменшення множини висунутих альтернатив з урахуванням певної системи стандартів, що дає можливість сформувати множину допустимих альтернатив.

У перебігу поглибленого аналізу здійснюється поглиблене вивчення та експертне оцінювання кожного антикризового заходу допустимої множини альтернатив та формування остаточного

переліку раціональних антикризових заходів, які рекомендуються для включення до програми.

Відібрана сукупність раціональних альтернатив має відповідати таким вимогам: як правило, ця множина не є одноелементною (тобто йдеться про необхідність вибору не однієї альтернативи з визначеної множини допустимих альтернатив, а певної сукупності); сукупний ефект від реалізації відібраних альтернатив мусить забезпечувати досягнення визначених цільових параметрів антикризового процесу, а відібрана сукупність  мінімізацію втрат власників підприємства. Виконання цих вимог пропонується забезпечити шляхом проведення оцінювання наслідків реалізації окремих альтернатив для власників підприємства, ранжирування їх за критерієм втрат власників, що можуть мати місце,

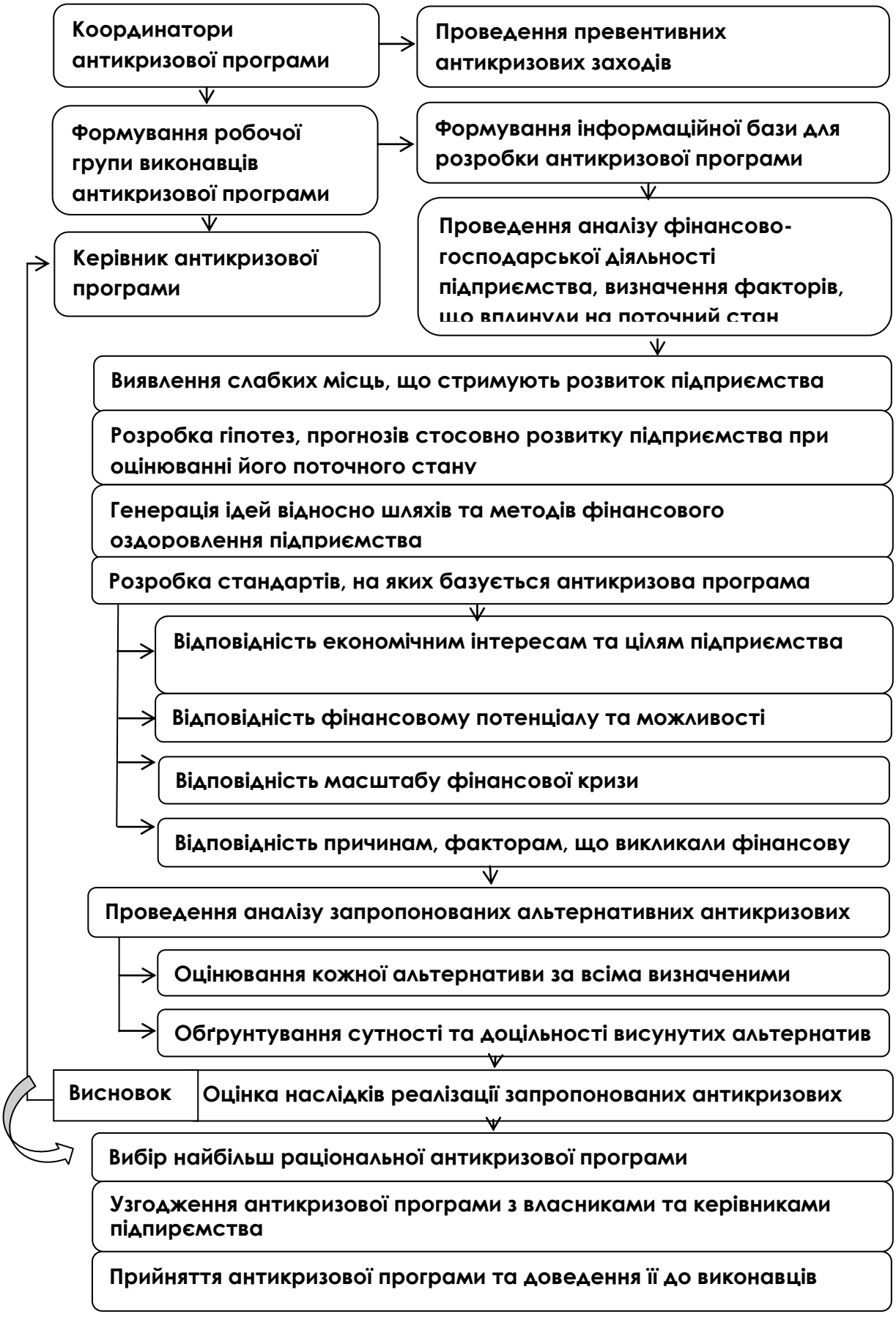



Рисунок 2.8. Структурно-логічна схема етапів формування антикризової програми

проведення імітаційного моделювання наслідків кожної альтернативи для функціонування підприємства, визначення їх кумулятивного ефекту та його порівняння з встановленими цільовими параметрами антикризового процесу.

Антикризова програма складається з двох структурних блоків: це формування антикризових компетенції та етапи розподілу антикризових компетенції. Антикризові компетенції формують координатори антикризової програми, його керівник та робоча група виконавців антикризової програми.

На етапі формування робочої групи виконавців антикризової програми необхідно виділити кілька зацікавлених осіб, які будуть відповідальними за процес розробки та впровадження антикризової програми.

Антикризові компетенції керуючих, контролюючих і виконуючих суб'єктів антикризового фінансового управління підприємством повинні містити такі елементи.

По-перше, фахові знання суб'єктів управління підприємством, які мають обов'язковий характер. До них слід віднести: антикризове фінансове управління, фінансовий менеджмент, управління фінансовими ризиками, уміння приймати рішення.

По-друге, досвід у проведенні превентивних антикризових заходів для попередження та недопущення настання фінансової кризи на підприємстві.

По-третє, досвід управління антикризовою фінансовою діяльністю: управління фінансовими ресурсами в умовах фінансової кризи, спроможність працювати в антикризових підрозділах, здатність розробки та реалізації антикризових програм, навички виведення підприємства з фінансової кризи.

По-четверте, менеджерські навички. До них слід віднести: особисту ефективність – лідерські якості, здатність швидко орієнтуватися в ситуації фінансової кризи та прийняття адекватних рішень, розробку антикризових заходів та їх реалізацію, здатність

мобілізувати колектив відносно реалізації антикризових програм; фінансову ефективність – здатність використовувати фінансово орієнтовані підходи до діагностики фінансової кризи, володіння навичками аналізу фінансової звітності; інноваційну ефективність – здатність самостійно генерувати прогресивні ідеї та нововведення в усіх сферах фінансово-економічної діяльності підприємства; соціальну ефективність – врахування інтересів працівників підприємства під час проведення антикризових заходів.

По-п’яте, сфера антикризових компетенції керуючих, контролюючих та виконуючих суб’єктів антикризового фінансового управління має прояв через розподіл повноважень.

Формування антикризової програми підприємства – це керований процес, у перебігу якого виокремлюються окремі етапи роботи. Другий блок антикризової програми включає етапи розподілу антикризових компетенції.

Мета антикризової програми вважається досягнутою, якщо з допомогою зовнішніх та внутрішніх фінансових джерел, проведення організаційних та фінансово-економічних удосконалень підприємство виходить з фінансової кризи, забезпечує свою прибутковість та конкурентоспроможність у довгостроковому періоді.

# РОЗДІЛ 3. СУЧАСНІ МОДЕЛІ ФУНКЦІОНУВАННЯ НЕБАНКІВСЬКИХ ФІНАНСОВИХ ІНСТИТУТІВ

## 3.1. Проблемно-орієнтований підхід щодо аналізу розвитку страхового сегмента України

### 3.1.1. Страховий ринок України: сучасні тенденції розвитку в контексті інтеграційних процесів

Розвиток страхового ринку є похідною соціально-економічного розвитку країни. Зацікавленість держави в розвитку страхування зумовлюється тим, що завдяки йому стає можливим підвищення соціального захисту населення і господарюючих суб'єктів; зменшення навантаження на державний бюджет щодо відшкодування непередбачуваних збитків природно-техногенного характеру; вирішення окремих проблем соціального забезпечення завдяки перенесенню державних соціальних виплат з коштів бюджету на страхові виплати. Страхування є стабільним і довгостроковим джерелом інвестування. Воно виконує не лише компенсаційну, а й накопичувально-заощаджувальну функцію. Водночас розвиток якісного страхування - процес поступовий і тривалий. При цьому зміни економічних умов породжують нові проблеми, від вирішення яких залежить стабільність та дієвість страхового ринку. Існує низка серйозних факторів, що негативно впливають на фінансову стійкість, платоспроможність, інвестиційний потенціал страхових компаній як суб’єктів підприємництва. Таку систему факторів можна поділити на дві великі складові: зовнішні та внутрішні. Всередині цих груп можна побудувати ієрархію взаємозв’язків і взаємозалежностей.

Аналіз динаміки розвитку страхового ринку України за даними 2012 року засвідчив, що ринок страхових послуг залишається найбільш капіталізованим серед інших небанківських фінансових ринків. Загальна кількість страхових компаній протягом 2012 року зменшилася на 28 і становить 414, зокрема 62 страхові компанії, що здійснюють страхування життя та 352 страхові компанії, що

здійснюють страхування інших видів, ніж страхування життя. Незважаючи на значну кількість компаній, фактично на страховому ринку основну частку валових страхових премій – 99,4% – акумулюють 200 страхових компаній, що здійснюють страхування видів, інших, ніж страхування життя (44,8 % від всіх страхових компаній, що здійснюють страхування видів, інших, ніж страхування життя) та 97,7% – 20 страхових компаній, що здійснюють страхування життя (31,3% від усіх страхових компаній, що здійснюють страхування життя). Таку тенденцію на ринку можна вважати негативною з огляду на зменшення конкуренції серед учасників на ринку, яка приводить до покращення якості послуг страхування, розвитку страхової справи взагалі та стабілізації економіки в цілому [1].

Як ми можемо бачити за даними 2012 рік, на ринку страхування відбулося зниження більшості показників, що характеризують страхову діяльність. На особливу увагу заслуговує значне зниження кількості укладених договорів страхування – на 71,2 %. Однак збільшують показники, що характеризують фінансову стійкість та платоспроможність страхових компаній. І це ми можемо спостерігати за даними таблиці 3.1, яка освітлює динаміку основних показників діяльності страхового ринку.

Основними змінами за видами страхування, що вплинули на зменшення надходження валових страхових платежів є: зменшення премій за майновими видами страхування, а саме - страхування фінансових ризиків, страхування від вогневих ризиків та ризиків стихійних явищ, страхування вантажів та багажу. Це свідчить про те, що має місце зниження довіри страхувальників до страхування за майновими видами страхування. Проте зріс обсяг валових страхових премій з таких видів страхування, як: обов'язкове страхування цивільно-правової відповідальності власників транспортних засобів, страхування життя.

Велика кількість страхових компаній має серйозні проблеми зі страховими виплатами. Як правило, це пов'язано з великими

Таблиця 3.1

Основні показники діяльності страхового ринку України та його динаміка*

| Показники | 2010 | 2011 | 2012 | Темпи приросту | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | | 2011/ 2010, % | 2012/ 2011,% |
| Кількість укладених договорів страхування, млн. шт. | 619,1 | 618,0 | 178,2 | -0,2 | -71,2 |
| Страхова діяльність | | | | | |
| Валові страхові премії, млн. грн. | 23 081,7 | 22693,5 | 21508,2 | -1,7 | -5,2 |
| Валові страхові виплати, млн. грн. | 6104,6 | 4864,0 | 5151,0 | -20,3 | 5,9 |
| Рівень валових виплат, % | 26,5 | 21,4 | 23,9 | - | - |
| Чисті страхові премії, млн. грн. | 13 327,7 | 17970,0 | 20277,5 | 34,8 | 12,8 |
| Чисті страхові виплати, млн. грн. | 5 885,7 | 4699,2 | 4970,0 | -20,2 | 5,8 |
| Рівень чистих виплат, % | 44,2 | 26,2 | 24,5 | - | - |
| Страхові резерви | | | | | |
| Обсяг сформованих страхових резервів, млн. грн. | 11 371,8 | 11179,3 | 12578,0 | -1,7 | 12,5 |
| - резерви зі страхування життя, млн. грн. | 2 185,2 | 2663,8 | 3222,7 | 21,9 | 21,0 |
| - технічні резерви, млн. грн. | 9 186,6 | 8515,5 | 9355,3 | -7,3 | 9,9 |
| Активи страховиків та статутний капітал | | | | | |
| Активи по балансу, млн. грн. | 45 234,6 | 48122,7 | 56224,7 | 6,4 | 16,8 |
| Активи, визначені ст. 31 Закону України «Про страхування», млн. грн. | 27 695,0 | 28642,4 | 48831,5 | 3,4 | 70,5 |
| | | | | | |

| Продовження таблиці 3.1. | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| Обсяг сплачених статутних капіталів, млн. грн. | 14 429,2 | 14091,8 | 14579,0 | -2,3 | 3,5 |
| Перестрахування | | | | | |
| Обсяг страхових платежів, сплачених перестраховикам, млн. грн. | 10745,2 | 5906,2 | 2522,8 | -45,0 | -57,3 |
| - з них: перестраховикам-нерезидентам, млн. грн. | 991,3 | 1182,7 | 1292,0 | 19,3 | 9,2 |

* Складено за даними офіційного сайта Національної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України http://www.dfp.gov.ua [1]

адміністративними витратами. Нормальна ситуація, коли на страховому ринку співвідношення розміру отриманих страхових премій до розміру страхових виплат становить 70-80 %. Зараз цей показник в Україні знаходиться на рівні 20-25 %. Це відбувається за рахунок наявності на ринку великої кількості дрібних страхових компаній, які, по суті, не займаються страхуванням, а працюють по системі надання виплат за умови отримання достатньої кількості страхових премій. Вони не мають достатніх резервів, а тому рівень невиплат по страхових випадках є дуже високим і знижує рівень довіри населення до ефективності страхування як такого.

Якщо проаналізувати дані 2012 року, то на 5,2 % зменшилися обсяги надходжень валових страхових премій, обсяг чистих страхових премій при цьому збільшився на 12,8 %.

Основним фактором зменшення валових страхових премій при одночасному збільшенні чистих страхових премій є перестрахування. У 2012 році відбулося значне зменшення обсягів вихідного перестрахування всередині країни (порівняно з аналогічним періодом 2011 року частка вихідного перестрахування у валових страхових преміях зменшилася з 28,6% до 12,5%) та відповідне зростання частки прямого страхування від фізичних та юридичних осіб.

Також у 2012 році змінилося співвідношення між вихідним перестрахуванням у нерезидентів та всередині країни на користь перших (55,4 % та 44,6 % відповідно).

Ця ситуація обумовлена нерозвиненістю вітчизняного ринку перестрахування; недосконалістю правового регулювання страхових і перестрахувальних операцій; невеликим досвідом роботи українських страховиків у сфері перестрахування, складносщами з оподаткуванням перестрахувальних операцій. Однією з головних проблем залишається підвищення ємності вітчизняного страхового ринку, його диверсифікація, створення можливостей для забезпечення захисту від великих ризиків. Доцільно було б організувати надійну систему перестрахування ризиків при накопиченні необхідних страхових ресурсів в Україні. Ще у 2010 році Національна комісія з регулювання ринків фінансових послуг України готувала концепцію державної перестрахувальної компанії, яка зможе приймати на себе значну частину ризиків українських страховиків і зможе збирати не менше 1,5 млрд. грн. страхових премій [2]. Однак така компанія і досі не створена. При цьому слід зауважити, що важливим моментом для страхової компанії є встановлення розміру власного утримання за ризиком відповідного розміру ризику, який передається в перестрахування. Вирішення цієї проблеми дозволить страховикам зменшувати витрати на перестрахування і збільшувати прибуток.

Важливим аспектом при дослідженні динаміки розвитку страхового ринку є фінансова стійкість страховиків. За останні роки відстежується тенденція зростання фінансової стійкості страхових компаній. У 2012 році на 16,8% зросли загальні активи, з них активи, визначені законодавством для надання коштів страхових резервів – на 70,5 %. Зокрема, це пов’язано зі збільшенням обсягу активів, дозволених для представлення акціями, цінними паперами, що емітуються державою, та банківськими вкладами (депозитами).

Обсяги сформованих страхових резервів у 2012 році зросли на 12,5 %, зокрема резерви зі страхування життя збільшилися на 21,0 %.

Отже, страхування необхідно розглядати і як складову частину інвестиційного процесу пов'язану з накопиченням коштів, необхідних для виплати страхових відшкодувань. Питання ефективного розміщення страхових резервів є актуальним для страховиків. Інвестиційні можливості страхування в Україні з року в рік зростають, про це свідчить аналіз динаміки частки чистих страхових премій у ВВП: з 2010 р. до 2011 р. цей показник зріс з 1,21 % до 1,89 %. Основними цілями страховика при формуванні інвестиційного портфеля в умовах вітчизняного страхового ринку є не лише максимізація дохідності та мінімізація ризику, а й забезпечення повернення вкладів. З огляду на те, що в структурі страхових платежів в Україні за видами страхування превалюють ризикові види, інвестиційна діяльність вітчизняних страховиків у першу чергу повинна забезпечувати можливість негайного відчуження коштів страхувальників з інвестиційного процесу.

Страхова організація, на відміну від виробничого або торгового підприємства, приймає гроші клієнта не для їх обміну на товар або послугу, а для того, щоб повернути їх у майбутньому цілком або в певній частині у формі страхових виплат. Інвестування ж є вкладенням коштів з достатньо великим ризиком, тому більшість страхових організацій розміщують страхові резерви в Україні переважно в банківських установах та в значно меншому розмірі в цінні папери і нерухомість. Слід зауважити, що законодавчо встановлена диверсифікованість резервів за категоріями активів досить розумна, однак обмеження, що накладаються на частки цих активів, призводять до несприятливих наслідків: дозволена частка цінних паперів у резервах складає 40 %, а фактична - усього 29 %.

Резерви страхових організацій можуть бути надійним джерелом інвестицій у перспективні галузі виробничої та невиробничої сфер.

Акції підприємств та банків є більш рентабельним вкладенням капіталу ніж банківські депозити та державні цінні папери. Однак страховики вважають за доцільне в умовах нестабільного функціонування інвестиційних ринків не займатися пошуками варіантів прибуткового і надійного розміщення активів. Ще однією перепоною на шляху перетворення українських страховиків на потужних інвесторів є низька капіталізація страхового ринку. Повноті використання інвестиційних можливостей страхового капіталу на фондовому ринку заважає слабкість самого фондового ринку.

Українські страхові компанії при інвестуванні віддають перевагу банківським депозитам, вони на вересень 2012 року складали більше 40% інвестиційного портфеля страховиків. У той же час вкладати кошти у банківські метали компанії не наважуються, їх частка у портфелі тільки зменшується і складає менше 1% [1].

Низьку інвестиційну привабливість мають і корпоративні облігації, що пов'язано з їх невисокою прибутковістю, низькою ліквідністю, а також слабко розвиненим вторинним ринком цінних паперів.

Одне з рішень цієї проблеми могло б бути знайдене шляхом зняття обмежень на поєднання діяльності страхування і дилерської діяльності на ринку цінних паперів.

Вкладення коштів страхових резервів у нерухомість, як один із інвестиційних напрямків, збільшує диверсифікованість портфеля і є особливо актуальним для компаній, що займаються довгостроковими видами страхування, бо може забезпечити інвестиційними об’єктами, що характеризуються безпечністю, прибутковістю та ліквідністю.

Ураховуючи важливість питання організаційного забезпечення процесу формування та розміщення страхових резервів, пропонується створення відділу інвестування страхових резервів, а також передачі частки повноважень філіям щодо розміщення сформованих ними резервів незароблених премій.

У 2000-х роках на український страховий ринок вийшло багато міжнародних гравців, наприклад, AXA Group, UNIQA, PZU Ukraina, Generali Garant, «Альфа страхування», «Allianz Україна», «AIG Україна», які бачили високий потенціал зростання українського ринку страхування, ураховуючи кількість населення [3]. Незважаючи на великі очікування міжнародних гравців, протягом останніх п'яти років не були проведені необхідні реформи як законодавства, так і ринку в цілому. Це призвело до того, що страховий ринок не показує істотного зростання. Отже, український страховий ринок не виправдав очікувань іноземних інвесторів.

Основною проблемою є недостатня капіталізація українських страхових компаній. Тому головною проблемою страхового ринку в роки кризи стала поява хвилі банкрутств страховиків. З метою упередження появи нового витка масових банкрутств страховиків необхідно зосередити зусилля на підвищенні капіталізації страхового ринку і встановленні бар'єрів для використання страховиків для оптимізації оподаткування. Незважаючи на зниження темпів зростання страхового ринку за роки кризи, відбувається його стабілізація. При цьому на фінансовому ринку домінуюче положення займають банківські установи. Це пов'язано з тим, що страхові компанії на сучасному етапі не в змозі запропонувати достатньо надійні й привабливі самостійні продукти для розміщення, особливо довготермінового, і капіталізації коштів. При найбільш залежних від страховиків операціях автокредитування, іпотечного кредитування, яке передбачає страхування не лише майна або відповідальності, але й ризиків кредитування, а в деяких випадках і життя позичальника, спостерігається найнижче покриття страховими преміями обсягів кредитних операцій. Водночас страхові компанії захищають банки від фінансових ризиків, таким чином спільна діяльність банків та страхових компаній створює умови для розвитку функції управління ризиками та приводить до більш ефективного виконання функції

капіталізації, яке відбувається за рахунок залучення коштів страховими компаніями і розміщення їх у банках.

Аналіз розвитку інтеграційних процесів у банківсько-страховому секторі України дозволив дійти висновку, що банки та страхові компанії здійснюють взаємодію і співпрацю у різних формах – від клієнтських і партнерських відносин, диверсифікації діяльності і взаємної інтервенції у суміжні сфери до взаємного вкладення капіталу в статутні фонди, створення банківсько-страхових груп, фінансових концернів та інтеграції у формі фінансових супермаркетів.

В Україні все більш затребуваними стають фінансові супермаркети, які можуть бути трьох типів. Перший - холдинг, що об'єднує низку дочірніх компаній, що пропонують як банківські, так і страхові послуги під загальною торговою маркою. І, як правило, створюються великими корпораціями. Другий тип - вільний, ринковий, коли банк і страхова компанія укладають між собою партнерський договір про спільні агентські продажи своїх послуг. Третій тип – брокерський який має на увазі наявність посередницьких організацій-брокерів, які збирають інформацію про всі фінансові послуги та підшукують звернутому до них споживача оптимальний для нього варіант.

Наразі в Україні існують перші два типи супермаркетів, а третій знаходиться в початковій стадії розвитку. Тому він особливо цікавий. Існує думка, що нашій країні варто піти шляхом низки західних країн, де сфера виробництва фінансових послуг і їх продажів розділені. Виробництвом займаються банки і страховики, а продають їх спеціалізовані компанії - фінансові брокери. Подібна схема вигідна і клієнтам: брокери зможуть підшукати для них оптимальний варіант, оскільки не пов'язані з конкретними банківськими або страховими організаціями.

Останнім часом на фінансовому ринку України, як, зрештою, й на інших сегментах ринку, проявляються дві провідні тенденції –

інтеграційна, виразником якої є концепція загальних фінансів (Allfinanzkonzepte), і дезінтеграційна, яка проявляється в концепції спеціалізації (у розрізі фінансових продуктів чи груп клієнтів) [4]. Обидві тенденції є типовими для високорозвиненого ринку. Прикладом реалізації концепції загальних фінансів є, насамперед, інтенсивна співпраця між кредитними та страховими закладами. Ця співпраця розвивається не лише щодо взаємного обслуговування своїх інституцій, а також набуває взаємопроникаючого міжгалузевого характеру. Вона має багатоцільове, взаємовигідне призначення й може стати перешкодою для входження на ринок нових виробників фінансових послуг (кредитних і страхових); сприяти зміцненню позицій уже діючих на ринку учасників як з боку страхової, так і з боку кредитної сфер; сприяти відкриттю й освоєнню нових джерел фінансових надходжень.

### 3.1.2. Розширення асортименту страхових послуг як головний вектор розвитку конкурентоспроможності страхових компаній

Ринкові трансформації в Україні визначили нову роль страхування у соціально-економічному житті суспільства, обумовили зародження та розвиток національного ринку страхових послуг. Водночас, як у період розвитку, так і сьогодні багато проблем страхового ринку залишаються не вирішені. Як наслідок, страховий ринок не забезпечує потреб суспільства в сучасних страхових послугах.

Частка класичного страхового ринку в структурі українського ВВП є невиправдано малою і складає близько 0,9 %, у той час як середньосвітовий показник становить близько 7 % [5].

Якщо критерієм розвитку страхового ринку обрати не доход страхових компаній, а якість страхових послуг, то виявиться, що параметри страхового ринку України погіршуються. Сьогодні вони знаходяться на дуже низькому рівні - за обсягом страхових виплат

вони у 8-9 разів гірші, ніж у розвинених країнах. Причому тенденція до погіршення зберігається протягом останніх років, і це свідчить про досить низький рівень розвитку страхового ринку.

Український ринок страхових послуг недосконалий, але його структура постійно змінюється, хоч і досить повільно. Попит на страхові послуги в Україні постійно зростає, що все ж таки приваблює закордонних інвесторів. Окрім того, зростає конкуренція на страховому ринку, що викликано збільшенням витрат страховиків на просування своїх послуг на ринок (оплата праці страхових брокерів та агентів, реклама і громадські зв'язки, утримання мережі офісів, знижки та інші цінові програми, просування страхових послуг, забезпечення якісного обслуговування страхувальників тощо).

Ще одним фактором, який визначає стан справ на ринку страхових послуг, є випередження темпів зростання надходжень страхових премій над темпами зростання страхових виплат. В Україні показник рівня валових страхових виплат знижувався з 19,5 % у 2000 р. до 7,93 % у 2004р, однак у 2005 р. він склав 14,92 %, а за 2006 р. – 18,8 %, стабільними були 2007 та 2008 роки, але з 2009 року відбулися зміни і вже у 2010 році рівень страхових виплат склав 26, 4 %, а за 2011 рік знизився до 21,4 %. У 2012 році відбулося збільшення рівня валових страхових виплат до 23,9% [1].

Подолання проблем розвитку страхового ринку України можливе за умов розвитку існуючих на ринку видів страхування та введення нових його видів.

На страховому ринку України значне місце належить страхуванню автотранспортних засобів. Зростання автомобілізації та аварійності на дорогах, погіршення криміногенної ситуації, збільшення кількості угонів і викрадень транспортних засобів об`єктивно вимагає створення надійного страхового захисту автотранспортних засобів, а головне - життя і здоров`я людей. І тому даний вид страхування має на меті забезпечити цей страховий захист. В Україні на сьогодні страхуванням цивільно-правової

відповідальності власників наземних транспортних засобів (ОСЦПВ) охоплені 93% всіх, що підлягають даним видом страхування. Рівень охоплення КАСКО складає 28%.

Частка валових страхових премій зі страхування автотранспортних засобів у загальній сумі валових страхових премій за останні п'ять років дещо знизилась, зокрема з 31,4 % у 2007 році до 27,1 % у 2011 році, тобто на 4,3 п.п., але останнім роком спостерігається позитивна тенденція до її зростання [1].

Щодо рівня валових страхових виплат зі страхування автотранспортних засобів, то його тенденція повторює загальну тенденцію страхового ринку зі страхових виплат, але при цьому рівень страхових виплат зі страхування автотранспортних засобів майже вдвічі перевищує аналогічний показник по ринку: так, станом на 30.09.2012 року рівень виплат по ринку становив 25,2 %, тоді як по страхуванню автотранспортних засобів склав 40,2 %. Це пов'язано зі значним рівнем ризику за досліджуваним видом страхування і значною часткою договорів страхування автотранспортних засобів у страховому портфелі страхових компаній України.

Найбільшу питому вагу в загальній кількості договорів з страхування автотранспортних засобів в Україні мають договори ОСЦПВ, і ця частка зростає з року в рік – 86,5 % у 2011 році (85,9 % - у 2010 році).

Ураховуючи соціальну значущість даного страхування автотранспортних засобів, можна внести наступні пропозиції. По-перше, вдосконалення законодавства в питаннях боротьби з шахрайством у страхуванні і налагодження для цього роботи Бюро страхових історій. По-друге, використання прямого регулювання, перевагою якого є те, що потерпіла сторона може отримати страхове відшкодування у тій страховій компанії, у якій був придбаний поліс ОСЦПВ, а не в страховій компанії винуватця. По-третє, введення ефективного механізму обов'язковості страхування шляхом заборони експлуатації, реєстрації, перереєстрації і допуску до технічного

огляду транспортних засобів, власники яких не мають полісів. Зазначена норма має бути визначена безпосередньо в Законі України «Про дорожній рух» і Правилах дорожнього руху. Для цього необхідно проведення відповідної законопроектної та організаційної роботи, яка передбачає контроль за наявністю полісів (ДАІ та ДПС), збільшення розміру штрафу за відсутність поліса. Вдосконалення страхування автотранспортних засобів можливе також шляхом запровадження адміністрування за допомогою ІТ, що дозволить відстежувати власників, які не мають поліса обов'язкового страхування цивільної відповідальності, а також зменшить витрачання бюджетних коштів. Поступове збільшення лімітів страхової відповідальності дасть змогу поліпшити впровадження цього виду страхування і підвищить безпеку дорожнього руху.

Щодо інших видів транспортного страхування, то вони розвинені значно менше. Зокрема це стосується авіаційного страхування. Авіаційна галузь держави належить до стратегічної і відіграє значну роль у розвитку економіки країни. Зважаючи на те, що в Україні працює розгалужена мережа аеропортів та авіаремонтних баз, зростають загальні обсяги пасажирських та вантажних перевезень, зростає потреба в страховому захисті. Збільшення використання повітряного транспорту в сучасних умовах пов'язано з величезною кількістю ризиків, виключити які неможливо. Окрім того, останнім часом з'являються нові конструкції літаків і вертольотів різного народногосподарського призначення, збільшується авіапарк, а, отже, підвищується інтенсивність зльотів та посадок, зростає пасажиропотік. Найбільша кількість страхових подій відбувається під час зльоту чи посадки, тому що саме в цей час повітряне судно отримує найбільші динамічні та статичні навантаження. Найбільш небезпечні періоди польоту хоча і становлять лише 6 % польотного часу, але на них припадає 75 % авіаційних подій [6]. Усе це позначається на рівні ризику в авіаційній галузі.

Проблема страхового забезпечення авіаційної галузі має велике значення для її стабільного та ефективного функціонування, зменшення збитків від інцидентів і створення високого потенціалу розвитку в майбутньому.

Тому на сьогодні за достатньо великої кількості авіаційних подій і інцидентів, старіючому парку повітряних суден, недостатності власних фінансових ресурсів для купівлі нової техніки більш актуальним стає авіаційне страхування, оскільки забезпечує страхувальника захистом від втрат, що виникають у процесі виробництва, використання або експлуатації авіаційної техніки.

В Україні згідно з міжнародними вимогами обов'язковість установлена лише для страхування відповідальності повітряного перевізника перед третіми особами, пасажирами, власниками багажу, вантажу та пошти. Страхування повітряних суден та страхування членів екіпажу, як обов'язкові види страхування, установлені в Україні внутрішнім законодавством.

Страхові ризики в авіаційному страхуванні мають значні розміри, тому страхові компанії використовують систему перестрахування. Така ситуація пов'язана з тим, що для авіаційного страхування властиві значні розміри страхових сум, визначені у валюті різних країн, та значні ліміти відповідальності, можливість катастрофічних збитків, що обумовлює необхідність перестрахування авіаційних ризиків. Окрім того, розвиток авіаційної промисловості, вдосконалення авіаційних конструкцій, розвиток космічної техніки привели до значного збільшення сумарної відповідальності страховиків по одному літаку, особливо реактивному пасажирському. До того ж, кожна держава світу встановлює ліміти відповідальності авіаційного перевізника під час виконання польотів на її території. Усі ці фактори обумовлюють потребу укладання договорів перестрахування, зокрема з міжнародними страховими брокерами.

Важливе значення при перестрахуванні авіаційних ризиків має вибір типу договору перестрахування, який пропонується

здійснювати залежно від структури та ємності страхового портфеля авіаційних ризиків страховика, специфіки окремих ризиків, а також від досвіду роботи компанії на ринку страхування. Найбільш правильним та економічно обґрунтованим з позиції страхової компанії, яка передає ризик, було б установлення власного утримання за кожним об'єктом, що страхується.

Дуже важливе значення для страхової компанії, яка займається авіаційним страхуванням, має залучення до роботи висококваліфікованих спеціалістів - актуаріїв, брокерів, страхових експертів, фінансових аналітиків, юристів, бухгалтерів та інших, котрі добре знаються на цьому виді страхування та міжнародному праві.

У сучасних умовах з транспортною системою безпосередньо пов'язане страхування вантажів. Страхування вантажів є одним із найбільш затребуваних у нашій країні видів страхування. Цей вид страхування охоплює таку безліч можливих збитків, що їх розмежування стає важкоздійснюваним завданням. З іншого боку, саме ця особливість визначає характерний для цієї галузі індивідуальний підхід до формування страхового захисту. Це пов'язано з тим, що перевезення вантажів схильні до великої кількості різних ризиків - пошкодження, розкрадання, викрадення транспортного засобу разом з вантажем і т.ін. Страхування внутрішніх вантажоперевезень у нашій країні розвинуте в меншій мірі, ніж експортно-імпортні операції, незважаючи на те, що потенціал його величезний.

У загальній сумі валових страхових премій, отриманих страховими компаніями України, за останні п'ять років частка валових страхових премій зі страхування вантажів знизилась на 2,4 п.п. - 7,4 % у 2008 році до 5,0 % у 2012 році [1].

Надходження валових страхових премій зі страхування вантажів та багажу має динаміку до скорочення, хоча при цьому темп приросту валових страхових виплат зростає, що позитивно позначається на

рівні валових страхових виплат з цього виду страхування. При цьому рівень валових страхових виплат зі страхування вантажів та багажу значно менший за рівень виплат на страховому ринку: якщо рівень валових виплат по ринку у 2012 році становив 23,9 %, то рівень виплат по страхуванню вантажів та багажу був менше 5 %. Це є негативним явищем і вимагає уваги з боку страхових компаній, адже може свідчити про недостатній рівень страхового забезпечення страхувальників або завищені страхові тарифи.

Частка страхових платежів, які сплачуються перестраховикам, у загальній сумі платжів зі страхування вантажів та багажу повторює тенденцію ринку і значно скоротилася у 2012 році. Так, якщо у 2008 році цей показник становив 61,9 %, то у 2012 році – лише 15,2 %. При цьому у 2012 році перестраховики компенсували лише 29,4% страхових виплат, тоді як у 2011 році – 75,6 % [1].

Якщо дослідити перестрахування ризиків страхування вантажів у перестраховиків-нерезидентів, то частка страхових платежів, яка їм передається, значно зросла за останні роки: з 1,8 % у 2008 році до 4,7 % у 2012 році. При цьому перестраховики–нерезиденти відшкодовують майже всі збитки внаслідок страхових випадків – вітчизняні перестраховики відшкодовують лише 0,4-10 % від загальної суми збитків. Хоча це співвідношення було змінено у 2012 році і перестраховики-нерезиденти відшкодували лише 29,0 % страхових виплат.

Зважаючи на високу плату за страхування вантажів та багажу, необхідне виведення на ринок нових страхових продуктів і нових форм реалізації страхових відносин, що забезпечують більш ефективне фінансування великих корпоративних ризиків, тобто необхідні альтернативні способи передачі ризику.

Як можливі рішення, відповідні для транспортних компаній, можна запропонувати такі гібридні продукти , як:

- гнучке обмежене страхування (поєднання власне страхування, ощадного механізму і самострахування);

- сек'юритизація страхових ризиків з прямим перенесенням на ринки капіталу (гібрид страхових і фінансових продуктів).

Для вдосконалення діяльності зі страхування вантажів на рівні окремого страховика, можна запропонувати активізувати роботу та залучати до співпраці нових контрагентів, зокрема: зернових трейдерів, фірм, що спеціалізуються на торгівлі комбікормами, металами тощо [7].

Особлива увага повинна приділятися страхуванню цивільної відповідальності перевізника небезпечних вантажів, які є найбільш загрозливими у випадку порушення безпеки руху, оскільки цей вид страхування є обов'язковим і передбачає захист суспільно значущих інтересів, але не завжди використовується. Частка валових страхових премій з обов’язкового страхування відповідальності суб'єктів перевезення небезпечних вантажів у загальній сумі валових страхових премій страховиків України складає мізерну величину і майже не змінюється протягом останніх п’яти років. Так, у 2008 році цей показник склав 0,18%, а у 2012 році – лише 0,24 %. Рівень страхових виплат з обов’язкового страхування відповідальності суб'єктів перевезення небезпечних вантажів також знаходиться на дуже низькому рівні: 0,02 % у 2008 році – 0,24 % у 2011 році, а у 2012 році страхові виплати за цим видом страхування взагалі не здійснювалися [1].

Для фінансування заходів щодо підвищення безпеки руху та попередження страхових випадків при перевезенні вантажів різними видами транспорту пропонується створення фонду попереджувальних заходів. Ціллю створення цього фонду є фінансування заходів, які попереджують настання страхових випадків. Створення такого фонду сприяє запобіганню великих втрат і страховика, і страхувальника. Тобто цей фонд є засобом реалізації превентивної функції страхування.

Одним із найбільш ризикових зі всього спектру економічної діяльності вважається банківський сектор. Банківській діяльності

залежно від виду здійснюваних операцій завжди притаманні різноманітні фінансові ризики: кредитні, валютні, депозитні тощо. Основні ризики банківської діяльності можуть негативно впливати на якість активів, обсяги надходжень, адекватність капіталу, чутливість банків до впливу зміни ринкових умов та їх фінансову стійкість.

У вітчизняних банків наразі існує два основні методи боротьби з ризиками: перший – розробка та затвердження величезної кількості внутрішніх положень, методик та інструкцій, включаючи плани дій в умовах форс-мажорних ситуацій, другий – формування резервів на можливі втрати. Як перший, так і другий варіант має свої недоліки, один із яких – сумнівна ефективність в умовах серйозних потрясінь. Проте існує ще й третій метод оптимізації банківських ризиків, який поки не отримав такого широкого розповсюдження, як перші два, але доволі перспективний і в Україні набирає обертів протягом останніх років. На відміну від інших способів, він дозволяє в разі реалізації ризику отримати реальне відшкодування збитків та інших неприємностей матеріального характеру, причому «живими» грошима. Йдеться про страхування банківської діяльності.

Поєднання самострахування та страхування банківських ризиків відзначається більшою стабільністю та захищеністю інтересів клієнтів банку (кредиторів, вкладників). Страхування ризиків банками є одним із методів забезпечення фінансової стабільності і має бути обов´язковим компонентом захисту від невизначеної ситуації на ринку і впливу непередбачених факторів. Міжнародний досвід свідчить про те, що страхування банківських ризиків забезпечує банкам надійну репутацію, довіру з боку вкладників і партнерів, а тому і взагалі ефективну діяльність, фінансову стійкість. В Україні страхування банківських ризиків є досить обмеженим, багато видів страхування, які масово використовуються в міжнародній практиці, майже не використовуються українськими банками, що пов´язано із специфічними умовами, які склалися в Україні. У своїй більшості українські банки лише підстраховуються

від форс-мажорних ситуацій і від навмисного шахрайства, а на специфічні банківські ризики орієнтовані лише поодинокі страхові продукти. Також страховий ринок України ще недостатньо розвинутий порівняно зі страховими ринками розвинутих країн, що спричинює ненадійність роботи українських страхових компаній.

З огляду на економічні умови в Україні, використання комплексного страхування ризиків банками дозволило б значно стабілізувати їх діяльність, захистити від широкого кола ризиків. Комплексне страхування банківських ризиків – значний крок у розвитку не тільки страхового ринку, а й економіки України в цілому, який дозволить нашій країні наблизитися до рівня розвинених країн, значно скоротити економічні, інфляційні коливання, стабілізувати банківську систему і врегулювати грошовий оборот. Однак для ефективного впровадження системи комплексного страхування банківських ризиків потрібні зміни в законодавстві, зростання рівня інтеграції у світову економіку, удосконалення принципів моніторингу діяльності банків, значні інвестиції в розвиток страхового ринку та банківську систему. Таким чином, страхування банківської діяльності має всі перспективи до подальшого розвитку. Зрозуміло, що захиститися від всіх банківських ризиків за допомогою одного тільки страхування неможливо. Внутрішньобанківські процедури з виявлення, оцінки та управління ризиками покликані не допустити реалізації небезпечних подій у житті кредитної організації, або хоча б мінімізувати їх наслідки. Сформовані заздалегідь резерви на можливі втрати дозволяють розподілити збитки в часі. Але тільки всі ці заходи сукупно зі страхуванням забезпечать банкам фінансову стабільність.

Одним із напрямків вирішення цього питання є розвиток страхування кредитів, що дозволить отримати більш низьку ціну, високоякісний продукт та спрощену систему страхування, а також зручність обслуговування в одному місці.

У сучасних умовах в Україні обсяги кредитування збільшуються. Так, обсяг кредитів, наданих в економіку, зріс за 2012

рік майже на 30 мільярдів гривень. Крім того майже на 16 мільярдів гривень збільшились обсяги кредитування населення в національній валюті. Загальний обсяг нових кредитів, наданих банками України у липні 2013 року становив 133,3 млрд. грн., середній обсяг за попередні 12 місяців – 119,3 млрд. грн. Це означає, що як кредитори, так і позичальники постійно наражаються на ризики, пов'язані з такими операціями [8].

Розвиток кредитного ринку в Україні супроводжується зростанням неповернення кредитів (простроченої заборгованості), що, у свою чергу, може призвести до масового банкрутства кредитних установ і стагнації всього банківського ринку. Частка простроченої заборгованості за кредитами в загальному обсязі наданих кредитів зросла: з 2,27 % у 2008 році до 8,89 % у 2012 році. Станом на 01.10.2013 року цей показник зменшився до рівня 8,68 %, що є позитивною тенденцією [9].

Різноманітність видів кредитних операцій зумовлює особливості та причини виникнення кредитного ризику, який виникає, зазвичай, через: недобросовісність позичальника кредиту; погіршення його фінансового стану; несприятливу економічну кон'юнктуру; некомпетентність керівництва фірми тощо. Він може виникнути в усіх видах кредитних операцій як усередині країни, так і в міжнародному кредитуванні.

У зв'язку з тим, що більшість кредитних ресурсів концентрується в банках, саме вони найбільше наражаються на кредитні ризики, рівень яких залежить від особи позичальника, його фінансового стану, форми кредиту і загальної економічної ситуації в країні.

Ризик кредитного договору дещо відрізняється від типових ризиків, які є основою майнового страхування і тому суть страхування кредитів також дещо відрізняється від інших видів страхування і виявляється у двох формах: делькредерна та заставна. Нині банки більшою мірою надають перевагу заставному

страхуванню. Це пов'язано перш за все з тим, що при використанні делькредного страхування банку доводиться залишати частину ризику неповернення кредиту на своєму утриманні відповідно до загальноприйнятих умов договору страхування (тобто застосовується франшиза). Крім того, банк сплачує значні страхові платежі, що знижує прибутковість кредитних операцій.

Залежно від цільового призначення кредиту пропонуються різні страхові послуги. Так, отримання кредиту на купівлю нерухомості може передбачати страхування нерухомості за класичними ризиками майнового страхування, страхування життя і здоров'я позичальника, страхування ризику втрати права власності на майно.

У зв'язку з нестабільністю фінансового ринку дуже небагато страхових компаній беруться за страхування кредитних ризиків банку при кредитуванні споживчих потреб, оскільки останнім часом зросла кількість випадків неповернення боргу по кредиту.

Відзначимо також, що одним із факторів, який стримує розвиток співпраці банків та страхових компаній за страхуванням кредитів, є порівняно незначна капіталізація страховиків.

Сумнів щодо платоспроможності страховика виникає також через нерозвиненість страхового аудиту, недостатнє висвітлення в економічній пресі балансів, фінансових звітів страхових компаній. З іншого боку, страхові компанії встановлюють досить високі страхові тарифи за видами страхування кредитних ризиків, які не завжди є виправданими. Також, зважаючи на збитковість страхування кредитних ризиків (співвідношення виплат та платежів) в Україні, страхові компанії здійснюють жорсткий відбір страхувальників. У середньому в страхуванні кредитних ризиків задовольняється лише одне з п'яти звернень, адже проводиться детальний аналіз фінансово-економічних показників діяльності клієнта, його кредитної історії та контрагентів, їх позицій на ринку. Уважно вивчається контракт, коректність та відповідність законодавству його положень (страхова

компанія може навіть надавати рекомендації клієнтові для мінімізації його ризиків).

З метою зменшення взаємних ризиків банків і страховиків, протидії операціям квазістрахування, а також підвищення рівня ліквідності та платоспроможності фінансових установ доцільно створити в структурі НБУ і Нацфінпослуг інтегровану систему нагляду за діяльністю банків на страховому ринку, яка б забезпечувала надійність й ефективність банкострахування, а також активне впровадження в практику страхування іпотечних зобов'язань.

Серед особистих видів страхування значної уваги заслуговує медичне страхування.

Сучасний стан охорони здоров’я населення та фінансування цієї галузі вимагає дослідження цієї проблеми. Зокрема, невирішеним залишається питання системи фінансування охорони здоров’я в Україні, адже бюджетне фінансування не задовольняє існуючі потреби, а введення обов’язкового медичного страхування за рахунок держави також не є ефективним. Це робить медичне страхування непривабливою та неперспективною галуззю економіки країни.

Законом України «Про страхування» передбачено здійснення медичного страхування як в обов’язковій, так і в добровільній формах [10]. Однак обов’язкове медичне страхування до цього часу не запроваджене, а добровільне медичне страхування здійснюється страховими компаніями в незначних обсягах. Це обумовлено низкою причин, до яких можна віднести: недостатньо розроблену законодавчу базу; вади податкового законодавства; недовіра до страхування в цілому; недостатнє фінансування галузі охорони здоров'я; відсталість технологічної та матеріальної бази медичних установ; недосконалий механізм обслуговування застрахованих осіб; низький добробут населення; кадрові проблеми галузі охорони здоров’я.

За роки незалежності України було підготовлено більше десяти діаметрально протилежних законопроектів, якими визначалися

правові норми здійснення обов'язкового медичного страхування, однак питання досі залишається відкритим.

Незважаючи на неурегульованість питань щодо проведення медичного страхування, його питома вага в загальному обсязі страхових послуг, починаючи з 2004 року, неухильно зростає: з 1,7 % у 2004 році до 9,1 % станом на 30.09.2012 року. При цьому найбільшою популярністю користується медичне страхування (безперервне страхування життя), яке займає у структурі видів медичного страхування понад 60 % [1].

Слід зазначити, що особливістю вітчизняного ринку медичного страхування є те, що тільки 5 % договорів добровільного медичного страхування припадає на роздрібний сегмент, у той час як питома вага корпоративного страхування в загальному портфелі українських страховиків становить 95% [11]. Пересічні громадяни не зацікавлені в придбанні страховки, що пов'язано з відсутністю в більшості клінік сучасного обладнання для діагностики та лікування, складнощами з медичними препаратами та нестачею кваліфікованих лікарів. А послуги приватних лікарень, у яких є сучасна технологічна та матеріальна база, мають високу вартість.

Страховики, побоюючись випадків страхового шахрайства, також з обережністю ставляться до фізичних осіб, які намагаються укласти договір добровільного медичного страхування. Тому встановлюють запобіжні заходи у вигляді високих тарифів, вимоги пройти медичний огляд у профільних лікарів за власний кошт, установлення вікового цензу тощо.

Окрім того, для ринку добровільних страхових медичних послуг характерна й така ситуація: якщо ризик захворювання страхувальника є низьким, то всі страхові компанії пропонують страхову медичну послугу, якщо ж йдеться про страхування більш складних випадків – кількість страхових компаній, що пропонують страховий захист, зменшується.

Слід також зазначити, що медичне страхування – збитковий напрям у діяльності страховика. Якщо врахувати адміністративні витрати страхових компаній по добровільному медичному страхуванню і податки, то це збільшить рівень виплат цього виду ще на 30 %. У підсумку виходить, що практично в усіх лідерів ринку добровільного медичного страхування рівень виплат досягає 100 %, а то й перевищує цю межу. Тому страхові компанії обмежують частку цього виду страхування у своїх портфелях або взагалі відмовляються від його проведення.

Окрім того, у деяких зі страхових компаній, які мають ліцензію на здійснення добровільного медичного страхування, не розвинені філіальні мережі, немає ні спеціалізованої асистуючої компанії, ні чітко налагоджених відносин з медичними установами.

З боку підприємств причиною відмови від впровадження програм медичного страхування є обмежене фінансування, недовіра до страхування в цілому, недосконале податкове законодавство, а також низький рівень корпоративного управління.

Але медичне страхування пов'язане з іміджем компанії, і тому дуже важливе. Причому важливо для обох сторін, що укладають договір: страхової компанії і компанії, яка дбає про своїх співробітників.

Необхідно переглянути реформи, пов'язані з охороною здоров'я в цілому, включаючи реструктуризацію органів охорони здоров'я, ефективне фінансування й облаштування клінік і розвиток медичної інфраструктури по всій Україні, а також удосконалення якості надання медико-страхових послуг.

Для впровадження ефективної системи медичного страхування в Україні необхідно змінити загальну систему фінансування. Впровадження бюджетно-страхової моделі є досить вдалим вирішенням проблеми введення обов’язкового медичного страхування та врахування інтересів страховиків.

Мають бути вирішені неузгодженості в законодавчій базі, зокрема прийняття профільного закону, який би сприяв розвитку медичного страхування та вдосконаленню діяльності страхових компаній і захисту інтересів громадян. Необхідним є також удосконаленням податкової політики та державного нагляду в цій галузі.

При цьому важливим є вивчення позитивного світового досвіду з урахуванням помилок, через які пройшли інші країни, зокрема країн Європейського Союзу, для знаходження шляхів удосконалення медичного страхування в Україні.

Ще однією зі страхових послуг, яка потребує досліджень задля вироблення шляхів удосконалення, є страхування від нещасних випадків. Страхування від нещасних випадків - це потужний фінансовий механізм, що дозволяє зберегти матеріальний добробут на тому ж рівні, на якому він був до отримання застрахованим травми, інвалідності або смерті та певною мірою нівелювати їх наслідки.

Добровільне страхування від нещасних випадків в Україні характеризується низьким рівнем виплат страхових відшкодувань (у середньому 20 %, у той час як аналогічний показник з добровільного медичного страхування складає майже 70 %), тобто страхові премії у десятки разів перевищують страхові виплати [1]. Багато страхових компаній нерідко необґрунтовано відмовляють своїм клієнтам у виплаті, посилаючись на невідповідність страхового випадку умовам договору. Якщо порівняти український досвід із зарубіжним, то проникнення послуг з особистого страхування на вітчизняний ринок знаходиться на ще дуже низькому рівні. Усе це є наслідком недовіри потенційних страхувальників до вітчизняних страховиків, недостатньої урегульованості цієї діяльності та контролю з боку Нацфінпослуг. За таких умов, перспективним може стати розвиток колективного страхування від нещасних випадків, особливо в компаніях з іноземним капіталом та пріоритетами в забезпеченні

своїх співробітників гарантіями відшкодування несподіваної шкоди, завданої в результаті нещасного випадку.

Таким, що потребує реформування, є обов'язкове страхування від нещасних випадків на транспорті. Невідповідність проведення даного виду страхування нормам цивільного законодавства та низький рівень страхових відшкодувань при значних надходженнях страхових премій, непрозорість відносин між страховиками і перевізниками щодо перерозподілу страхових премій ставить під питання доцільність існування даного виду страхування. Альтернативою діючої системи може бути страхування відповідальності перевізника перед пасажирами. Ще одним варіантом може стати подальше підвищення ліміту відповідальності перевізникам за шкоду, нанесену життю і здоров'ю пасажирів.

### 3.1.3. Моделювання розміру страхових резервів страховика

Будь-яка страхова компанія функціонує в тісній взаємодії зі страховим ринком: з одного боку через надання страхових послуг та забезпечення страховиків відповідною інформацією, з іншого боку, страховий ринок дає страховику зворотній потік інформації. Тобто виникає замкнена система, що функціонує як одне ціле і яка опосередкована зовнішнім та внутрішнім середовищем страховика [12, с.31].

Як і кожна система, система фінансового управління складається з об'єкта управління та суб'єкта управління, тобто управляючої системи та системи, якою управляють.

Об'єктом управління в цій системі виступають фінансові ресурси, зокрема їх розміри, джерела формування та фінансові відносини між господарюючими суб'єктами, а також різними ланками фінансової системи.

Страхові резерви складають левову частку фінансових ресурсів страховика. Проблеми щодо формування страхових резервів перш за

все виникають у зв'язку з нерозвиненістю системи методичного забезпечення таких напрямків, як якісний та кількісний склад страхових резервів, достатній розмір страхових резервів, а саме: резерву незароблених премій, забезпечення фінансової надійності та платоспроможності з урахуванням прибутковості вкладення коштів страхових резервів, наявність відповідного організаційного забезпечення, яке дозволить обґрунтовувати ефективні напрямки вкладень та низка інших.

Вихідним моментом якісного управління страховими резервами є адекватне формування розміру страхових резервів і, перш за все, резерву незароблених премій, який складає до 90 % у структурі страхових резервів.

Якщо раніше законодавчо був встановлений тільки спрощений метод – метод «плаваючих кварталів», то зараз страхові компанії самі можуть обирати будь-який метод.

За методологією формування обсягів страхових резервів за видами, що застосовується у страхових компаніях, розміри резервів, окрім резерву незароблених премій, розраховуються довільно (як правило, за фактом настання події), що призводить до неефективної системи управління страховими резервами, відсутності прогнозування фінансових ресурсів, які необхідно мати у високоліквідних активах. Тому постає завдання вибору найбільш придатної методики.

Пропонується наступний підхід до формування оптимального страхового резерву в розрізі видів страхування.

Прибуткове функціонування страхової компанії підлягає впливу великої кількості факторів.

Дійсно, укладання або не укладання договору страхування кожною конкретною фізичною чи юридичною особою визначається значною кількістю різноманітних чинників, які важко враховуються. Сума кожного окремого договору також варіюється по близьких об'єктах страхування, але в незначних межах.

Аналогічно, настання страхових випадків є випадковим процесом. І лише розмір страхових виплат досить чітко регламентований і може вважатися детермінованим. Усе це призводить до того, що випадковою величиною є розмір коштів, які має у своєму розпорядженні страхова компанія, тобто страховий резерв. Це у свою чергу, призводить до невизначеності процесу інвестування з точки зору часових параметрів (тобто на який час ми можемо інвестувати ті чи інші кошти), видів інвестиційних інструментів і призводить до зниження ефективності роботи страхових компаній.

Виходячи із специфіки функціонування страхових компаній, для моделювання процесу руху коштів був запропонований метод статистичного моделювання, так званий метод Монте-Карло [13, с. 38; 14, с. 73]. Інші існуючі на сьогодні методи моделювання випадкових процесів є досить громіздкими і спираються на достатньо складний математичний апарат, але разом з тим, ненабагато точніші результати порівнянно з методами статистичного моделювання.

Основна ідея методу полягає в тому, що, з метою знайти оцінку результатів певного випадкового процесу, будується імітаційна модель, у якій за відомими емпіричними законами розподілу випадкових величин, що визначають шуканий результат, моделюється значення набору деяких випадкових величин, значення яких дозволяють обчислити значення результуючого показника. Проводиться достатньо велика кількість реалізацій моделі, результати усереднюються, і ми одержуємо деяку оцінку шуканих показників.

Як відомо з математичної статистики [15, с. 21], ця оцінка повинна бути незміщеною, ефективною і спроможною. Реалізації дають набір значень шуканої величини, який можна вважати вибіркою. Для її оцінки застосовані методи, що використовуються в математичній статистиці, зокрема теореми Чебишева і Бернуллі з уточненням Ляпунова [16, с. 42].

Вхідною інформацією для моделі служать статистичні матеріали роботи страхових компаній будь-якого регіону за певний період часу. Для побудови моделі було обрано дванадцять видів страхування, а саме:

1. Страхування залізничного транспорту.
2. Страхування наземного транспорту, крім залізничного.
3. Страхування повітряного транспорту.
4. Страхування водного транспорту.
5. Страхування вантажів та багажу.
6. Страхування від вогневих ризиків та ризиків стихійних явищ.
7. Страхування кредитів.
8. Страхування інвестицій.
9. Страхування фінансових ризиків.
10. Страхування виданих гарантій.
11. Страхування майна.
12. Страхування від нещасних випадків.

За кожним видом страхування були побудовані емпіричні функції розподілу кількості договорів за кожним з обраних видів страхування. Такі ж функції були побудовані для випадкової величини – кількості страхових випадків. За допомогою датчика випадкових чисел знаходились такі випадкові величини:

- перша, розподілена по емпіричному закону за кількістю договорів;
- друга, розподілена по емпіричному закону за кількістю страхових випадків.

Як згадувалося вище, розмір виплати по страховому випадку можна вважати детермінованою величиною, і в роботі використовувалася середня величина виплати на один страховий випадок за кожним видом страхування. Випадок укладання колективних договорів страхування не враховувався при побудові

моделі, але за наявності вказаного виду договорів, необхідний блок може додаватися до моделі (рис. 3.1).

Розмір страхової суми за страховим договором – вірогідний показник. З метою моделювання було зроблене припущення про те, що ця величина не є випадковою і в модель закладалася середня сума договору за кожним видом страхування.

Модель реалізовувалася з використанням редактора Excel. У якості вхідної інформації використовувалися дві функції розподілу, середні суми договорів, середня виплата за страховим випадком. У кожній реалізації визначалася кількість укладених договорів і кількість страхових випадків. Вони множилися відповідно на середню суму договорів і середню виплату за страховими випадками і обчислювалася їх різниця за кожним з обраних видів страхування. Відповідно кожна реалізація означала річний результат діяльності страхової компанії. Блок-схема моделі наведена на рис. 3.1.

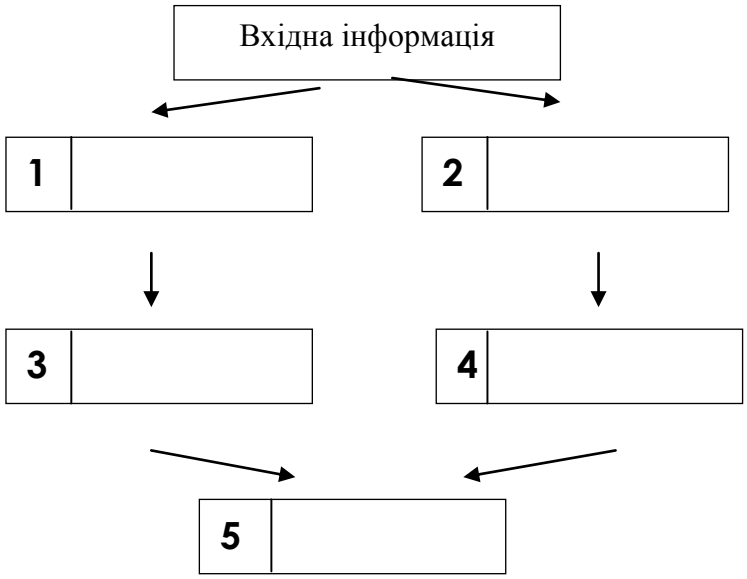



Рис. 3.1. Блок-схема моделі формування страхового резерву

Блок 1: продукування випадкового числа в діапазоні [0, 1].

Блок 2: розрахунок випадкової величини - кількості договорів страхування.

Блок 3: розрахунок випадкової величини – кількості страхових випадків.

Блок 4: розрахунок суми надходження страхових платежів;

Блок 5: розрахунок суми страхових виплат.

Блок 6: розрахунок суми прогнозованого прогнозованого страхового резерву.

Розрахунок статистичних характеристик здійснювався за чотирма показниками для кожного виду страхування – надходження страхових платежів, страхові виплати, прогнозований страховий резерв, ефективність даного виду страхування.

При цьому за тими трьома видами страхування, для яких за моделлю страхові виплати дорівнюють нулю, а саме: страхування залізничного транспорту, страхування інвестицій, страхування виданих гарантій, прогнозовані страхові резерви не розраховувались.

При побудові моделі було застосовано ще одне припущення, а саме: у деяких реалізаціях кількість страхових випадків перевищувала кількість укладених договорів страхування. Допустимість такої ситуації заснована на припущенні про те, що договори можуть діяти більше одного року і починатися в будь-який місяць року. Таким чином, частина страхових випадків, що перевищує кількість страхових договорів, наступала за договорами, укладеними в попередні періоди.

Легко побачити, що якщо використовувати щомісячну інформацію і доповнити модель співвідношеннями, що враховують терміни дії договорів, то відмічений недолік усунеться.

Необхідно відзначити, що за наявності детальнішої інформації (поквартальної, щомісячної) модель принципово відрізнятися не буде від побудованої, але одержувані за її допомогою результати повинні вийти точнішими.

Якщо є види страхування страхові виплати за якими не проводилися, то функція розподілу кількості виплат не може бути побудована. При цьому для цих видів страхування прогнозований

страховий резерв не розраховується, оскільки в даному випадку всі платежі прямують у резерви. Ми вважаємо, що це не зовсім відповідає дійсності і є наслідками неповноти початкової інформації.

Одним із показників економічної ефективності роботи страхових компаній можна вважати співвідношення частки коштів, що залишилися, до їх надходження. Якщо унеможливити випадки перевищення страхових виплат над страховими платежами, то цей показник варіюється в певному діапазоні.

Переглядаючи кожний із масивів чисел як вибірку, можна дати їм статистичну оцінку, зокрема для сум надходжень, виплат і прогнозованих резервів оцінити довірчий інтервал можливих значень, а для показника ефективності – довірчий інтервал частки. Особливий інтерес викликають випадки від'ємних значень прогнозованого резерву, тобто випадки, коли зібраних за певний проміжок часу страхових платежів недостатньо для здійснення виплат у цьому ж періоді за даним видом страхування. Для оцінки цього якісного показника розраховувалися ознаки у вибірці.

Згідно з теоремами Чебишева і Бернуллі з уточненням Ляпунова:

$$P\left(\left|\bar{x}-\tilde{x}\right|\le\Delta\right)\approx\Phi(t) \qquad (3.1)$$

$$P\left(\left|W-p\right|\le\Delta\right)\approx\Phi(t) \qquad (3.2),$$

де $\bar{x}$ - це середнє значення параметра у вибірці;

$\tilde{x}$ - прогнозне значення даного параметра;

$W$ - ознаки у вибірці;

$p$ - прогнозна поява даної ознаки;

$\Delta = t\cdot\mu$ - точність прогнозу;

$[\bar{x}-\Delta;\bar{x}+\Delta]$ - довірчий інтервал

$\Phi(t)$ - функція Лапласа;

$t=2$ - аргумент функції Лапласа, відповідний вірогідності $\Phi(2)=0.95$;

$\mu=\frac{\sigma}{\sqrt{n}}$ - оцінка дисперсії параметра у вибірці, а для оцінки частки від'ємних результатів -

$$\mu = \sqrt{\frac{W(1-W)}{n}} \qquad (3.3),$$

$\sigma$ - вибіркове середньоквадратичне відхилення;

$n$ - обсяг вибірки, у нашому випадку, кількість реалізацій моделі.

Разом з тим, можуть спостерігатися випадки, коли страхові виплати перевищують надходження страхових платежів.

Такий результат може бути наслідком дії договорів, які укладені в попередні періоди чи наявністю колективних договорів, зокрема зі страхування від нещасних випадків. Залишаючись же в рамках припущень, використаних при побудові моделі, вважатимемо, що всі випадки перевищення виплат над надходженням страхових платежів мають місце і тоді їх кількість по кожному виду страхування є оцінкою ризику [17, с. 65]. Частка від'ємних результатів характеризує ризик того чи іншого виду страхування: чим вища ця частка, тим більш ризикованим є даний вид страхування.

Як випливає з реалізації моделі, найбільш ризиковими є страхування повітряного транспорту (53 випадки перевищення виплат над надходженням страхових платежів) і страхування від нещасних випадків (96 випадків перевищення виплат над надходженням страхових платежів).

Така оцінка ризику представляється нам поверхневою. Річ у тому, що сам ризик слід підраховувати не за кількістю випадків перевищення страхових виплат суму надходження страхових платежів, а за сумою збитку. Якщо при великій кількості від'ємних результатів він малий, то даний вид має менший ступінь ризику, ніж той, для якого при невеликій кількості випадків перевищення страхових виплат суми надходження страхових платежів, збиток більший.

Необхідно відзначити, що оцінка ризиків за окремими видами страхування не дозволяє оцінювати ризик функціонування всієї страхової компанії, оскільки кожна з них здійснює безліч видів страхування і, отже, оцінку ризику необхідно проводити враховуючи

структуру видів страхування. Введення блоку, що відображає структуру видів страхування, легко одержати імітаційну модель функціонування фірми і вже за нею провести детальний аналіз ефективності діяльності страхової компанії і ризиків.

При цьому вважаємо за необхідне за тими видами страхування, де спостерігається перевищення страхових виплат над надходженням страхових платежів, створення резерву коливань збитковості, тобто у сприятливі роки, коли ризик низький, страхова компанія має змогу страхові платежі направляти не на збільшення прибутку, а в цей резерв і в той рік, коли фактичний рівень збитковості перевищить очікуваний рівень, здійснювати страхові виплати за рахунок коштів цього резерву. Тобто підвищення рівня ризику в певні роки буде покриватися не за рахунок ризикової надбавки, що закладена в страховому тарифі, а за рахунок резерву коливань збитковості. Це у свою чергу дозволить підвищити фінансову стійкість страхової компанії.

Страхові компанії, як правило, здійснюють не один вид страхування, а декілька, і якщо за певний період один вид страхування дає від'ємний результат – збиток, то він компенсується позитивним результатом, що утворюється за іншими видами страхування. Тому остаточний результат визначається через підсумовування як позитивних, так і від'ємних результатів, і від'ємні приватні результати будуть елімінові.

Інакше кажучи у процесі моделювання діяльності страхової компанії слід ураховувати як позитивні, так і від'ємні часткові результати, але в нашому випадку, коли аналізуються окремі види, від від'ємних результатів слід відмовитися.

Дана методика також дозволяє дати порівняльну економічну оцінку ступеня ризику, помноживши прогнозоване значення частки на середню величину втрат за тими видами страхування, де це спостерігається.

Отже, вважаємо за необхідне створення служби розрахунку страхових резервів у складі фінансово-економічного відділу. Завдання цього відділу буде полягати не тільки у виборі однієї з визначених законодавством методик, але і у вирішенні питання: який саме оптимальний розмір страхового резерву за видами страхування має бути для даної страхової компанії.

За даною методикою страхова компанія може визначити фактично необхідний розмір страхових резервів у розрізі видів страхування. Це забезпечить фінансову стійкість страхової компанії та її платоспроможність. Ця методика може використовуватись додатково до методик, що були рекомендовані Департаментом державного регулювання та розвитку ринків фінансових послуг.

### 3.1.4. Комплексний підхід щодо регулювання діяльності страхових компаній

Розбудова страхового сектора в умовах перехідної економіки і та велика роль, яку відіграють у господарстві страхові товариства спонукає державу встановлювати урядовий контроль над їх діяльністю. Державне регулювання є ключовим важелем розвитку страхової діяльності, підсилює фінансову дисципліну і платоспроможність страховиків та підвищує якість страхових послуг. У сучасних умовах першочергової ваги набуває проблема побудови механізму державного регулювання та нагляду за страховою діяльністю на новій основі з урахуванням специфіки перехідного періоду, тобто шляхом органічного поєднання активного державного впливу з ринковими засобами регулювання економіки.

На сьогодні в системі державного регулювання страхової діяльності в Україні існує низка проблем, до яких можна віднести: недокапіталізація страховиків, недосконаліть нормативно-правової бази, галузевий монополізм, порушення чинного законодавства,

надмірна кількість видів обов'язкового страхування, недостатня кількість висококваліфікованих кадрів тощо.

Відповідно до статті 1 Закону України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» №2664-III від 12.07.2001 р., державне регулювання ринків фінансових послуг – це здійснення державою комплексу заходів щодо регулювання та нагляду за ринками фінансових послуг з метою захисту інтересів споживачів фінансових послуг та запобігання кризовим явищам. Тобто державний нагляд є однією з форм державного регулювання ринків фінансових послуг.

Державне регулювання страхової діяльності в Україні, як зазначає Самойловський А.Л., здійснюється на базі двох взаємопов'язаних і водночас найвпливовіших форм, а саме: правового забезпечення і здійснення нагляду за страховою діяльністю [18]. Ці форми мають бути покладені в основу формування державного механізму регулювання страхової діяльності, який перебуває на етапі структурної адаптації до новостворюваного ринкового середовища. Правове забезпечення, з одного боку, встановлює необхідні державі "правила гри", а з іншого – передбачає сприятливі умови для розвитку страхової діяльності за пріоритетними напрямками. Державний нагляд за страховою діяльністю дає змогу реалізувати всі функції державного регулювання щодо найважливіших завдань розвитку страхової діяльності як на стадії запобігання системному ризику, коли банкрутство однієї страхової компанії може призвести до "ланцюгової реакції" усієї страхової системи, так і на стадії стимулювання ефективності страхової системи, тобто забезпечення надійного та прибуткового функціонування страхового сектора шляхом забезпечення платоспроможності страховиків і підтримки раціональних масштабів конкуренції на страховому ринку України.

Слід зауважити, що у світовій практиці виділяють три типи державного регулювання страхової діяльності: ліберальний, авторитарний, змішаний.

Для регулювання страхового ринку держава використовує методи, які можна поділити на дві групи:

1) прямі: законодавче забезпечення діяльності страхових компаній; установлення в інтересах суспільства й окремих категорій його громадян обов'язкового страхування; захист сумлінної конкуренції на страховому ринку, запобігання та усунення монополізму; державний нагляд за страховою діяльністю;

2) непрямі: використання низки економічних важелів (наприклад, податкових, грошово-кредитних тощо).

Як зазначено у статті 35 Закону України «Про страхування» № 85/96-ВР від 07.03.1996 р., державний нагляд за страховою діяльністю здійснюється з метою дотримання вимог законодавства України про страхування, ефективного розвитку страхових послуг, запобігання неплатоспроможності страховиків та захисту інтересів страхувальників.

Залежно від часу здійснення контрольних дій, етапів та форм у процесі страхового нагляду виділяють декілька напрямків.

Отже, у сучасній літературі та на практиці виділяються такі види державного нагляду за страховиками і банківськими установами:

- ліцензування,
- пруденційний нагляд (prudential supervision)
- нагляд за бізнесом (conduct of business supervision).

Як цілком слушно зазначає Зискінд І.О., такий поділ має дуже важливе значення з практичної точки зору, адже кожен вид страхового нагляду має різні інструменти для досягнення цілей страхового нагляду, різні принципи застосування, а також має різну юридичну природу [19].

Основним напрямом удосконалення державного регулювання страхової діяльності в Україні має бути запровадження системи пруденційного нагляду, яка є поєднанням нагляду та регулювання. Пруденційний нагляд містить розвинену систему моніторингу, відкритості інформації та звітності перед національними органами страхового нагляду.

В науковій літературі немає узгодженої думки щодо визначення категорії “пруденційний нагляд”. Слід при цьому також зазначити, що категорію пруденційного нагляду більшість авторів розглядає в межах банківського нагляду, а поняття «пруденційний нагляд» вважають тотожним поняттю «пруденційний нагляд за банківською діяльністю».

Але віднесення пруденційного нагляду тільки до банківського нагляду вважаємо звуженим розумінням. Більш широке тлумачення цієї категорії наведено в проекті Концепції запровадження пруденційного нагляду за небанківськими фінансовими установами та Програмі розвитку системи пруденційного нагляду за небанківськими фінансовими установами, які були розроблені Національною комісією з регулювання ринків фінансових послуг України з метою впровадження пруденційного нагляду за страховими компаніями, недержавними пенсійними фондами та кредитними спілками, а саме: пруденційний нагляд – це система наглядових процедур Нацфінпослуг за дотриманням фінансовою установою пруденційних правил, яка дозволяє зменшити наглядове навантаження на фінансові установи, діяльність яких не несе загрози невиконання зобов’язань перед існуючими клієнтами, і посилити наглядові зусилля за установами, діяльність яких є чи може бути загрозою для виконання таких зобов’язань [20].

У 1994 році органами нагляду за діяльністю у сфері страхування було створено IAIS (Міжнародну асоціацію органів нагляду за страхуванням), яка складається з органів страхового нагляду із 140 країн, що охоплює 97 % страхових премій у світі. IAIS було

розроблено ключові принципи, які служать базовим орієнтовним показником для визначення ефективності концептуальної основи нагляду. Основними цілями цієї організації є:

- співпрацювати з метою покращення нагляду за страховою галуззю на національному та міжнародному рівнях для забезпечення ефективного, безпечного, стабільного та конкурентного ринку страхування, який сприятиме захисту страхувальників;
- забезпечення розвитку та ефективного регулювання страхових ринків;
- сприяння світовій фінансовій стабільності.

Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг України набула членства в Міжнародній асоціації органів страхового нагляду у 2003 році. Після розробки власної системи пруденційного нагляду за страховим сектором, Держфінпослуг планує брати активну участь у розробці міжнародних стандартів у рамках IAIS [21].

Запровадження пруденційного нагляду в Україні дасть змогу захистити інтереси споживачів фінансових послуг, запобігати настанню неплатоспроможності та забезпечити фінансову стійкість фінансових установ через застосування відповідних корегуючих заходів шляхом:

- виявлення підвищених ризиків у діяльності фінансових установ;
- контролю за платоспроможністю, ліквідністю та прибутковістю фінансової установи;
- попередження банкрутства та системної кризи фінансових установ;
- прогнозування майбутніх фінансових результатів на основі звітів поточного періоду.

Відповідно до Концепції запровадження пруденційного нагляду за небанківськими фінансовими установами орієнтиром для страхових компаній обрано систему Solvency II, для кредитних установ – рекомендації Міжнародної асоціації кредитних спілок

(WOCCU), а для пенсійних фондів – рекомендації Міжнародної асоціації органів нагляду за недержавними пенсійним фондами (IOPS).

Державний нагляд за страховою діяльністю дасть змогу реалізувати всі функції державного регулювання страхової діяльності, шляхом забезпечення фінансової стабільності та платоспроможності страхових компаній, запобігання їх банкрутству, створення конкурентного середовища на страховому ринку, з одного боку, і забезпечення страхувальників страховим захистом, з іншого боку. Важливе значення при цьому має підвищення прозорості та відкритості страхового ринку.

Одним з інструментів руху страхового ринку до прозорості та сприяння його відкритості є рейтинг, який допомагає страховим компаніям і потенційним клієнтам отримати об'єктивну інформацію. Вибираючи страховика, клієнти цікавляться страховими тарифами, умовами відшкодування можливих збитків, оцінюють наскільки вони вигідні, досвід роботи страхової компанії на ринку, розмір статутного фонду, склад засновників, надійність страховика. Рейтинг дозволяє інвесторам та потенційним клієнтам зрозуміти ситуацію на страховому ринку. Він дозволяє не тільки з'ясувати стан страхової компанії на ринку, але і допомагає страховикам виявити свої недоліки і скоректувати роботу.

Фінансові відносини у страхуванні мають специфіку. Це є замкнуті перерозподільчі відносини, які пов'язані, з одного боку, із формуванням страхового фонду за допомогою страхових внесків, а з іншого – з відшкодуванням збитку з цього фонду учасникам страхування. Існують також ймовірності неспівпадіння обсягу сформованого страхового фонду і потреб у виплаті страхового відшкодування, які можуть коливатись у позитивний та від'ємний боки. Велике значення має аналіз показників за довгостроковий проміжок часу. Специфіка страхової діяльності породжує особливості її аналізу.

У розвинених країнах існують незалежні структури, що надають об’єктивну оцінку надійності страховика клієнтам, фірмам, акціонерам підприємства, банкам та ін. на договірних умовах. До загальновизнаних світових лідерів, які займаються присвоєнням рейтингу страховим компаніям, є Standard & Poor's, Fitch IBCA, Moody`s, Duff & Phelps Credit Rating Co, Dun & Bradstreet, A.M. Best, KPMG. Ці рейтингові агентства надають страховим компаніям міжнародний рейтинг. При цьому рейтингування, як правило, базується на розрахунку та узагальненні досить значної кількості (чому сприяє відповідна розгорнута база даних) статистичних коефіцієнтів, які характеризують різні сторони фінансово-економічної і професійної діяльності страховика. Кожне із вищевказаних агентств використовує для оцінки фінансової стійкості страховиків свою закриту методику, побудовану на аналізі різних сторін діяльності компанії, і присвоює компанії визначений рейтинг (індекс), використовуючи звичайне сполучення цифр, прописних і малих літер.

Однак отримання рейтингу у вищезазначених рейтингових агентствах має досить високу вартість. Окрім того, вітчизняні страховики через свій невеликий розмір порівняно з зарубіжними компаніями, а також через нестабільність ситуації на вітчизняному фінансовому ринку мають можливість отримати негативний міжнародний рейтинг, результати якого є публічними, а, отже, не поспішають скористатися послугами таких агентств. Хоча, якщо страховик відмовляється від встановленого рейтингу, рішення прийняте рейтинговим комітетом, як правило, не розголошується.

Слід також відзначити, що провідні рейтингові агентства світу дають міжнародний рейтинг, основною перевагою якого є можливість співставляти ризики незалежно від країни, у якій розташована компанія. Стосовно вітчизняних страховиків ця перевага стає недоліком, адже рейтинг позичальника (емітента) або його боргового інструменту не може бути вищий за суверенний рейтинг

країни, у якій розташований емітент. На сьогодні Україна має низький суверенний рейтинг. Наприкінці вересня 2013 року рейтингове агентство Moody's знизило суверенний рейтинг України на один щабель до Caa1 і поставило його на перегляд з метою можливого подальшого зниження [22].

Слід зазначити, що у жовтні 2004 року була підписана угода між Лігою страхових організацій України та рейтинговим агентством «Кредит-рейтинг», що є значним кроком розвитку страхового ринку. Адже кредитні рейтинги були визнані дієвим інструментом ринкової диференціації надійності страхових компаній.

В Україні методики оцінки фінансової стійкості страховиків у більшості випадків спрямовані на аналіз фінансової звітності компаній. Однак у кожній страховій компанії існує своя методика бухгалтерського обліку, зокрема це стосується страхових резервів та обліку витрат, а також свої підходи до оцінки активів та зобов'язань. А отже ті звітні дані, що подаються вітчизняними страховими компаніями не завжди можна зіставити. Окрім того, різні стандарти фінансової звітності ускладнюють складним порівняння вітчизняних та зарубіжних страховиків.

Дослідження існуючої на сьогодні практики встановлення рейтингової оцінки страхових компанії України показує, що в її основу покладено досить прості узагальнені показники, такі як частка страхових премій у ВВП, частка яку займає страхових на ринку, страхові платежі, страхові виплати, рівень виплат, розмір капіталу тощо. Однак таке ранжування страхових компаній лише за абсолютними показниками розвитку не відображує їх реальний фінансовий стан і не дає уявлення про фінансову стійкість певної страхової компанії. Окрім того, за різними показниками страхова компанія може займати різне місце серед інших страховиків, а отже, говорити про те, що таке ранжування відбиває фінансове становище страхової компанії, не можна.

Для більш ефективного нагляду за страховою діяльністю Держкомісія з регулювання ринків фінансових послуг України були розроблені та впроваджені Рекомендації щодо аналізу діяльності страховиків (розпорядження Дерфінпослуг №3755 від 17 березня 2005 року) [23].

Треба відзначити, що згідно з чинним законодавством для визнання страховика платоспроможним його фактичний запас платоспроможності на будь-яку дату має перевищувати розрахунковий нормативний запас платоспроможності [10]. Баранова В. Г. слушно зауважує, що у більшості українських страхових компаній фактичний запас платоспроможності перевищує нормативний, а фінансовий стан страховика при цьому є незадовільним і пропонує при визначенні фактичного рівня платоспроможності корегувати його на коефіцієнт дисконтування за рівнем інфляції [24].

Одним із найважливіших інструментів регулювання і впливу на страхову діяльність є оподаткування. Становлення і розвиток системи оподаткування з часу прийняття Закону «Про систему оподаткування» у 1991 році свідчить про недоліки в податковій політиці держави щодо суб'єктів господарювання, зокрема й таких, що працюють на страховому ринку [25]. Весь період розвитку вітчизняного ринку страхових послуг, починаючи з 1991 р. (коли було прийнято перший законодавчий акт України «Про систему оподаткування»), характеризувався пошуком оптимального механізму оподаткування страховиків податком на прибутком.

Закон України «Про оподаткування прибутку підприємств» у редакції від 22 травня 1997 р., який містив в собі статтю 7.2 «Оподаткування страхової діяльності», запровадив такий механізм оподаткування страховиків податком на прибуток, при якому страхові операції було віднесено до операцій особливого виду, які підпадають під специфічний порядок оподаткування [26]. Порядок оподаткування нестрахових операцій залишився незмінним від інших

суб'єктів господарювання. Особливістю є ще й те, що страхові операції по-різному оподатковуються у страховиків, що здійснюють загальне (ризикове) страхування, та у тих, що здійснюють страхування життя.

Цей механізм діяв більше ніж 10 років, але 18 листопада 2010 року, після безлічі дискусій, змін та навіть страйків, був прийнятий довгоочікуваний Податковий кодекс України, який набрав чинності з 1 січня 2011 року [27]. Цей кодекс вносить зміни й доповнення практично в усі види податків та змінює навіть їх перелік. Він також в котре змінює специфіку оподаткування прибутку страховика.

Згідно з Податковим кодексом, починаючи з 1 січня 2012 року, прибуток страхових організації оподатковується на загальних засадах, як в усіх інших суб'єктах господарювання. Тобто об'єктом оподаткування є прибуток із джерелом походження з України та за її межами, який визначається шляхом зменшення суми доходів звітного періоду на собівартість реалізованих товарів, виконаних робіт, наданих послуг та суму інших витрат звітного податкового періоду, визначених згідно з Податковим кодексом.

Ставка податку є також загальна для всіх видів діяльності як страховика, так і інших платників податку. Вона буде поступово зменшуватися (табл. 3.2).

Таблиця 3.2

Зміна ставки податку на прибуток підприємств

| Період | Ставка податку, % |
|---|---|
| з 1 квітня 2011 року по 31 грудня 2011 року включно | 23 |
| з 1 січня 2012 року по 31 грудня 2012 року включно | 21 |
| з 1 січня 2013 року по 31 грудня 2013 року включно | 19 |
| з 1 січня 2014 року і надалі вона становитиме | 16 |

Але для страховиків, що здійснюють страхування життя, передбачені пільги. Вони, як і раніше, не сплачують податок на прибуток від страхової діяльності з довгострокового страхування життя та пенсійного страхування в межах недержавного пенсійного

забезпечення. При цьому обов'язковим є виконання вимог цих договорів, тобто закінчення строку дії договору, дожиття застрахованої особи до певного віку, або її смерть чи набуття інвалідності певної групи. Довгостроковим вважається страхування життя строком на 10 років і більше за умови сплати страхових премій протягом не менше 5 років. У разі дострокового розірвання договору страхування життя, яке не пов’язано зі смертю застрахованої особи, доходи, отримані страховиком, підлягають оподаткуванню в оподатковуваному періоді, протягом якого відбулося розірвання договору, на загальних правилах.

Податковий кодекс передбачає «перехідний період» протягом усього 2011 року для страховиків, які отримують доходи від провадження страхової діяльності, крім діяльності з виконання договорів довгострокового страхування життя та пенсійного страхування. Вони щокварталу сплачують податок за ставкою 3 % від суми страхових платежів, страхових внесків, страхових премій, отриманих страховиками-резидентами протягом звітного періоду за договорами страхування, співстрахування та перестрахування ризиків на території України або за її межами. Тобто, як і раніше, але не виключаючи зі складу доходів суми, які належать перестраховикам. Доходи від іншої діяльності оподатковуються звичайно.

За результатами 2012 року податкові надходження від страхових компаній склали 771 млн. грн., що на 21 % більше, ніж у 2011 році. При цьому більше 20 % сплачених податків припадає на шість компаній - це тільки 0,5 % від загальної кількості учасників цього ринку. 99 % задекларованих надходжень до бюджету формує менше половини з працюючих на ринку страхових компаній - 220 з 448. Це свідчить про тінізацію страхового ринку країни [28].

Одним із вирішень зазначеної проблеми може бути створення фонду превентивних заходів. Надання дозволу страховим компаніям зменшувати базу оподаткування на величину фактичних витрат з фонду попереджувальних заходів, що буде стимулювати страховиків

створювати такі фонди та нарощувати їх розміри. Джерелом формування такого фонду є прибуток попередніх періодів. Введення таких фондів, у свою чергу, дозволить знижати імовірність настання страхової події; адже ці кошти страхові компанії можуть спрямовувати на превентивні заходи (протипожежні заходи, поліпшення стану природоохоронних об’єктів). Окрім того, введення такого фонду дозволить страховикам переглянути існуючі страхові тарифи.

## 3.2. Формування концепції недержавного пенсійного забезпечення в Україні

### 3.2.1. Реформування пенсійного забезпечення в Україні з урахуванням світового досвіду

Досвід розвинених країн, показує, що достойна пенсія і кардинальне зменшення пенсійного навантаження на державні фінанси можливі лише через глибоку пенсійну реформу шляхом створення трирівневої збалансованої пенсійної системи.

Необхідність реформування пенсійного забезпечення викликана низкою об'єктивних факторів: економічних, демографічних, соціально-політичних. Сьогодні ця проблема особливо актуальна в багатьох країнах світу, незалежно від рівня економічного розвитку, що обумовлено старінням населення, зміною його вікової структури, ускладненням економічної ситуації.

У XX столітті пенсійні системи почали стрімко розвиватися і, проходячи через кризи, ставати більш орієнтованими на конкретну людину-пенсіонера. Спочатку формування ресурсів на пенсію здійснювалося за допомогою одного з двох підходів: внесення коштів працюючими в єдиний національний пенсійний фонд (кошти спрямовуються на поточні пенсії) або створення накопичувального резервного фонду. 180 країн, що є членами Міжнародної Організації Праці, обрали перший метод фінансування пенсійних систем як

найбільш привабливий для економіки. З помітним старінням населення країн Заходу виникло питання про реформування пенсійних систем, оскільки фінансове навантаження на працюючих стало надто високим. Держави більше не могли справлятися зі зростаючою потребою в гідному фінансуванні пенсіонерів, тому виникла необхідність у пошуку додаткових методів накопичення пенсійних коштів.

Таким чином, у 80-х роках XX століття, почали з'являтися трирівневі пенсійні системи, які з часом значно спростили процес формування коштів на пенсію. Історія приватних пенсійних фондів Великобританії налічує майже триста років. За твердженням багатьох економістів, якби не було приватних пенсійних фондів, швидкий розвиток капіталізму в цій країні було б неможливо: вступники через них кошти вкладаються на довгий термін, їх не вилучають з обігу, а тому ці кошти можна інвестувати знову і знову.

Великобританія - одна з країн, на яку майже не вплинула криза пенсійних систем у Європі. Причиною цього можна вважати введення британським урядом серед перших системи особистого пенсійного забезпечення та поступове скорочення державних пенсій. Пенсійна система у Великобританії, як і в багатьох інших розвинених країнах, трирівнева, і розділяється на базові державні пенсії, державні пенсії за вислугою років і недержавні пенсії. Нововведенням уряду Великобританії можна вважати нову схему особистого пенсійного забезпечення, так звані пайові пенсії. Головний принцип цієї схеми - дати службовцям можливість одержувати максимально можливу пенсію при відносно невисоких внесках, що може бути актуально і для України.

Сьогодні переважну частину ринку капіталів в Англії складають інституційні інвестори, зокрема пенсійні фонди. Частка останніх становить понад 30 %, а разом з аналогічними інститутами - 50-60 % ринку капіталів. Велика частина інвестується за кордоном. Держава зацікавлена в цьому, оскільки доходи-дивіденди надходять у країну.

Схеми пенсійних фондів використовують більше третини громадян країни. Нагадаємо, що мова йдеться про добровільні пенсійні накопичення. Подальший розвиток пенсійної системи Великобританії тут вбачають у поширенні схем додаткового пенсійного забезпечення на працівників з більш низьким рівнем заробітку. Передбачається, що нові форми добровільних пенсійних накопичень - "пенсії акціонерів" повинні охопити 50 % працівників, які не беруть участь у пенсійних схемах підприємств.

Незважаючи на існуючі значні розбіжності, уся система надання захисту старості в Німеччині характеризується як «система трьох рівнів». Модель пенсійної системи, яка склалася в Німеччині, характерна й Австрії, Італії, Франції і більшості країн Західної Європи. В цілому система захисту старості в Німеччині характеризується співіснуванням низки різних окремих систем. На разі ці окремі системи значно відрізняються одна від однії, наприклад, за колом застрахованих осіб, за принципами фінансування і надання послуг і допомоги, за організаційними структурами, а також за рівнем захисту, до якого прагнуть ці структури.

Модель пенсійної системи в США грунтується переважно на особистому пенсійному страхуванні населення. Зростання пенсійних активів у США у 80-90-ті роки відбувалося дуже швидкими темпами. Усього за 16 років (1980-1996 р.р.) їхній обсяг збільшився в 6 разів навіть з урахуванням інфляції. Темпи зростання пенсійних активів у 4 рази перевищують темпи зростання ВНП США. Це зростання відбувається, перш за все, за рахунок розширення накопичувальних пенсійних систем. У пенсійному забезпеченні американців, починаючи з 80-х років, центр ваги зміщується від державної розподільної системи до накопичувальних схем, реалізованих в основному в приватному секторі, оскільки вони розвиваються випереджаючими темпами .

Модель, яка функціонує в Японії, характерна також для Австралії і країн Північної Європи. У ній домінує державне соціальне

забезпечення, фінансується з бюджету. Інші інститути соціального захисту хоча і досить розвинені, проте виконують функції додаткових систем. Остання пенсійна реформа була проведена в Японії в 1985 році. Вона стосується тільки осіб, які народилися після 2 квітня 1926 року. Її головним підсумком стало введення базових пенсій. Зараз пенсійна система Японії має два основних рівні. Перший рівень становлять базові пенсії, другий - державні й професійні.

Найбільш успішним, на думку експертів, є реформування пенсійної системи в Мексиці. Проте варто враховувати, що воно проходило на тлі загального економічного пожвавлення і поліпшення демографічної ситуації. У Мексиці пенсійні резерви повністю (на 100 %) акумулюються та інвестуються у відповідно до накопичувальних принципів. Індивідуальні рахунки проводяться приватними управляючими компаніями. Щодо дозволених об'єктів інвестування мексиканське законодавство може бути охарактеризовано як досить консервативне. Дозволеними є тільки такі активи, як: національні державні та корпоративні облігації, а також іноземна валюта (євро, долар США, єна). Мексиканці мають право вибору керуючої компанії, однак головне суттєва відмінність мексиканської системи полягає в тому, що в Мексиці за тих громадян, які не захотіли вибрати керуючу компанію самостійно, це робить держава. І при цьому кошти передаються під управління все тим же приватним керуючим компаніям, а не будь-яким державним структурам. Далі, якщо цей громадянин вирішить перевести свої кошти в якусь іншу керуючу компанію, то він може без будь-яких труднощів і перешкод з боку влади ініціювати подібний переказ коштів.

Польська пенсійна реформа теж має свої особливості. Спостерігаються істотні зміни у формулі обчислення пенсії для солідарної системи. Пенсійні виплати з солідарної системи тепер встановлюється на основі залишків коштів на умовному рахунку, який складається з внесків до солідарної системи, які переводяться за кожного учасника. При виході на пенсію залишок на умовному

рахунку перетворюється на довічну виплату шляхом ділення залишку коштів на середній показник очікуваної тривалості життя для чоловіків і жінок у відповідному віці. Так було задумано в першу чергу для того, щоб безпосередньо пов'язати між собою пенсійні внески та виплати. Впроваджується загальнообов'язкова накопичувальна система. Від учасників вимагається внесків 7,3 % їх заробітку в приватний пенсійний фонд, який вони самостійно обирають. Ці внески потім інвестуються, а накопичений залишок коштів на рахунку перетворюється при виході на пенсію в довічну ренту (щомісячні виплати). На відміну від солідарної системи ці рахунки реальні. Для осіб, які хочуть зберегти додаткові кошти при виході на пенсію, впроваджується добровільна накопичувальна система. У більшості країн зростання пенсійних виплат, старіння населення зумовили перегляд існуючої солідарної системи підтримки літнього населення і визначення основних напрямів реформування системи державного пенсійного забезпечення (табл. 3.3) [29].

Таблиця 3.3

Пенсійні виплати по країнах

| Країна | Державна пенсія | Приватна пенсія | Сумарні |
|---|---|---|---|
| Австралія | 25% | 33% | 58% |
| Данія | 28% | 34% | 62% |
| Нідерланди | 35% | 35% | 70% |
| Швеція | 35% | 10% | 45% |
| Швейцарія | 30% | 30% | 60% |
| Великобританія | 17% | 17% | 34% |

У багатьох країнах стали розглядати систему приватного пенсійного забезпечення як форму, яка інтегрована в систему пенсійного страхування. Наприклад, Великобританія прийняла дворівневу систему пенсійних виплат. Перший рівень забезпечує рівний для всіх мінімальний дохід, який розподіляється між усіма пенсіонерами, у той час, як інший рівень являє собою пенсійне

забезпечення, прямо пов'язане із заробітками. Приватні роботодавці можуть вибирати, чи брати участь у другому рівні державного соціального захисту, і залучати своїх працівників до окремої пенсійної програми, яка повинна забезпечити еквівалентний рівень доходів майбутніх пенсіонерів у старості. За оцінками, учасниками приватних пенсійних програм у Великобританії є близько 50 % робочої сили, а сама програма зменшила державні соціальні зобов'язання Великобританії більш ніж на 30 %. Сумарні виплати пенсіонерам коливаються від 34% (Великобританія) до 79% (Нідерланди) доходу працівника перед виходом на пенсію [29].

Необхідність упровадження недержавних систем пенсійного забезпечення прийнята сьогодні більшістю розвинених країн і сприймається на всіх рівнях управління представниками різних верств населення. Використання недержавних джерел фінансування пенсій у розвинених країнах перевірено часом і стимулюється державою, оскільки:

- скорочує кількість людей, що залежать від підтримки держави;
- створює умови для того, щоб держава зосередилася на пенсійне забезпечення найменш захищених верств населення;
- ліквідує необхідність надмірно збільшувати державні соціальні програми.

Становлення в Україні економіки ринкового типу супроводжувалося негативними наслідками у соціальній сфері, що призвело до наростання кризових явищ у системі пенсійного забезпечення громадян. Це зумовило необхідність пошуку нових підходів до створення концепції пенсійного забезпечення, яка б ураховувала соціально-економічний стан та демографічну ситуацію в нашій країні. З цією ціллю було розпочата пенсійна реформа, якою передбачено добровільне пенсійне забезпечення шляхом укладання пенсійних контрактів з недержавними пенсійними фондами.

Пенсійна система в Україні реформується шляхом переходу від державного пенсійного забезпечення до пенсійного страхування.

Пенсійне страхування є складовою частиною цілісної системи соціального страхування, яка вводиться в Україні (страхування внаслідок безробіття, страхування внаслідок тимчасової непрацездатності й витрат, пов'язаних з народженням і похованням; страхування внаслідок нещасних випадків на виробництві й професійного захворювання; пенсійне страхування).

Концепція системи пенсійного забезпечення в Україні визначена Законами України "Про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування" № 1058-IV від 09.07.2003г. і " Про недержавне пенсійне забезпечення" №1057-IV , яка базується на трьох незалежних рівнях, два з яких - обов'язкові, а один – добровільний (рис. 3.2).




Рис.3.2. Рівні пенсійної системи України згідно з пенсійною реформою

Сутність змішаної системи полягає в тому, що вона дозволить зробити пенсійну систему країни фінансово збалансованою та стійкою. У такій системі ризики, пов'язані з демографічною та економічною ситуаціями, будуть розподілені між трьома її рівнями, що дозволить захистити майбутніх пенсіонерів від зниження загального рівня доходів.

Пенсійна реформа, що почалася в січні 2004 року в Україні, передбачає заміну старої солідарної системи пенсійного забезпечення на сучасну трирівневу пенсійну систему.

Перший рівень – це солідарна система, у якій усі кошти, які перераховуються підприємствами й застрахованими особами у Пенсійний фонд України, відразу ж виплачуються нинішнім пенсіонерам. За рахунок її коштів виплачуються пенсії за віком, за інвалідністю, по втраті годувальника та допомоги на поховання пенсіонерів.

Солідарна система державного пенсійного страхування (система поточних виплат) є обов'язковою й передбачає призначення пенсій залежно від страхового стажу й розміру заробітної плати, з якої сплачені страхові внески в Пенсійний фонд України, урахованих у базі даних персоніфікованого обліку.

Для осіб, що не підлягають обов'язковому пенсійному страхуванню, надається право добровільної участі в пенсійному страхуванні (наприклад, особи без громадянства, іноземні громадяни) шляхом укладання з Пенсійним фондом договорів про добровільну участь в обов'язковому пенсійному страхуванні.

Другий рівень – накопичувальна система загальнообов'язкового державного пенсійного страхування.

На другому рівні передбачається створення системи накопичувальних пенсійних рахунків, що враховуються в базі даних персоніфікованого обліку Пенсійного фонду по кожній застрахованій особі, сума страхових внесків яких буде акумульована в загальнообов'язковому Накопичувальному пенсійному фонді, створеному Пенсійним фондом України. Внески є обов'язковими й здійснюються тільки на свою користь. На цьому рівні передбачені виплати всіх накопичених засобів і їх спадкування.

Ставки страхових внесків запропоновано встановити в розмірі 2 % з наступним щорічним підвищенням на 1% - до 7 %. Частина обов'язкових пенсійних відрахувань (до 7 % від заробітної плати

працівника) буде спрямована в Накопичувальний фонд на персональні рахунки громадян.

Ці кошти будуть інвестуватися в українську економіку, а інвестиційний дохід буде збільшувати розмір майбутніх пенсійних виплат. Однак обов'язкові внески в Накопичувальний фонд будуть здійснювати особи, яким ще не виповнилося 35 років.

Третій рівень – система недержавного пенсійного забезпечення (добровільна накопичувальна).

У цій системі можуть брати участь добровільно як фізичні особи, так і юридичні особи-роботодавці. Внески здійснюються добровільно на свою користь, на користь родичів або працівників. У вигляді пенсії будуть виплачуватися всі накопичені кошти й передбачене їхнє спадкування.

Солідарна пенсійна система, модернізована після низки організаційно-правових і технічних заходів, буде продовжувати виконання покладеної на неї державою функції соціального захисту громадян з більшою ефективністю. Реалізація ж накопичувального принципу може здійснюватися через впровадження додатково до солідарної - обов'язкової й добровільній (недержавної) - пенсійних систем. І якщо солідарна система здатна забезпечити середній розмір пенсійних виплат на рівні 30-35% від середньої зарплати, то впровадження накопичувального компонента має на меті збільшення розміру виплат приблизно вдвічі - до 60-70 %.

Третій рівень – система добровільного недержавного пенсійного забезпечення, яка базується на засадах добровільної участі громадян, роботодавців та їх об'єднань у формуванні пенсійних накопичень, що буде доповненням до пенсійних виплат з I та II рівнів.

Добровільний рівень заснований не на системі, де всі застраховані платять пенсійні внески для існуючих зараз пенсіонерів, а на накопичувальному принципі, при якому всі пенсійні внески будуть перелічуються безпосередньо на індивідуальні пенсійні рахунки учасників.

Відповідно до чинного законодавства недержавне пенсійне забезпечення (третій рівень) здійснюється :

- недержавними пенсійними фондами шляхом укладання пенсійних контрактів між адміністраторами пенсійних фондів і вкладниками таких фондів;
- страховими організаціями шляхом укладання договорів страхування довічної пенсії, страхування ризику настання інвалідності або смерті учасника фонду;
- банківськими установами шляхом укладання договорів про відкриття пенсійних депозитних рахунків для нагромадження пенсійних заощаджень у межах суми, певної для відшкодування внесків Фондом гарантування внесків фізичних осіб (рис. 3.3).




Рис.3.3. Концепція формування і виплат недержавних пенсій

Недержавний пенсійний фонд – це фінансова установа нового типу, діяльність якого базується на принципах добровільної участі

громадян, роботодавців і їх об'єднань у формуванні пенсійних нагромаджень. Фонд залучає пенсійні внески фізичних і юридичних осіб, інвестує кошти з метою їх захисту від інфляції й збільшення, а пізніше здійснює пенсійні виплати за рахунок накопичених пенсійних активів.

Недержавний пенсійний фонд визначається Законом України "Про недержавне пенсійне забезпечення" як неприбуткова організація, ціль створення якої:

- нагромадження коштів учасників фонду для подальшого інвестування з метою одержання доходу на користь учасників цих фондів;
- здійснення виплат за рахунок пенсійних активів відповідно до договорів про виплату пенсій учасників фонду, які одержали право на пенсійну виплату.

Недержавні пенсійні фонди бувають трьох видів: корпоративні, професійні й відкриті.

- корпоративний пенсійний фонд - недержавний пенсійний фонд, засновником якого є юридична особа-роботодавець або кілька юридичних осіб-роботодавців і до якого можуть приєднуватися роботодавці-платники. Учасниками цього фонду можуть бути тільки фізичні особи, що знаходяться у трудових відносинах з роботодавцями-засновниками й роботодавцями-платниками цього фонду;
- професійний пенсійний фонд - недержавний пенсійний фонд, засновниками якого можуть бути об'єднання юридичних осіб-роботодавців, об'єднання фізичних осіб, включаючи професійні союзи (об'єднання професійних союзів), або фізичні особи, пов'язані по роду їх професійної діяльності. Учасниками такого фонду можуть бути тільки фізичні особи, пов'язані по роду їх професійної діяльності;

- відкритий фонд створюється одним або декількома юридичними особами і є доступним для будь-яких юридичних і фізичних осіб як вкладників фонду.

Ураховуючи, що діюча модель пенсійного забезпечення розглядає пенсійний фонд як юридичну особу, яка не має ні власного апарата, ні функцій, велике значення в їхній діяльності має інфраструктура, яка призначена забезпечувати роботу недержавних пенсійних фондів (табл.3.4).

Табліца 3.4

Функції суб'єктів, що обслуговують недержавний пенсійний фонд

| Суб'єкт | Функції |
|---|---|
| Рада НПФ (є єдиним органом управління НПФ у кількості не менше 5 осіб) | Укладання договорів з адміністратором, компанією з управління активами, зберігачем і аудитором; заслуховування звітів про діяльність цих суб'єктів; затвердження інформації про фінансовий стан фонду; контроль цільового використання пенсійних активів. |
| Адміністратор недержавного пенсійного фонду | Залучення вкладників, укладання пенсійних контрактів, ведення індивідуальних пенсійних рахунків, облік пенсійних внесків, розрахунки пенсійних виплат, здійснення пенсійних виплат. |
| Компанія з управління активами (КУА) | Аналіз ринку фінансових інструментів, розміщення активів згідно з інвестиційною декларацією НПФ, забезпечення прибутковості вкладень пенсійного капіталу. |
| Банк-зберігач | Зарахування пенсійних внесків, виконання розпоряджень адміністратора й КУА, ведення обліку цінних паперів, контроль діяльності |

| | |
|---|---|
| | КУА й адміністратора. |
| Незалежний аудитор | Аудиторська перевірка діяльності пенсійного фонду, адміністратора, КУА, банку-зберігача проводиться не рідше одного разу на рік за рахунок коштів суб'єкта, що перевіряється. |

До неї належать адміністратори, компанії з управління активами, банки-зберігачі, з яким укладає договори єдиний орган управління НПФ - Рада недержпавного пенсійного фонду.

Рада недержавного пенсійного фонду здійснює контроль над поточною діяльністю пенсійного фонду, звітує про діяльність пенсійного фонду перед зборами засновників фонду й розв'язує основні питання його роботи. Рада фонду зобов'язана проводити щорічний аналіз ефективності інвестиційної діяльності й визначати доцільність внесення змін в інвестиційну декларацію з урахуванням пропозицій, наданих особами, що здійснюють управління активами такого пенсійного фонду.

Сьогодні в багатьох країнах НПФ є провідними інституційними інвесторами, що здійснюють інвестиції не тільки в національну економіку, а й на міжнародних фінансових ринках.

Для фізичних осіб мотивацією участі в НПФ України є отримання додаткових гарантій матеріального забезпечення після виходу на пенсію. Працівник, який самостійно робить внески в НПФ, або на користь якої роботодавець відраховує внески, отримує додаткові до державної пенсії виплати у вигляді довічної пенсії, пенсії на визначений строк або одноразової виплати, що забезпечує гідний рівень життя майбутнім пенсіонерам. Отримання відповідної податкової пільги. Внески, що сплачуються фізичною особою в НПФ, звільняються від обкладення податком з доходів фізичних осіб у розмірах, визначених Законом.

Участь у недержавній пенсійній програмі сприяє зростанню і зміцненню іміджу роботодавця. Створюючи для працівників додатковий соціальний захист через установу НПФ, підприємство піклується про своїх працівників не тільки сьогодні, але й на перспективу. Для керівника підприємства створюється механізм проведення більш гнучкої кадрової політики. Сплачуючи внески в НПФ, роботодавець може застосувати прогресивну шкалу відрахувань відносно суми заробітної плати залежно від віку працівників та їх стажу роботи на цьому підприємстві з установленням однакового відсотка відрахувань пенсійних внесків для кожної визначеної групи працівників. З'являється реальна можливість поліпшення матеріального добробуту працівників без додаткових відрахувань до соціальних фондів. Роботодавець отримує додаткові пільги щодо оподаткування прибутку. Суми внесків до пенсійного фонду, які будуть відраховуватися роботодавцями на користь своїх працівників, будуть включатися до валових витрат підприємства.

У цілому понад 200 підприємств й установ України виступили засновниками й майже 2300 – вкладниками недержавних пенсійних фондів. Загальна їхня кількість за останній рік збільшилася на 542 особи, або 31 %. Серед них підприємства реального сектора економіки становлять близько 60 %.

Серед великих підприємств, які виступили засновниками й учасниками НПФ, є ВАТ „Укртелеком”, ВАТ „Стирол”, Державне підприємство „Укрпошта”, ВАТ „Запорізький завод високовольтної апаратури”. Серед банків – Національний банк України, Укрексімбанк. Серед об'єднань – Українська автомобільна корпорація. Серед профспілок – профспілка працівників енергетики й електротехнічної промисловості, гірничо-металургійний, професійний союз працівників хімічних і нафтохімічних областей промисловості України [30].

Після прийняття Закону України "Про недержавне пенсійне забезпечення" від 9 липня 2003 року послуги у сфері недержавного пенсійного забезпечення надаються пенсійними фондами, створеними відповідно до норм цього закону, і пенсійними фондами, які створені на початку 90-х років, і зараз знаходяться на стадії реорганізації [31].

Чинним законодавством України заборонено проголошення процедури банкрутства щодо недержавного пенсійного фонду. Існує окрема процедура перекладу пенсійних коштів з однієї пенсійної установи в іншу, щоб уникнути втрати пенсійних коштів кожного учасника НПФ.

Недержавні пенсійні фонди - це економічно збалансований механізм, який, ураховуючи інтереси роботодавця, дозволяє забезпечити працівників підприємства гідними пенсіями. Чинним Законодавством України створені такі умови, при яких участь у недержавному пенсійному фонді вигідно не тільки працівникові, але й роботодавцю, власнику підприємства. Поряд з тим, що добровільне пенсійне забезпечення має яскраво виражене соціальне призначення, з'являється можливість вирішити кілька важливих проблем за рахунок використання одних і тих же фінансових коштів. Одночасно з вирішенням соціальних питань та зміцненням кадрової політики підприємств, створення недержавних пенсійних фондів дозволить акумулювати значні пенсійні активи з періодом інвестиційної діяльності в 30-40 років, що видається особливо актуальним в умовах посилення ролі вітчизняного інвестора.

Результати аналізу заходів, які були здійснені з реформування пенсійної системи, свідчать про процеси подальшого проведення пенсійної реформи з урахуванням накопиченого досвіду та соціально-економічного становища в країні. При цьому, подальше реформування пенсійної системи повинно здійснюватися, зокрема, шляхом забезпечення середньо- та довгострокової стабільності пенсійної системи з поступовим переходом до посилення ролі

накопичувальних складових частин пенсійної системи як фактора диверсифікації джерел доходів.

Система недержавного пенсійного забезпечення України в останні роки розвивається досить динамічно і має потенціал для подальшого розвитку пенсійного забезпечення. Станом на 31.12.12 в Державному реєстрі фінансових установ міститься інформація про 94 недержавних пенсійних фонди та 37 адміністраторів НПФ.

Основні показники діяльності НПФ та темпи їх приросту наведені в таблиці 3.5 [30]. Як видно з таблиці, значення переважної більшості основних показників НПФ демонстрували позитивну динаміку, але одночасно у зв'язку з розірванням частини пенсійних контрактів учасниками НПФ у 2012 році відбулося істотне зменшення їх кількості та кількості укладених пенсійних контрактів на 1,7 % і на 18,1 % відповідно.

Таблиця 3.5

Динаміка основних показників діяльності недержавних пенсійних
Фондів України у 2010-2012 рр.

| Недержавні пенсійні фонди | 2010 | 2011 | 2012 | Темпи приросту, % | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | | 2011/ 2010 | 2012/ 2011 |
| Загальна кількість укладених пенсійних контрактів (тис. шт.) | 69,7 | 75,0 | 61,4 | 7,6 | -18,1 |
| Кількість учасників за укладеними пенсійними | 569,2 | 594,6 | 584,8 | 4,5 | -1,7 |
| Загальні активи НПФ(млн. грн.) | 1144,3 | 1386,9 | 1660,1 | 21,2 | 19,7 |
| Пенсійні внески (млн. грн.) | 925,4 | 1102,0 | 1313,7 | 19,1 | 19,2 |
| Пенсійні виплати (млн. грн.) | 158,2 | 208,9 | 251,9 | 32,0 | 20,6 |
| Кількість осіб, що отримали/ отримують пенсійні виплати (тис. | 47,8 | 63,1 | 66,2 | 32,0 | 4,9 |
| Сума інвестиційного доходу (млн. | 433,0 | 559,9 | 620,3 | 29,3 | 10,8 |

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| Сума витрат, що відшкодовуються за рахунок пенсійних активів (млн. грн.) | 64,6 | 86,6 | 106,6 | 34,1 | 23,1 |

Станом на 31.12.12 адміністраторами недержавних пенсійних фондів було укладено 61 403 пенсійних контракти з 48 924 вкладниками, з яких 2 396 вкладників (або 4,9 % від загальної кількості вкладників) - юридичні особи, на яких припадає 1 254,9 млн. грн. пенсійних внесків (95,5 % від загального обсягу пенсійних внесків за системою НПЗ), і 46 528 вкладників (або 95,1 % від загальної кількості вкладників) - фізичні особи.

За 2012 рік кількість учасників НПФ, відповідно до укладених контрактів, зменшилася на 9,9 тис. осіб (або на 1,7 %) і за станом на 31.12.12 склала 584 788 осіб (на кінець 2011 року - 594 638 осіб)

Станом на 31.12.12 серед учасників НПФ більшість становили особи віком від 25 до 50 років, а саме 64,8 % і від 50 до 60 років, тобто 23,6 %. Станом на 31.12.12 частка вікової групи учасників НПФ старше 60 років становила 6,8 %, вікової групи до 25 років - 4,9 %. Серед учасників НПФ у розрізі всіх віків більшість становлять чоловіки.

Протягом 2012 зріс обсяг сплачених пенсійних внесків. Так, на 31.12.12 загальна сума пенсійних внесків становить 1 313,7 млн.грн. пенсійних внесків, що на 19,2 % більше, ніж на кінець 2011 року (або на 211,7 млн. грн.).

Пенсійні виплати (одноразові та на визначений строк) станом на 31.12.12 склали 251,9 млн. грн., збільшившись за 2012 рік на 20,6 %.

Сукупно недержавними пенсійними фондами станом на 31.12.12 було здійснено пенсійних виплат (одноразових та на визначений строк) 66 166 учасникам, тобто 11,3 % учасників від їхньої загальної кількості отримали пенсійні виплати.

При цьому порівняно з кінцем 2011 року кількість контрактів з юридичними особами зменшилася на 19,4 %, а з фізичними особами зменшилося на 7,9 % .

Загальний обсяг активів, сформованих пенсійними фондами, станом на 31.12.12 становить 1 660,1 млн. грн. Усього за 2012 рік активи недержавних пенсійних фондів зросли на 19,7 % (або на 273,2 млн. грн.) порівняно з 2011 роком [30, 32].

Оскільки НПФ мають справу з грошима, які надаються їм у довгострокове користування, то робота з такими активами припускає довгостроковий період накопичення коштів, консервативну політику інвестування активів, необхідність захисту прав та інтересів учасників фонду (майбутніх пенсіонерів) та забезпечення надійності вкладень у НПФ. Без цього дискредитується власне ідея недержавного пенсійного забезпечення.

Метою інвестування пенсійних активів є, насамперед, збереження пенсійних заощаджень громадян. Тому стратегія інвестування недержавних пенсійних фондів є більш консервативною, ніж в інших фінансових установ. Інвестування коштів недержавних пенсійних фондів відбувається в процесі управління портфелем пенсійних активів, що передбачає дотримання низки вимог і певних процедур. Серед них: формулювання інвестиційних цілей формування інвестиційної політики; обрання портфельної стратегії, вибір інвестиційних інструментів і вимір та оцінка ефективності (прибутковості) інвестування.

При визначенні інвестиційних цілей недержавного пенсійного фонду надзвичайно актуальним є дотримання двох умов. Перше - майбутніх надходжень і приросту пенсійних активів повинно бути достатньо для забезпечення поточних фінансових зобов'язань фонду перед своїми учасниками. Тобто на будь-який момент керуючий активами повинен прогнозувати фінансові потоки таким чином, щоб в учасника фонду не було проблеми з отриманням пенсійної виплати.

Визначення фінансових інструментів для інвестування пенсійних коштів здійснюється компанією з управління активами відповідно до обраної портфельної стратегії з урахуванням існуючих кількісних обмежень, установлених по окремих інструментах.

Значне зниження інвестиційної привабливості України з боку іноземних інвесторів і нездатність внутрішніх інвесторів підтримати український фондовий ринок стали причиною значного зниження його капіталізації та ліквідності на тлі відсутності покупців. Зменшення в період фінансово-економічної кризи обсягів виробництва основних видів промислової продукції та послуг значно погіршили умови інвестиційної діяльності, зокрема недержавних пенсійних фондів, що негативно вплинуло на рівень дохідності пенсійних активів. Сьогодні актуальною проблемою для недержавних пенсійних фондів є забезпечення прибутковості пенсійних активів вищих за рівень інфляції.

Суттєвим фактором, що впливає на розмір інвестиційного доходу НПФ є також те, що розмір залучених пенсійних внесків є незначним для забезпечення можливості здійснення диверсифікації пенсійних активів у доходні фінансові інструменти на фондовому ринку.

Загальна сума доходу, отриманого від інвестування пенсійних активів, станом на 31.12.12 склала 620,3 млн. грн. (або 47,2 % від суми залучених вкладів), збільшилася протягом 2012 року на 60,4 млн. грн. (або на 10,8 %).

Середня дохідність активів недержавних пенсійних фондів від інвестування у 2012 році була на рівні 13,3 % річних. При цьому за даними Держстату, в Україні вперше за багато років зафіксовано дефляцію на рівні 0,2 %[30].

Отже, становлення системи недержавного пенсійного страхування в Україні відбувається під впливом багатьох факторів, які стримують її розвиток. Основними з них є: низька інформованість громадян про пенсійну реформу; низька довіра громадян до

інститутів; низький розвиток фондового ринку, відсутність фінансової підтримки з боку держави; низька зацікавленість більшості підприємців створювати корпоративні пенсійні фонди через великі відрахування до НПФ та низькі доходи громадян.

Незважаючи на це, система недержавного пенсійного страхування має великі перспективи. За оцінками експертів, населення України володіє значним інвестиційним потенціалом. Тобто мова йдеться про створення конкурентоспроможного фінансового сектора, який у змозі мобілізувати та надавати економіці України через систему НПФ значні інвестиційні ресурси. За умови 30 % охоплення працездатного населення України пропонованої системою відрахувань щорічне збільшення пенсійних активів (без врахування інвестиційного доходу) становитиме 4 млрд.грн. [33].

Найефективніший і швидкий спосіб нормалізувати ситуацію на ринку НПФ - реалізувати накопичувальний рівень через недержавні фонди, тим більше, що уряд і державні органи, наприклад Мінпраці та Пенсійний фонд, підтримують цю ідею. Такий захід дозволить сформувати клас сильних внутрішніх інституційних інвесторів. Без цього всі дії будуть мати половинчастий характер, і не будуть сприяти поліпшенню ситуації. Більше того, ми постійно будемо залежати від іноземних інвестицій замість того, щоб скористатися внутрішніми інвестиційними ресурсами.

### 3.2.2. Перспективи введення обов'язкової накопичувальної пенсійної системи в Україні.

Най прогресивнішою пенсійною системою у світі на сьогодні є трирівнева система. В Україні ми поки залишилися на першому рівні – на солідарній системі, коли громадяни роблять відрахування із зарплати в Пенсійний фонд, з якого виплачуються пенсії.

Суть другого рівня полягає в тому, що працівник робить внески в державний накопичувальний фонд, із коштів якого в підсумку й буде одержувати пенсію. На третьому рівні перебувають недержавні

пенсійні фонди (НПФ). Суть цього рівня схожа з другим, але участь у таких фондах добровільна, вкладник сам вибирає фонд, яку суму буде перераховувати в нього щомісяця й сам визначає свій «пенсійний вік» (тобто дату, коли захоче почати одержувати виплати від фонду). Також, на відміну від державного фонду, вкладник може в будь-який момент забрати всі свої кошти із НПФ.

Кошти цієї системи будуть інвестуватись за спеціальними правилами з метою отримання інвестиційного доходу на користь застрахованих осіб. Накопичені в системі кошти належатимуть застрахованим особам, будуть використовуватися для здійснення їм пенсійних виплат і будуть успадковуватись.

Структура пенсій у країнах з розвиненою економікою є такою: 50 % - державна, 8-40 % - пенсія другого рівня, 10-42 % - приватна. Тоді як в Україні державна пенсія складає 96 %, пенсія другого рівня – 0 %; третього – 4 % (табл. 3.6).

Відповідно до законодавства України [31; 34] у структурі фінансування пенсійної системи України питома вага накопичувальних компонентів залишається низькою, із майже 100 % домінуванням розподільчого компоненту. Разом із тим, неврахування накопичувальних компонентів призведе до некоректної оцінки стану сучасної пенсійної системи, особливо в умовах динамічного розвитку даного сегмента і можливості суттєвого впливу на фінансування пенсій у середньостроковому періоді .

Таблиця 3.6.

Загальна характеристика компонентів пенсійної системи України
у 2012 р.

<table>
<tr><th>Рівень</th><th>Правова форма (способ участі)</th><th>Метод фінансування</th><th>Масштаб розповсюдження</th><th>Кількість учасників (млн.осіб)</th></tr>
<tr><td>I</td><td>Державний/ загальнообов’язкова</td><td>Розподільчий</td><td rowspan="2">Загальнонаціональне</td><td>13,81[1]</td></tr>
<tr><td>II</td><td>Державний/ загальнообов’язкова</td><td rowspan="2">Накопичувальний</td><td>у стадії розробки та впровадження</td></tr>
<tr><td>III</td><td>Недержавний/ добровільна</td><td>Загальнонаціональне, професійне, територіальне, індивідуальне</td><td>0,58[2]</td></tr>
</table>

Примітки: [1] - кількість пенсіонерів, [2] – кількість учасників НПФ за укладеними контрактами. Складено за даними [30; 32]

Таким чином, накопичувальний принцип у пенсійному забезпеченні України реалізовано у вигляді третього компонента пенсійної системи –недержавного пенсійного забезпечення, роль якого постійно зростає.

На часі - введення другого рівня пенсійної системи. Такий крок не тільки підвищить соціальний захист громадян завдяки їх безпосередній участі в накопиченні коштів на пенсію, але й створить потужного внутрішнього інвестора зі значними довгостроковими ресурсами, які будуть спрямовані на розвиток економічної та соціальної інфраструктури країни. Україна досить пізно залучилась до світового досвіду використання ринку недержавних пенсійних послуг для забезпечення соціальних потреб пенсіонерів та збільшення інвестиційного потенціалу країни. Якщо перші НПФ з'явилися у світі більше 100 років тому, то в Україні лише з 2004 року. У той же час це дає можливість Україні не повторювати помилок інших країн та запровадити кращий світовий досвід.

Накопичувальна система поки що складається лише з одного рівня — добровільного недержавного пенсійного забезпечення. Законодавством передбачено два рівні накопичувального пенсійного забезпечення, один з яких — загальнообов'язкове накопичення — чинності не набув.

Подальше реформування системи пенсійного забезпечення пов’язане із запровадженням накопичувальної системи загальнообов’язкового державного пенсійного страхування. Законом передбачено, що другий рівень в Україні запровадять з року, у якому буде забезпечено бездефіцитність бюджету Пенсійного фонду. У 2012 році дефіцит ПФУ складав 15,3 мільярдів гривень, у 2013 році порівняно з 2012 роком передбачено зменшення дефіциту Пенсійного фонду майже на 25 % [33].

Хоча в законодавстві не зазначено точну дату запровадження накопичувальної системи, але визначено чіткі умови, після виконання яких може бути прийнятий закон про запровадження Накопичувального фонду та перерахування страхових внесків до цього фонду. Отже, закон буде прийнятий за умови економічного зростання країни протягом двох останніх років, а саме: якщо в кожному з них валовий внутрішній продукт зростатиме не менше ніж

на 2 % порівняно з попереднім роком. Другий рівень пенсійної системи буде впроваджуватися в Україні після створення системи державного нагляду та регулювання, а також необхідної інфраструктури. Впроваджуватись другий рівень буде лише після формування необхідних економічних передумов та створення відлагодженої й ефективної системи державного нагляду та регулювання у цій сфері, а також необхідної інфраструктури.

Учасниками обов'язкової накопичувальної пенсійної системи будуть молоді особи віком до 35 років включно. Це стосується як чоловіків, так і жінок. Пенсійні виплати розпочнуться для них при досягненні ними загальновстановленого пенсійного віку. Для осіб, визнаних інвалідами першої та другої груп, передбачена можливість отримувати виплату до досягнення пенсійного віку за їхнім вибором: одноразову чи довічну пенсійну виплату. А учасники другого рівня, визнані інвалідами третьої групи, матимуть змогу отримати такі самі види виплат лише після досягнення пенсійного віку. Проте на відміну від інвалідів першої та другої групи вони зможуть отримати свої накопичення у вигляді одноразової виплати тільки за умови, якщо накопиченої суми коштів буде недостатньо для довічної пенсії. Величину необхідної суми для довічної пенсії визначатиме національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг [35].

Протягом перших двох років після запровадження другого рівня в Україні буде функціонувати наступна модель. Пенсійний фонд України буде здійснювати адміністрування для всіх учасників другого рівня, а приватні компанії з управління активами, обрані шляхом проведення тендеру, будуть здійснювати інвестування внесків. Рада Накопичувального фонду буде видавати розпорядження компаніям з управління активами, у які види активів і в якому співвідношенні вони повинні інвестувати кошти другого рівня.

Офіційно це називається інвестиційною декларацією. Від учасників не вимагається самостійно приймати рішення щодо

інвестування своїх внесків. Що стосується рівня інвестиційного доходу, учасникам будуть повідомляти середньозважений рівень інвестиційного доходу, отриманий кожною із компаній з управління активами.

Модель, запропонована урядом, мінімізує ризик виникнення проблем при запровадженні другого рівня. Пенсійний фонд України здійснює персоніфікований облік для солідарної пенсійної системи. У своїй базі даних він уже має всіх потенційних учасників другого рівня і вже співпрацює з усіма роботодавцями, які будуть здійснювати відрахування та переказ внесків до другого рівня. Це зменшить адміністративне навантаження при запровадженні другого рівня.

Незалежно від того, чи будуть внески сплачуватись до Накопичувального фонду, чи до недержавних пенсійних фондів, їх інвестування є найголовнішим завданням Ради фонду як щодо визначення класів активів, у які будуть інвестуватись внески, так і щодо того, яка компанія буде здійснювати фактичне інвестування коштів другого рівня. При прийнятті цих рішень Рада повинна пам'ятати, що її завданням є інвестування внесків таким чином, щоб отримати максимальний інвестиційний дохід для учасників. Одночасно Рада повинна вживати відповідних заходів, щоб мінімізувати ризик отримання від'ємного інвестиційного доходу. Зробити це можливо шляхом забезпечення диверсифікації інвестиційного портфеля між різними класами активів у рамках інвестиційної декларації фонду.

Керування пенсійними коштами здійснюють спеціальні компанії з управління активами (зараз вони вже керують активами недержавних пенсійних фондів), обрані на конкурсній основі. Ці компанії діють із дотриманням законодавчо встановлених обмежень щодо напрямків інвестування для забезпечення захисту інтересів громадян і стабільного збільшення їх коштів. Безпосереднє

зберігання пенсійних активів здійснює Зберігач — банківська установа, яка буде контролювати використання цих коштів.

Кошти, які будуть ураховуватися на індивідуальних накопичувальних пенсійних рахунках громадян, будуть їхньою власністю. Люди зможуть скористатися ними при досягненні пенсійного віку або, в окремих випадках (наприклад у випадку інвалідності), раніше цього терміну [35].

Виплати з Накопичувального пенсійного фонду України будуть здійснюватися додатково до солідарної пенсії довічно або одноразово. Також передбачається, що, починаючи з 2018 року, громадянам буде надано право, у разі їх бажання, перевести їх обов'язкові пенсійні заощадження з Накопичувального фонду до обраного ними недержавного пенсійного фонду (тобто на третій рівень). Це дозволить застрахованим особам самостійно вирішувати, яка інвестиційна політика є найбільш прийнятною для інвестування їх пенсійних заощаджень, а отже — більшою мірою впливати на розмір своєї майбутньої пенсії.

Перерахування страхових внесків до Накопичувального фонду здійснюватиметься в разі одночасного підвищення заробітної плати застрахованій особі та після виконання таких умов:

- забезпечення виплати пенсій у солідарній системі в розмірі, передбаченому частиною третьою статті 46 Конституції України, тобто на рівні прожиткового мінімуму;
- збалансованості бюджету Пенсійного фонду відповідно до міжнародних стандартів бухгалтерського обліку;
- створення інституційних компонентів функціонування накопичувальної системи пенсійного страхування, зокрема;
- повного впровадження системи персоніфікованого обліку та створення системи автоматизованого звітування щодо стану накопичувальних пенсійних рахунків застрахованих осіб з урахуванням стану пенсійних активів;

- створення програмно-технічного комплексу для системи збирання страхових внесків до Накопичувального фонду, сумісного із системою електронних переказів банків;
- прийняття законодавчих актів, необхідних для функціонування накопичувальної системи пенсійного страхування;
- призначення всіх членів Ради Накопичувального фонду;
- проведення тендерів та укладання договорів з компаніями з управління активами, зберігачем та аудитором Накопичувального фонду;
- набуття досвіду роботи системи недержавного пенсійного забезпечення;
- забезпечення фінансування з державного бюджету втраченої частини страхових коштів у солідарній системі через перерахування частини страхових внесків до Накопичувального фонду [35].

Обов'язкова накопичувальна пенсійна система забезпечить додаткову підтримку солідарній пенсійній системі. В Україні солідарній системі загрожує зменшення кількості платників внесків порівняно з кількістю пенсіонерів, які майже зрівнялась, тобто один працюючий утримує одного пенсіонера. Обов'язкову накопичувальну пенсійну систему розроблено, щоб доповнити солідарну, дозволивши молодим українцям взяти участь у програмі, яка передбачає інвестування частини пенсійних внесків в інструменти фінансового ринку. У майбутньому це мало б компенсувати недостатність виплат із солідарної системи та надати можливість людям отримувати більші розміри пенсійних виплат.

Запровадження другого рівня дасть змогу збалансувати зобов'язання пенсійної системи щодо майбутніх пенсійних виплат. Така система стимулюватиме громадян до накопичень пенсійних коштів, які будуть їхньою власністю та використовуватимуться для пенсійних виплат, а у випадку смерті учасника будуть успадковані. Пенсійні накопичення також стануть додатковим джерелом капіталу

для розвитку економіки України. За підрахунками Міністерства соціальної політики, уже в перший рік запровадження обов'язкової накопичувальної пенсійної системи буде акумульовано 3,9 млрд. гривень пенсійних накопичень [33], що надає великий потенціал для внутрішніх інвестицій та має заохотити економічне зростання. Якщо ці кошти інвестувати в державні облігації, вони фактично фінансуватимуть дефіцит бюджету, зменшуючи обмеження на його можливий розмір. Отже, ці заощадження можуть або прискорити зростання, або просто фінансувати більший дефіцит, а останнє може або не може привести до більш високих темпів зростання (залежно від структури та ефективності державних видатків).

Аналіз сучасного стану пенсійної системи України дозволив зробити висновки:

1. Низький рівень диверсифікації джерел фінансування пенсій. В Україні запроваджено трирівневу пенсійну систему. Разом із тим фактично продовжує діяти однорівнева пенсійна система, заснована на принципі солідарності поколінь, що має являти перший рівень сучасної системи пенсійного забезпечення. Це зумовлено тим, що другий рівень (державний накопичувальний компонент) досі не запроваджено, а третій рівень – недержавне пенсійне забезпечення – знаходиться на початковому етапі розвитку і не справляє суттєвого впливу на рівень життя пенсіонерів. Відсутність диверсифікації пенсійної системи України, що призводить до значної залежності від розподільчого принципу фінансування, збільшує залежність від демографічного фактора, вплив якого посилюється.

2. Домінуючим у пенсійній системі України залишається солідарний компонент, заснований на розподільчому принципі. Низький рівень охоплення населення недержавною пенсійною системою призводить до існування жорсткого «соціального контракту»між державою і населенням, що перетворює населення в пасивних учасників пенсійних правовідносин. Зменшення можливості вибору людиною форм та джерел майбутнього власного

пенсійного забезпечення суперечить ринковим умовам господарювання, гальмує розвиток фінансового ринку. Саме недержавне пенсійне забезпечення дає повною мірою сформувати фінансові ресурси з визначенням рівня пенсійних доходів у майбутньому.

3. Зростання ролі накопичувального принципу зумовлено загальносвітовими тенденціями еволюційний розвитку пенсійних систем, а також впливом демографічних та соціально-економічних факторів. Умовою, що сприяє запровадженню накопичувальних компонентів, є створена законодавча база, розвиток ринкових відносин, що приводить до розвитку фінансового ринку та до створення попиту на пенсійне забезпечення, засноване на накопичувальному принципі.

4. Головним ризиком пенсійних систем, заснованих на накопичувальному принципі є вплив інфляційного фактора, що приводить до знецінення накопичених для потреб пенсійного забезпечення коштів, що має відчутний вплив Україні. До факторів, які стримують розвиток накопичувального принципу, належать низький рівень доходів населення та дефіцит солідарної пенсійної системи.

5. Функціонування другого рівня повинно підлягати моніторингу як з боку уряду, так і з боку регуляторів для гарантування того, що потреби учасників накопичувальної системи, надавачів послуг та економічні потреби країни будуть збалансовані між вимогами, які конкурують між собою.

6. Необхідно розробити перехідний план з метою передачі обов’язку з основного нагляду від Міністерства соціальної політики до Нацфінпослуг і НКЦПФР. Ймовірно, що протягом певного періоду буде існувати спільна відповідальність, наприклад, створення Ради Накопичувального фонду належить до відповідальності Мінсоцполітики, але розробкою інвестиційної декларації займаються як Нацфінпослуг, так і НКЦПФР.

7. Пенсійна виплата з другого рівня має бути гарантованою. Пропонується, щоб у тому випадку, якщо результати інвестиційної діяльності є меншими за оптимальні, ці втрати учасникам відшкодовувались за рахунок держави та/або компаній з управління активами [36].

### 3.2.3 Аналіз структури активів недержавних пенсійних фондів України

Відповідно до Закону України "Про недержавне пенсійне забезпечення" [31], недержавний пенсійний фонд має статус неприбуткової організації (непідприємницького товариства), функціонує і проводить діяльність винятково з метою накопичення пенсійних внесків на користь учасників пенсійного фонду з подальшим управлінням пенсійними активами, а також здійснює пенсійні виплати учасникам вказаного фонду в встановленому чинним законодавством порядку.

Таким чином, на перше місце виносяться питання збереження і примноження коштів майбутніх пенсіонерів. Пенсійні кошти, що надходитимуть до пенсійних фондів, – досить значні суми, які мають довгостроковий характер, тобто це так звані «довгі» гроші.

Значний внесок у вивчення проблем, пов'язаних з управлінням активами недержавних пенсійних фондів, зробили такі вітчизняні вчені, як Д. А. Леонов, А. В. Федоренко, І. Ю. Кондрат, М. М. Бабірад, Я. Савченко, О. В. Суріна та інші. Але тема підвищення ефективності інвестиційної діяльності недержавних пенсійних фондів ще далеко не вичерпана.

Недержавні пенсійні фонди є активним суб'єктом світового ринку капіталу, оскільки трансформуючи вільні кошти домогосподарств та підприємств в інвестиції, НПФ виступають джерелом довгострокових інвестиційних ресурсів для розвитку економіки, що, як показує досвід багатьох країн, сприяє

економічному зростанню. Соціальна функція НПФ проявляється в тому, що такі фінансові інститути мають можливість формування персоніфікованого матеріального забезпечення індивіда в старості, як за його власною ініціативою, так і з ініціативи зацікавлених у цьому осіб (роботодавців, професійних об'єднань). Для корпоративного сектора НПФ надають інструментарії управління трудовими ресурсами, що дає змогу заохочувати та стимулювати кваліфіковані кадри [37,с.62-72].

Основним завданням при управлінні активами недержавних пенсійних фондів є формування добре диверсифікованого інвестиційного портфеля з метою отримання стабільного доходу для захисту від інфляції та примноження коштів учасників НПФ. Для цього обирається збалансована стратегія інвестування, яка передбачає отримання прибутків при помірних ризиках.

Для досягнення обраних цілей необхідно сформувати основні напрями інвестиційної політики НПФ, ураховуючи обмеження щодо інвестування коштів, установлені законодавством, регулюючими органами, радою пенсійного фонду, які відображені в інвестиційній декларації.

Диверсифікація напрямів інвестування дозволяє знизити ризики, пов'язані з можливістю недоодержання очікуваного доходу або втрати інвестованої суми. Стосовно диверсифікації пенсійних активів, то чим вищий її ступінь, чим більша кількість груп фінансових інструментів і окремо взятих інструментів, тим краще.

Управління активами містить:

- здійснення операцій відповідно до інвестиційної декларації НПФ та укладеного договору про управління активами;
- подання щороку Раді НПФ пропозицій щодо внесення змін до інвестиційної декларації;
- звітність перед державними органами, Радою та адміністратором НПФ з питань управління активами НПФ.

Інвестування активів недержавного пенсійного фонду може здійснюватися в такі цінні папери:

- цінні папери, погашення та одержання доходу за якими гарантовано Кабінетом Міністрів України, місцевими радами;
- акції та облігації українських емітентів, що пройшли лістинг та перебувають в обігу на фондовій біржі або в торговельно-інформаційній системі, обсяги торгів на яких становлять не менше 25 % від загальних обсягів торгів на організаційно оформлених ринках цінних паперів України;
- цінні папери, погашення та отримання доходу за якими гарантовано урядами іноземних держав;
- облігації іноземних емітентів з відповідним інвестиційним рейтингом, вимоги до встановлення якого визначаються ДКЦПФР;
- акції іноземних емітентів, що перебувають в обігу на організованих фондових ринках та пройшли лістинг на одній з таких фондових бірж, як Нью-Йоркська, Лондонська, Токійська, Франкфуртська або у торговельно-інформаційній системі НАСДАК (NASDAQ). Емітент цих акцій має провадити свою діяльність не менше 10 років і бути резидентом країни, рейтинг зовнішнього боргу якої визначається ДКЦПФР.

Пенсійні активи не можуть інвестуватися в:

- цінні папери, емітентами яких є зберігач, особи, котрі здійснюють управління пенсійними активами, адміністратор, аудитор та особи, які надають консультаційні, агентські або рекламні послуги, з якими пенсійним фондом укладено відповідні договори, та їх пов'язані особи, засновники пенсійного фонду;
- цінні папери, які не пройшли лістинг фондової біржі або торговельно-інформаційної системи;
- цінні папери, емітентами яких є інститути спільного нвестування;

- векселі;
- похідні цінні папери.

Для НПФ властиво формувати портфель, до якого входять об’єкти інвестування з мінімальним ступенем ризику. Тому особливого значення набуває вибір інвестиційних інструментів, використовуючи які НПФ зможуть забезпечити захист грошових коштів населення від інфляційних процесів і при цьому отримувати визначений приріст капіталу.

Слід звернути увагу на обмеження щодо структури активів пенсійного фонду (табл. 3.7). [31]

Таблиця 3.7

Загальні вимоги до структури активів пенсійного фонду

| Активи пенсійного фонду | Частка активів певного виду від загальної вартості пенсійних активів |
|---|---|
| Цінні папери одного емітента | Не більше 5 % |
| Цінні папери, доходи за якими гарантовано Кабінетом Міністрів України | Не більше 50 % |
| Облігації місцевих позик | Не більше 20 % |
| Облігації підприємств, емітентами яких є резиденти України | Не більше 40 % |
| Акції українських емітентів | Не більше 40 % |
| Цінні папери іноземних емітентів | Не більше 20 % |
| Іпотечні цінні папери | Не більше 40 % |
| Об'єкти нерухомості | Не більше 10 % |
| Банківські метали | Не більше 10 % |
| Цінні папери, кредитний рейтинг яких не визначений Рейтинговим агентством або відповідає спекулятивному рівню за Національною шкалою | 0% |
| Цінні папери емітентів, кредитний рейтинг яких не визначений уповноваженим | 0% |

| Продовження табл.3.7. | |
|---|---|
| Рейтинговим агентством або відповідає спекулятивному рівню за Національною шкалою | |
| Цінні папери, емітентами яких є засновники корпоративного фонду | Не більше 5 % (для корпоративних пенсійних фондів) |
| Кошти на банківських депозитних рахунках та ощадних сертифікатах банків | Не більше 40 % і не більше 10 % у зобов'язаннях одного і банку |
| Кошти на банківських депозитних рахунках та в ощадних сертифікатах банків, кредитний рейтинг яких не визначений Рейтинговим агентством або яких відповідає спекулятивному рівню за Національною шкалою | 0% |
| Надання майнових гарантій, забезпечених пенсійними активами | Заборонено |
| Надання кредитів | Заборонено |
| Інші активи, не заборонені законодавством України | Не більше 5 % |

Як свідчать дані таблиці 1, найменш обмеженими є інвестиції НПФ у цінні папери, доходи за якими гарантовані Кабінетом Міністрів України (не більше ніж 50 % загальної вартості пенсійних активів). Не більше 40 % загальної вартості пенсійних активів можуть складати інвестиції в банківські депозитні рахунки та цінні папери українських емітентів. Достатньо жорстко обмежуються законодавством України інвестиції НПФ в об’єкти нерухомості, банківські метали, цінні папери одного емітента, та в інші активи, не заборонені законодавством України.

Загальна вартість активів, сформована пенсійними фондами, станом на 31.06.2013 становить 1 831,9 млн. грн. Усього протягом І-

го півріччя 2013 року порівняно з даними на кінець 2012 року вартість активів недержавних пенсійних фондів зросла на 171,8 млн. грн. (10,3 %). Поквартальна динаміка загальних активів і їх темпів приросту у 2011 –2013 рр. наведена в таблиці 3.8 [38].

Таблиця 3.8

Динаміка загальних активів НПФ та щоквартальні темпи приросту
у 2011 –2013р.

| Показник | 30.09.11 | 31.12.11 | 31.03.12 | 30.06.12 | 30.09.12 | 31.12.12 | 31.03.13 | 30.06.13 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Загальні активи НПФ (млн.грн) | 1 306,3 | 1 386,9 | 1 467,2 | 1 520,5 | 1 549,3 | 1 660 ,1 | 1 735,4 | 1 831, 9 |
| Темп приросту щоквартальні (%) | 3,2 | 6,2 | 5,8 | 3,6 | 1,9 | 7,2 | 4,5 | 5,6 |

Виходячи з таблиці 3.8, можна зробити висновок, що розмір загальних активів НПФ мав коливання у темпах приросту, водночас у цілому збільшився протягом 2011 – 2013 рр. При цьому протягом II кварталу 2013 року їх обсяг зріс на 5,6 %. Станом на 01.07.2013 р. переважними напрямами інвестування пенсійних активів є депозити в банках (37,2% інвестованих активів), облігації підприємств–резидентів України (31,1%), акції українських емітентів (14,3%) та цінні папери, дохід за якими гарантовано Кабінетом Міністрів України (10,0 %). (табл. 3.9)

Таблиця 3.9

Структура активів НПФ у 2011-2012 рр. і 1-ше півріччя 2013 р

| Назва активу | 2011 | | 2012 | | 1 –е півріччя 2013р | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Млн.грн | % | Млн.грн | % | Млн.грн | % |
| Грошові кошти, розміщені на вкладних (депозитних) рахунках | 409,8 | 29,5 | 572,7 | 34,5 | 680,9 | 37,2 |

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | | Продовження 3.9. |
| Облігації підприємств, емітентами яких є резиденти України | 346,5 | 25,0 | 517,9 | 31,2 | 568,6 | 31,1 |
| Акції українських емітентів | 254,6 | 18,4 | 256,9 | 15,5 | 261,8 | 14,3 |
| Цінні папери, дохід за якими гарантовано КМ України | 209,0 | 15,1 | 196,9 | 11,9 | 182,6 | 10,0 |
| Об'єкти нерухомості | 48,6 | 3,5 | 49,6 | 2,9 | 60,3 | 3,3 |
| Активи, не заборонені законодавством України | 47,7 | 3,4 | 13,6 | 0,8 | 12,9 | 0,7 |
| Кошти на поточному рахунку | 37,2 | 2,7 | 9,3 | 0,6 | 15,6 | 0,5 |
| Банківські метали | 26,1 | 1,9 | 18,6 | 1,1 | 14,1 | 0,9 |
| Цінні папери, дохід за якими гарантовано Радою міністрів АР Крим, місцевими радами | 7,4 | 0,5 | 3,3 | 0,2 | 6,7 | 0,4 |
| Дебіторська заборгованість | | | 21,3 | 1,3 | 28,4 | 1,6 |
| Усього | 1 386,9 | 100 | 1 660,1 | 100 | 1 831,9 | 100 |

У загальній структурі інвестиційного портфеля НПФ активи розподіляються таким чином:

- 37,2 % або 680,9 млн. грн. розміщено на банківських депозитах (в одному чи декількох банках). Протягом 2013 року порівняно з даними на кінець 2012 року зазначені активи збільшились на 108,2 млн.грн. (18,9 %). При цьому мінімальна ставка за депозитами становить 5,9 %, а максимальна – 31,5 %);
- 0,4 % або 6,7 млн. грн. інвестовано в цінні папери, дохід за якими гарантовано Радою міністрів Автономної Республіки

Крим, місцевими радами відповідно до законодавства. Протягом 2013 року порівняно з даними на кінець 2012 року зазначені активи збільшились на 3,4 млн. грн. (103 %);

- 10,0 % або 182,6 млн. грн. інвестовано в цінні папери, дохід за якими гарантовано КМУ. Протягом І – го півріччя 2013 року порівняно з даними на кінець 2012 року зазначені активи зменшились на 14,3млн. грн. (- 7,2 %);
- 31,1 % або 568,6 млн. грн. інвестовано в облігації підприємств, емітентами яких є резиденти України. Протягом 2013 року порівняно з даними на кінець 2012 року зазначені активи збільшились на 50,7 млн. грн. (9,8 %);
- 15,5 % або 261,8 млн. грн. інвестовано в акції українських емітентів. Протягом І-го півріччя 2013 року порівняно з даними на кінець 2012 року зазначені активи збільшились на 4,9 млн. грн. (1,9 %);
- 3,3 % або 60,3 млн. грн. інвестовано в об`єкти нерухомості.

Протягом І-го півріччя 2013 року порівняно з даними на кінець 2012 року зазначені активи збільшились на 10,7 млн. грн. (21,6 %); 0,9 % або 14,1 млн. грн. інвестовано в банківські метали. Протягом І-го півріччя 2013 року порівняно з даними на кінець 2012 року зазначені активи зменшились на 4,5 млн. грн. (- 24,2 %); кошти на поточному рахунку в консолідованому портфелі складають 0,5 % або 15,6 млн. грн. Протягом І-го півріччя 2013 року порівняно з даними на кінець 2012 року зазначені кошти збільшились на 6,3 млн. грн. (67,7 %); іпотечні цінні папери відсутні в консолідованому інвестиційному портфелі НПФ.

Суттєвим фактором, що впливає на розмір інвестиційного доходу, є також те, що розмір залучених пенсійних внесків є незначним для забезпечення можливості здійснення диверсифікації пенсійних активів у дохідні фінансові інструменти. За період існування пенсійних фондів загальна сума інвестиційного доходу становить 685,9 млн. грн., або 47,5 % від суми сплачених внесків.

Протягом І-го півріччя 2013 року порівняно з даними на кінець 2012 року інвестиційний дохід збільшився на 65,6 млн. грн. (10,6 %). На 30.06. 2013 р, за даними Національної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України, загальні активи НПФ складають 1 831,9 млн. грн., що становить усього 0,5 % від ВВП. Такий незначний відсоток свідчить про недостатню розвиненість НПФ в Україні на сьогоднішній момент [38].

На відміну від України, де ми вимірюємо «ефективність» нашої пенсійної системи ставленням дефіциту державного пенсійного фонду до видаткової частини державного бюджету або ВВП, у розвинених країнах одним із ключових показників дієздатності системи пенсійного забезпечення є відношення активів недержавних пенсійних фондів до ВВП. Нагадаємо, що в Україні система НПФ фактично відсутня.

Так, порівняно з провідними країнами світу у сфері пенсійного забезпечення (Нідерланди, Австралія, США, Канада тощо) даний показник становить більше ніж 50 % від ВВП, що є надзвичайно позитивним для економік даних країн (таблиця 3.10) [39].

Таблиця 3.10.

Відсоток активів пенсійних фондів до ВВП країн за 2010 рік,%

| Країна | Відсоток до ВВП країн |
|---|---|
| Нідерланди | 134,9 |
| Ісландія | 123,9 |
| Австралія | 90,9 |
| Фінляндія | 82,1 |
| США | 72,6 |
| Чилі | 67,0 |
| Канада | 60,9 |

Лідером за часткою пенсійних активів у ВВП країни є Нідерланди (134,9%). Такий значний відсоток пенсійних активів у ВВП є наслідком того, що Нідерланди мають одну з найрозвинутіших систем пенсійного забезпечення в Європі. Треба зауважити, що у всіх

перелічених у таблиці 3.10 країнах спостерігається високий рівень ефективності діяльності та функціонування НПФ.

Звертаючись до закордонного досвіду, необхідно підкреслити, що основа пенсійного забезпечення громадян розвинених країн базується на пожиттєвих ануїтетах, отриманих з накопичувальних рахунків громадян. При цьому, залежно від моделі функціонування фінансової системи держави, працівники та роботодавці здійснюють свої пенсійні накопичення на рахунках НПФ страхових компаній або на спеціальних пенсійних рахунках банківських установ.

На рисунку 3.4 наведено структуру пенсійних активів недержавних пенсійних фондів вищезазначених країн.

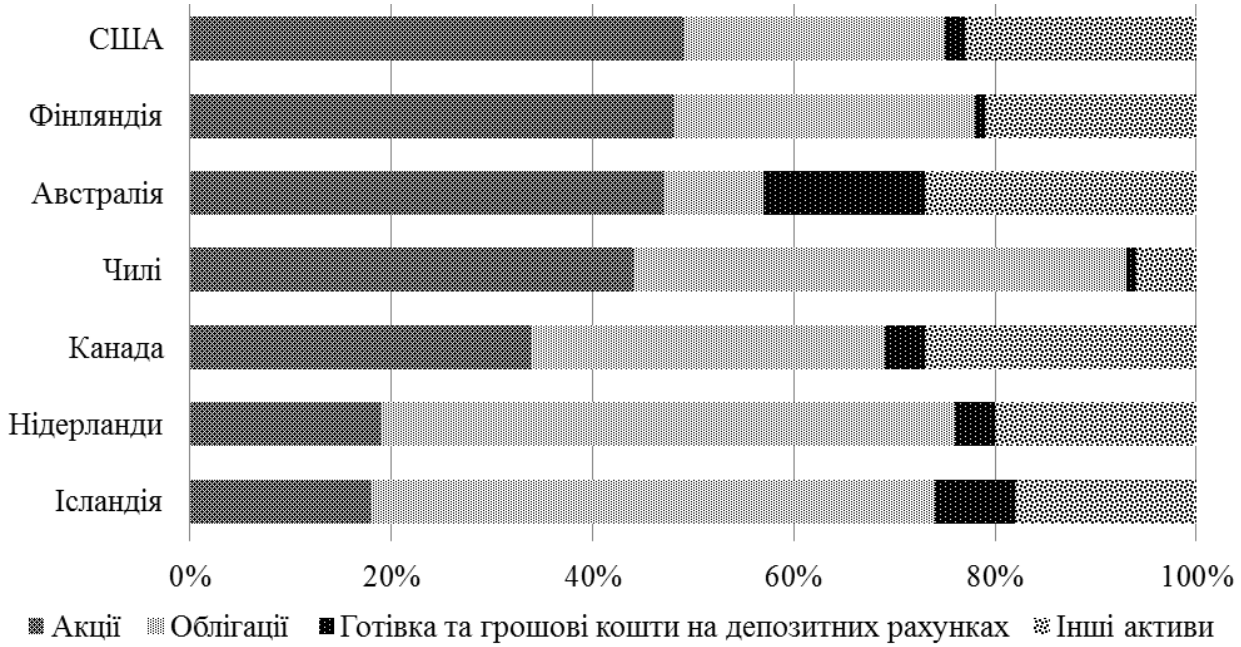



Рис. 3.4. Структура пенсійних активів НПФ за 2010 рік, % [39]

За даними Організації економічного співробітництва та розвитку (Organisation for Economic Co-operation and Development), більша частка активів НПФ інвестується в акції та облігації великих підприємств, і лише близько 10 % – в банківські депозити та інші активи. Така виважена інвестиційна політика забезпечує досягнення оптимального співвідношення дохідності та надійності, так як інвестування в банківські депозити не забезпечує високого рівня доходу та є достатньо ризикованим через кризові явища банківської системи в останні роки.

Звісно, такі чималі накопичення формувалися впродовж багатьох десятків років. У зв'язку з чим, з об'єктивних причин, недоцільно порівнювати пенсійну систему вищеперелічених держав з пенсійною системою України. Разом з тим, показовими для України є досягнення таких країн як:

1. Польща, в якій під управлінням НПФ зосереджені активи співставні з 13,5 % ВВП,
2. Угорщина з активами НПФ рівними 13 % ВВП країни,
3. Чеська Республіка, НПФ якої становлять близько 5,95 % ВВП.

Фактично, усі ці країни мали схожі вихідні умови в процесі побудови системи НПФ. При цьому велика доля успіху в розвитку недержавного пенсійного забезпечення пов'язана з тимчасовими орієнтирами її впровадження.

Серед аутсайдерів у розвитку недержавної системи пенсійного забезпечення необхідно відзначити Туреччину, яка практично нульові активи НПФ 2003 року підвищила до 2,3 % ВВП в 2009 році.

Необхідність диверсифікації інвестиційного портфелю породжує необхідність існування розвинених ринків акцій, нерухомості, інвестиційних сертифікатів фондів спільного інвестування. На даному етапі ринок акцій слабо розвинений, ринки нерухомості, сертифікатів фондів спільного інвестування практично відсутні і суттєва зміна ситуації до 2013 року є малоймовірною. Таким чином, найімовірніше, левова частка активів пенсійних фондів буде все ж таки розподілена між державними облігаціями внутрішньої позики та банківськими депозитними рахунками. Відповідно до заяв представників уряду, частково гроші будуть спрямовані на купівлю великих (але не контрольних) пакетів акцій державних підприємств. Придбання непублічних підприємств не зовсім вписується в концепцію існування НПФ. Оскільки для забезпечення необхідних виплат, активи фонду повинні бути високоліквідними, а акції непублічних підприємств такими не є, так як період їх реалізації може розтягнутися на кілька місяців.

Більша частина активів НПФ знаходиться в управлінні КУА. Компанії з управління активами відповідно до вимог Положення про порядок подання адміністративних даних особою, що здійснює управління активами недержавного пенсійного фонду (відкритого, корпоративного, професійного), затвердженого рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 11 серпня 2004 №340, зареєстрованого в Міністерстві юстиції України 31 січня 2005 р. за №117/10397, подають адміністративні дані про управління активами недержавного пенсійного фонду (відкритого, корпоративного, професійного), які містять інформацію про склад та структуру активів недержавного пенсійного фонду.

Метою інвестування пенсійних активів є, насамперед, збереження пенсійних заощаджень громадян. Тому стратегія інвестування недержавних пенсійних фондів є більш консервативною, ніж в інших фінансових установ.

Узагальнюючи викладене зазначимо, недержавні пенсійні фонди необхідні тому, що:

- враховуючи зростання кількості пенсіонерів можна стверджувати, що вже через 7-10 років держава не зможе забезпечити пенсію навіть у сьогоднішніх обсягах;
- лише накопичені протягом трудового життя пенсії можуть забезпечити гідне життя пенсіонерів;
- недержавні пенсійні фонди сприяють залученню значних інвестиційних ресурсів в економіку України;
- розвиток недержавних пенсійних фондів дає неможливість досягти довгострокового інвестування в економіку України;
- без розвитку недержавних пенсійних фондів не може в повному обсязі існувати ринок цінних паперів та фінансовий ринок.

Отже, можна зробити висновок, що в умовах глобалізації найбільш перспективним та прийнятним є недержавне пенсійне забезпечення, яке виступає важливим джерелом довгострокових фінансових ресурсів у країні. Хоча розвиток системи НПФ стримує

багато факторів, статистичні дані свідчать про її динамічний розвиток та збільшення основних показників недержавних пенсійних фондів.

Таким чином, у міру формування належного нормативно-правового середовища відбувалася і активізація розвитку недержавних пенсійних фондів в Україні. Незважаючи на складний шлях становлення, розвиток НПФ в Україні триває. Відтак основними орієнтирами державного регулювання ринку НПФ на перспективу повинні стати: формування сприятливого ринкового середовища для функціонування фондів, удосконалення правової бази їх діяльності, стимулювання громадян та роботодавців до участі в НПФ, удосконалення нагляду за діяльністю НПФ у цілях підвищення їх надійності тощо.

На думку вчених, для розвитку системи НПФ необхідні [40] :

- диверсифікація структури активів НПФ із метою оптимального співвідношення між дохідністю, ліквідністю і ризикованістю розміщення коштів (зокрема експерти Світового банку рекомендують дозволити НПФ інвестувати кошти за кордон);
- відновлення довіри з боку населення - НПФ не зможуть подолати стереотипи недовіри ні рекламними компаніями, ні гучними обіцянками - лише надійною й ефективною роботою;
- удосконалення та поглиблення механізмів взаємодії та зворотного зв'язку між НПФ та іншими учасниками системи недержавного пенсійного забезпечення;
- удосконалення законодавства та нормативно-правової бази у сфері недержавного пенсійного забезпечення;
- наявність відповідної інфраструктури, що забезпечуватиме високу ліквідність та абсолютну прозорість фінансових вкладень НПФ.

## 3.3. Кредитні спілки на фінансовому ринку України

### 3.3.1. Основи діяльності та функціонування кредитних спілок в Україні

Економічне зростання національної економіки, її успішне функціонування багато в чому залежить від розвитку фінансової інфраструктури, що сприяє активізації процесу трансформації заощаджень в інвестиції. Залучення фінансових ресурсів суб'єктами господарювання в нашій країні є досить витратним, що пов'язано, зокрема, з недостатнім рівнем розвитку інституційних складових фінансової інфраструктури, зокрема небанківських фінансових інститутів. У зв'язку з цим все більшого значення наразі має поряд з кількісним зростанням фінансових інститутів підвищення ефективності їх діяльності. При цьому з метою забезпечення економічного зростання на основі ефективного розвитку фінансової інфраструктури необхідно розвивати не тільки банківські, але й різні види небанківських фінансових інститутів.

Однією з характерних ознак розвиненої кредитної системи ринкового типу є різноманіття фінансових структур, що входять до неї. В економічно розвинених країнах поряд з великими транснаціональними банками в кредитній системі представлені й установи дрібного кредиту, так звані кредитні кооперативи або ж кредитні союзи, що є структурними одиницями кредитної кооперації.

Економічна суть кредитної кооперації більшою мірою визначається не видом і характером діяльності учасників, а специфікою виконуваних ними дій, функцій і т.п. Специфіка кредитної кооперації полягає в тому, що вона створюється з метою об'єднання власних фінансових ресурсів членів кооперативу для взаємного кредитування.

Слід зазначити, що кредитна кооперація проявляє себе в різних організаційних формах: ощадно-позичкові товариства, товариства взаємного кредиту, кредитні кооперативи, кредитні спілки.

Кредитні спілки є наймолодшим інститутом серед депозитних фінансових інститутів. Кредитні спілки стали тими фінансовими установами, які дають можливість отримати фінансові послуги громадянам, які мають невеликі доходи і не дуже високий рівень життя, дрібним підприємцям, а також сільськогосподарським товаровиробникам, які не можуть жодним іншим способом задовольнити свої фінансові потреби.

Кредитні спілки є одним із різновидів кооперативних організацій. Від ступеня їх розвитку залежить весь процес відродження масового кооперативного руху в Україні, а отже, і рівень продуктивності всієї діяльності населення із самозабезпечення необхідними товарами й послугами на засадах кооперування. В усіх країнах основною метою функціонування кооперативів є не отримання прибутків, а надання послуг своїм членам, які виступають водночас і власниками, і клієнтами. Кооперативна діяльність у такому розумінні - це, насамперед, самозабезпечення послугами [41, с.24].

Кредитні спілки, як форма самоорганізації населення, виникли як реакція на потреби в наданні швидких, недорогих і разом з тим конкурентоспроможних фінансових послуг. Забезпечення конкурентоздатності фінансових послуг, що пропонуються кредитними спілками, можливе за однієї обставини — надійності та стійкості фінансового посередника. Кредитні спілки можуть скласти конкуренцію комерційним банкам у таких сферах:

- кредитування домогосподарств для задоволення споживчих і соціальних потреб;
- залучення внесків фізичних осіб на депозитні рахунки;
- кредитування фізичних осіб-суб’єктів підприємницької діяльності;
- кредитування особистих селянських домогосподарств.

Головною метою діяльності кредитної спілки є забезпечення фінансового і соціального захисту своїх членів шляхом залучення

їхніх особистих заощаджень для взаємного кредитування, фінансової підтримки підприємницьких ініціатив і надання інших фінансових послуг, що здійснюються на засадах рівноправності їх членів.

Більшість сучасних кредитних спілок України є спеціалізованими споживчими кооперативами громадян, що формуються за принципом соціальної спільності: місцем роботи, місцем проживання, за професією або за будь-якими іншими загальними інтересами. Кредитні спілки сприяють ефективному заощадженню коштів своїх членів, отриманню кредитів з цих коштів членами кредитної спілки, а також спільному використанню частини заощаджень в освітніх, житлових, медичних та інших цілях [42, с. 12].

Наразі популярність кредитних спілок зростає, однак кредитні спілки все ще проходять етап розвитку та становлення на фінансовому ринку України і на даний момент вони є недостатньо затребуваними. У даний час кредитні спілки та інші небанківські організації займають лише близько 2% фінансового ринку [42, с.16].

На сьогодні кредитні спілки - практично єдина в Україні форма фінансової організації, де громадяни можуть швидко і без великих проблем, пов'язаних зі збором різних документів, отримати відносно недорогий кредит.

В Україні кредитні спілки вперше з'явилися ще в середині XIX століття. Уже тоді вони показали свою високу ефективність у вирішенні проблем пересічних членів співтовариства, оскільки, на відміну від більшості інших фінансових інститутів, кредитні спілки створюються на основі добровільного об'єднання людей і не мають на меті отримання прибутку.

Новий етап розвитку кредитних спілок розпочався з 1993 року, коли було прийнято «Тимчасове положення про кредитні спілки в Україні».

У червні 1994 року кредитні спілки із 17 областей України заснували Національну асоціацію кредитних спілок України (НАКСУ), яка на сьогоднішній день об'єднує близько 150 кредитних

спілок, членами яких є понад 500 тис. громадян нашої країни [43, с.56].

Кредитні спілки є не тільки фінансово-кредитними установами, а й громадськими організаціями, які можуть найбільш ефективно вирішувати суспільні проблеми, брати участь у фінансуванні та організації важливих гуманітарних програм і соціальних проектів. [44, с.67].

Ролі кредитних спілок на фінансовому ринку України присвячені роботи багатьох вітчизняних і зарубіжних авторів, до числа яких можна віднести Волкову О. Г., Даркова В. В., Єфімову М. Р., Луцишина О. Н., Мельник С. Л., Пластун В. Л., Хомутенко В. П. та інші.

Більшість перерахованих авторів розглядали кредитні спілки як невід'ємну частину фінансового ринку, необхідну для забезпечення громадян фінансовими засобами.

Існують різні точки зору, щодо необхідності існування та діяльності кредитних спілок, а також, з приводу функцій, які виконують кредитні спілки на українському фінансовому ринку.

Так, Присяжнюк А. Є. вважає, що кредитні спілки - це неприбуткові організації, які здатні скласти конкуренцію банкам, оскільки, у першу чергу, кредитні спілки дозволяють заощадити час на оформлення кредиту [45].

Руднєва І. Г. зазначає, що «відсоток у кредитних спілках вищий, гроші додавати можна, втрати при достроковому розірванні договору менші, але і надійність менша, ніж у серйозному банку. Для тих, хто прагне досягти багатства за життя, це цілком підходящий інструмент формування початкового капіталу» [46].

Паладинів В. В. зазначає таке: «Величезний плюс кредитних спілок у тому, що таку організацію може створити фактично будь-яка людина в будь-якому населеному пункті. Банки ж не відкриватимуть відділення в кожному селі, розраховуючи залучити десяток

клієнтів. Тому потенціал зростання кредитних спілок просто величезний » [47].

Говорячи про функції кредитних спілок, Габдулліна Ю. А. вважає: «Діяльність кредитних спілок має бути спрямована винятково на надання фінансових послуг фізичним особам, членам КС, профспілкам та їх об'єднанням, а не на залучення коштів фізичних осіб для кредитування юридичних» [48].

Луцишин О.Н. дає таке визначення: «Кредитна спілка - це неприбуткова фінансова організація, спеціалізована на фінансової взаємодопомозі шляхом надання фінансових послуг своїм членам» [49, с. 35].

Згідно із Законом України «Про кредитні спілки» кредитна спілка - це неприбуткова організація, заснована фізичними особами на кооперативних засадах з метою задоволення потреб її членів у взаємному кредитуванні та наданні фінансових послуг за рахунок об'єднаних грошових внесків членів кредитної спілки [50].

Основна діяльність кредитних спілок спрямована на організацію соціальної взаємодопомоги і підтримки громадян, без мети одержання прибутку. Кредитні спілки організовують фінансову взаємодопомогу шляхом задоволення потреб своїх членів у послугах заощадження коштів і отримання кредитів. Право на отримання послуг кредитної спілки мають тільки його члени.

Кредитні спілки заохочують заощадження громадян, установлюючи компенсаційні виплати (відсотки) на вклади і надають за рахунок цих вкладів кредити для своїх членів. Відсотки за користування кредитом є джерелом компенсаційних виплат на вклади. Дохід, отриманий від надання послуг своїм членам, не стає прибутком кредитної спілки, а розподіляється між його членами, пропорційно їх пайових внесків (вкладів) [51, с. 37].

Діяльність кредитної спілки ґрунтується на таких основних принципах:

- добровільності вступу та свободи виходу з кредитної спілки;

- рівноправності членів кредитної спілки;
- самоврядування;
- гласності [50].

Кредитна спілка є юридичною особою, що засновується фізичними особами, які досягли 18-річного віку, об’єднані за ознакою місце проживання, професійною діяльністю, навчанням тощо, незалежно від громадянства, але за умови їх постійного проживання на території України, які не обмежені судом у дієздатності та не перебувають у місцях позбавлення волі [52, с. 61-63].

Щодо майнової основи діяльності кредитної спілки, то вона діє на основі самофінансування, несе відповідальність за наслідки своєї діяльності та виконання зобов'язань перед своїми членами, партнерами, державним та місцевими бюджетами в межах вартості майна, яке належить їй на праві власності [53 с. 61-71].

Майно кредитної спілки, яке є її власністю, формується за рахунок:

- вступних, обов'язкових пайових та інших внесків членів кредитної спілки, крім внесків (вкладів) на депозитні рахунки;
- плати за надання своїм членам кредитів та інших послуг, а також доходів від провадження інших видів статутної діяльності;
- доходів від придбаних кредитною спілкою державних цінних паперів;
- грошових та інших майнових пожертвувань, благодійних внесків, грантів, безоплатної технічної допомоги юридичних та фізичних осіб.

Діяльність кредитної спілки має кредитний характер, оскільки в основі її діяльності, як і банку, лежить функція залучення, акумулювання тимчасово вільних коштів та їх перерозподіл відповідно до потреби.

Однак процес діяльності кредитної спілки вже на першому своєму етапі, при залученні капіталу, значно відмінний від

банківського. Сам сенс кредитної спілки полягає в організованому об'єднанні групи осіб, що передбачає можливість будь-якого громадянина, що бажає розмістити власні кошти, бути учасником цієї спілки (засновником чи акціонером).

Як громадська організація, створена групою фізичних осіб для надання позиково-ощадних послуг виключно членам цього об'єднання, кредитні спілки використовують різні види позичок, зокрема такі, як споживчі кредити, тобто позички на купівлю квартири, автомобіля, інших споживчих товарів, чи на будівництво будинку; комерційні кредити, які можуть використовуватися для розвитку підприємництва і призначені на купівлю обладнання чи формування обігових коштів.

Переважна більшість кредитів є дрібними кредитами на споживчі цілі – 52% загальної суми наданих кредитів; комерційні кредити та кредити, що передбачають триваліший термін кредитування та більші суми кредиту, займають загалом 24%, кредити на придбання, ремонт та реконструкцію житла – 8% [54].

Суб’єктами кредитної угоди виступають кредитна спілка як кредитор і член спілки як позичальник. Елементи кредитування присутні у відносинах між особою, яка передає в розпорядження юридичної особи свій внесок (вклад), та спілкою, яка на такі вклади розподіляє частину свого доходу. Специфіка посередницької діяльності кредитних спілок полягає також у тому, що надання таких послуг не має на меті отримання прибутку.

Умови отримання позики для всіх членів спілки однакові, отже, такий договір містить ознаки публічності [55]. Його можна також охарактеризувати як договір про приєднання, оскільки члену спілки пропонують типову кредитну угоду, і в разі відсутності заперечень чи уточнень з боку позичальника він може приєднатися до неї.

Разом з тим, вкладник набуває своєрідних «корпоративних прав»: право на участь в управлінні справами кредитної спілки через

загальні збори; право на виділення належної частки в майні спілки в разі її ліквідації або виходу з неї [56].

Ключовим елементом діяльності кредитних спілок є акумуляція грошових коштів і формування з них ресурсів, які згодом використовуються для кредитування. Ресурсна сторона діяльності кредитних спілок визначає можливості їх фінансової діяльності.

Притягнені ресурси - сукупність грошових коштів, що знаходяться в розпорядженні кредитних спілок і використовуваних ними для виконання кредитних операцій і для підтримки своєї ліквідності. Акумулюючи грошові накопичення, прибутки і заощадження юридичних та фізичних осіб, кредитні спілки перетворюють їх на позиковий капітал, тобто грошовий капітал, що надається в позику на умовах зворотності за плату у вигляді відсотка.

Діяльність кредитних спілок полягає в залученні грошових коштів і наданні їх у позику. Вони виступають посередниками між тими, хто має у розпорядженні тимчасово вільні грошові кошти, і тими, хто їх потребує. Метою і рушійним мотивом здійснення такого посередництва є отримання прибутку, виплати дивідендів пайовикам, що є джерелом, створення резервних фондів, базою підвищення добробуту членів кредитних спілок. Основним джерелом прибутків більшості кредитних спілок є відсотки, що стягуються з позичальників за користування кредитами.

Серед найпоширеніших типів депозитних рахунків, що використовуються у кредитних спілках, необхідно виділити:

1) прямі перерахування із заробітної плати. Член кредитної спілки дає згоду на регулярне здійснення прямих перерахунків із його зарплати або на перерахування всієї суми заробітку на свій рахунок у кредитній спілці;

2) дитячі рахунки. Діти (разом із родичами) вносять невеликі суми нагромаджених коштів;

3) строкові вклади. Цей вид вкладів заохочує до внесення великих сум у заощадження на тривалий час. Робляться внески на один, п'ять та десять років із відповідними процентами;

4) поточні рахунки, які здебільшого не застосовуються при створенні фондів нагромадження, хоча існує тенденція і до їх використання [54].

Таким чином, пасивні депозитні операції відіграють важливу роль у діяльності кредитних спілок. Саме за їх допомогою кредитні спілки набувають кредитні ресурси на ринку. Історично пасивні операції відігравали первинну роль, по відношенню до активних, оскільки для здійснення активних операцій необхідною умовою являється достатність ресурсів. Депозитним операціям надається велике значення в підприємницькій діяльності компаній і фірм, кредитних спілок, приватних осіб, а також в економічній політиці держави.

У цілому, механізм економічної діяльності кредитної спілки будується на основі таких принципів:

1. Членський контроль. Суть цього принципу зводиться до того, що діяльність кредитної спілки контролюється всіма членами, кожен з яких має право лише одного голосу при вирішенні питань незалежно від його вкладу чи ступеня користування послугами кредитної спілки. Усі члени мають можливість брати участь у процесі обговорення питань та прийняття рішень на засадах принципу демократичного управління, який забезпечує врахування інтересів усіх членів спілки ще до того, як це рішення буде прийняте.

2. Отримання економії. Кредитні спілки створюються для задоволення спільних потреб членів і для покращення економічних результатів їх діяльності. У спілці має виникати економія грошових коштів, яка повинна повертатися членам пропорційно їх участі у фінансово-господарській діяльності кредитних спілок. До того ж, така економія може просто повертатися у грошовій формі і зараховуватись як внесок одного члена у позичковий фонд кредитної

спілки. В останньому випадку забезпечуються джерела коштів для довгострокових капіталовкладень.

3. Обмеження величини дивідендів. Реалізація цього принципу сприяє функціонуванню кредитних спілок в інтересах їх членів, насамперед, як клієнтів, а не як вкладників чи акціонерів. Вигоди від членства у спілках мають залежати від ступеня участі у господарській діяльності кредитної спілки (користування послугами), а не від величини грошового вкладу. Як правило, на кошти, вкладені у фонди спілки, дивіденди та проценти не нараховуються.

### 3.3.2. Сучасний стан, проблеми та перспективи розвитку кредитних спілок в Україні

З кожним роком кількість кредитних спілок поступово зростає, що свідчить про зростання інтересу споживачів до цього сектора фінансового ринку.

Перед тим як перейти до формулювання пропозицій і рекомендацій щодо діяльності кредитних спілок, розглянемо, які тенденції розвитку притаманні цим установам за останні роки.

Для того, щоб охарактеризувати стан кредитних спілок на фінансовому ринку України, наведемо дані за 2008-2012 роки і проаналізуємо їх (табл.3.11) [57].

Аналіз показників діяльності кредитних спілок за період з 2008 до 2012 року свідчить про значне скорочення кількості кредитних спілок. Так, станом на 31.12.2012 року в державному реєстрі перебувало 617 кредитних спілок, що на 212 кредитних спілок, або на 25,57%, менше ніж у 2008 докризовому році. Ще більшою мірою скоротилася кількість членів кредитних спілок. З 2669,4 тис. осіб, що є членами кредитних спілок на 31.12.2008 року, залишилося 1095,9 тис. членів, або у 2,5 рази менше. Відповідно в 3,7 і 2,3 рази зменшилася кількість членів кредитних спілок, що мають внески на депозитних рахунках та мають заборгованість за діючими кредитними договорами (рис. 3.5).

Таблиця 3.11

Основні показники діяльності кредитних спілок України

| Показники | Період | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
| Кількість зареєстрованих кредитних спілок (на кінець періоду) | 829 | 755 | 659 | 613 | 617 |
| Зараховано до Державного реєстру (за період) | 12 | 7 | 7 | 5 | 3 |
| Вилучено з Державного реєстру (за період) | 2 | 73 | 24 | 2 | 0 |
| Кількість членів КС, тис.осіб, з них | 2 669,4 | 2 190,3 | 1 570,3 | 1 062,4 | 1 095,9 |
| члени, які мають внески на депозитних рахунках | 164,0 | 117,0 | 78,9 | 48,0 | 44,9 |
| члени, які мають заборгованість за кредитами | 578,1 | 423,6 | 343,0 | 249,3 | 254,0 |
| Активи, млн. грн., з них | 6 064,9 | 4 218,0 | 3 432,2 | 2 386,5 | 2 656,9 |
| *продуктивні* | 5 550,2 | 3 630,5 | 3 059,4 | 2 111,1 | 2 354,1 |
| *непродуктивні* | 514,7 | 587,5 | 372,8 | 275,1 | 302,8 |
| Капітал, млн. грн. | 1 714,0 | 765,8 | 1 117,3 | 942,9 | 1 088,7 |
| Дохід КС, млн. грн. | 1 799,9 | 1 086,1 | 706,2 | 672,2 | 755,1 |
| Витрати КС, млн. грн. | 1 642,0 | 1 533,0 | 681,8 | 585,5 | 625,8 |
| Нерозподілений дохід (непокритий збиток), млн. грн. | -67,6 | -612,5 | -247,0 | -7,3 | 67,7 |
| Кредити надані членам КС (залишок на кін. періоду), млн. грн. | 5 572,8 | 3 909,1 | 3 349,5 | 2 237,4 | 2 531,0 |
| Обсяг кредитів,наданих членам КС (за період), млн. грн. | 6 908,8 | 2 415,9 | 2 134,9 | 2 319,2 | 2665,7 |
| Кількість кредитів,наданих членам КС (за період), одиниць | 680 316 | 289 633 | 300 319 | 280 898 | 266 213 |

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| Внески членів КС на депозитні рахунки (залишок на кін.періоду), млн. грн. | 3 951,1 | 2 959,3 | 1 945,0 | 1 185,5 | 1 287,5 |
| Внески членів КС на депозитні рахунки (період), млн. грн. | 5 349,7 | 2 610,0 | 1 643,8 | 1 574,6 | 1750,7 |
| Заборгованість за неповерненими та простроченими кредитами (залишок на кін.періоду), млн. грн. | 675,0 | 1 177,9 | 1 357,5 | 410,6 | 407,6 |

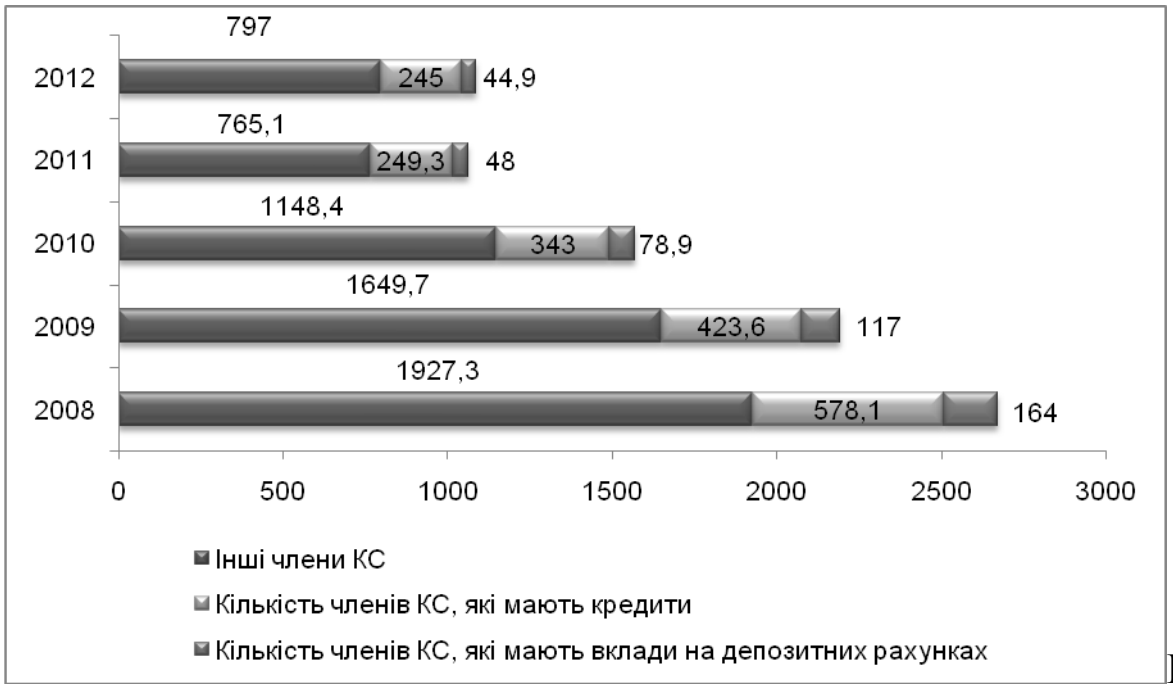



Рис. 3.5. Динаміка кількості членів кредитних спілок, тис. осіб. [19 ]

Загальний обсяг активів кредитних спілок становив у 2012 році 2656,9 млн. грн., або 43,8% щодо 2008 року. Загальний обсяг капіталу кредитних спілок станом на 31.1.2012 р. становив 1 088,7 млн. грн., що на 36,48% менше ніж у 2008 році. Динаміка основних показників діяльності кредитних спілок за 2008-2012 роки зображена на рис. 3.6.

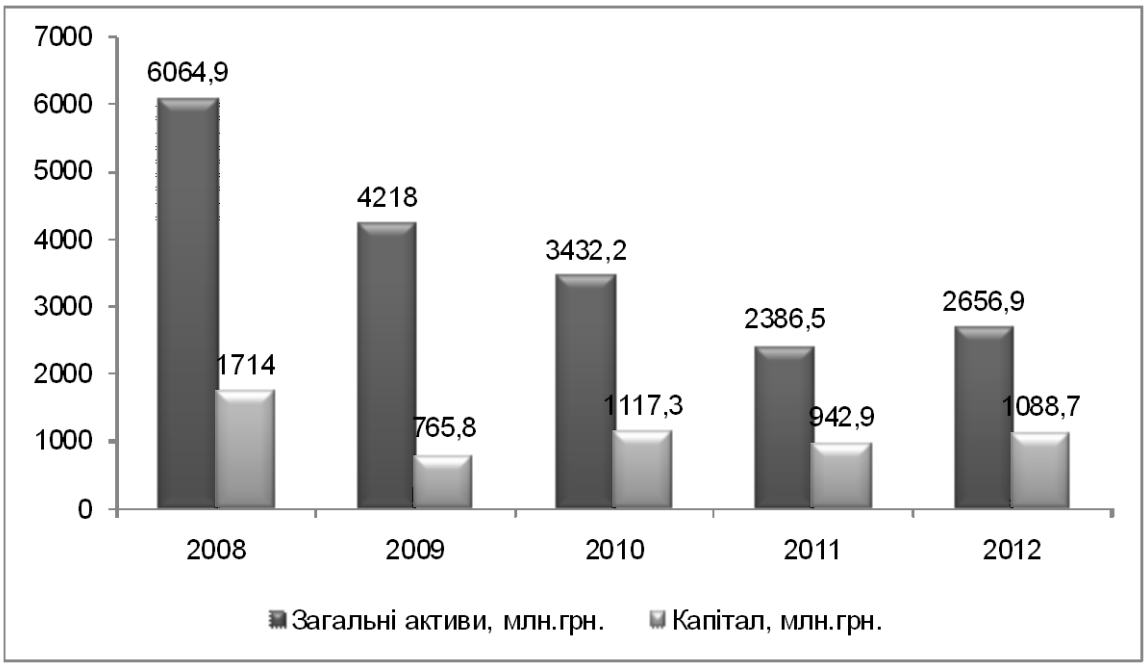



Рис. 3.6. Динаміка основних показників діяльності кредитних спілок [57]

Характерною ознакою нинішньої ситуації в кредитно-фінансовій системі є те, що позичальники мають великі обсяги заборгованості перед кредитними спілками. Останнім надзвичайно важко розв'язати таку проблему традиційними методами, працюючи індивідуально з кожним конкретним проблемним кредитом, оскільки кількість боржників вимірюється сотнями, а іноді й тисячами.

Зважаючи на такі обставини, кредитні спілки активно користуються послугами колекторських компаній, бюро й агентств. Повернені боржниками кредити допоможуть кредитним спілкам відновити довіру своїх вкладників, адже ці грошові кошти дадуть змогу кредитним спілкам розрахуватися за своїми зобов'язаннями перед вкладниками та почати кредитувати населення.

Обсяг залучених депозитів (залишок на кінець року) скоротився за аналізований період з 3951,1 млн. грн. до 1287,5 млн. грн., або в 3,1 рази., обсяг виданих кредитів - з 5572,8 млн. грн. до 2665,7 млн. грн., або в 2,1 рази. Таким чином, станом на 31.12.2012 року сума внесків (вкладів) членів кредитних спілок на депозитні рахунки становила

1287,5 млн. грн. і істотно зменшилася порівняно з 2008 роком (на 306,9%).

У цілому, загальна сума заборгованості 254,0 тис. членів кредитних спілок, які мали діючі станом на 31.12.2012 року кредитні договори, становила 2531,0 млн. грн., Тобто в середньому кожен член-позичальник кредитної спілки на кінець періоду мав 9,96 тис. грн. боргу за кредитом (станом на 31.12.2011 року - 9,0 тис. грн.). (рис. 3.7).

За аналізований період кредитний портфель кредитних спілок скоротився на 54,58% і становив 2531 млн. грн. Разом із цим заборгованість за неповерненими та простроченими кредитами на кінець 2010 року становила 1357,7 млн. грн., 2011 року - 410,4 млн. грн., 2012 року – 407,6 млн. грн. та скоротилася на 39,61% порівняно з 2008 роком.

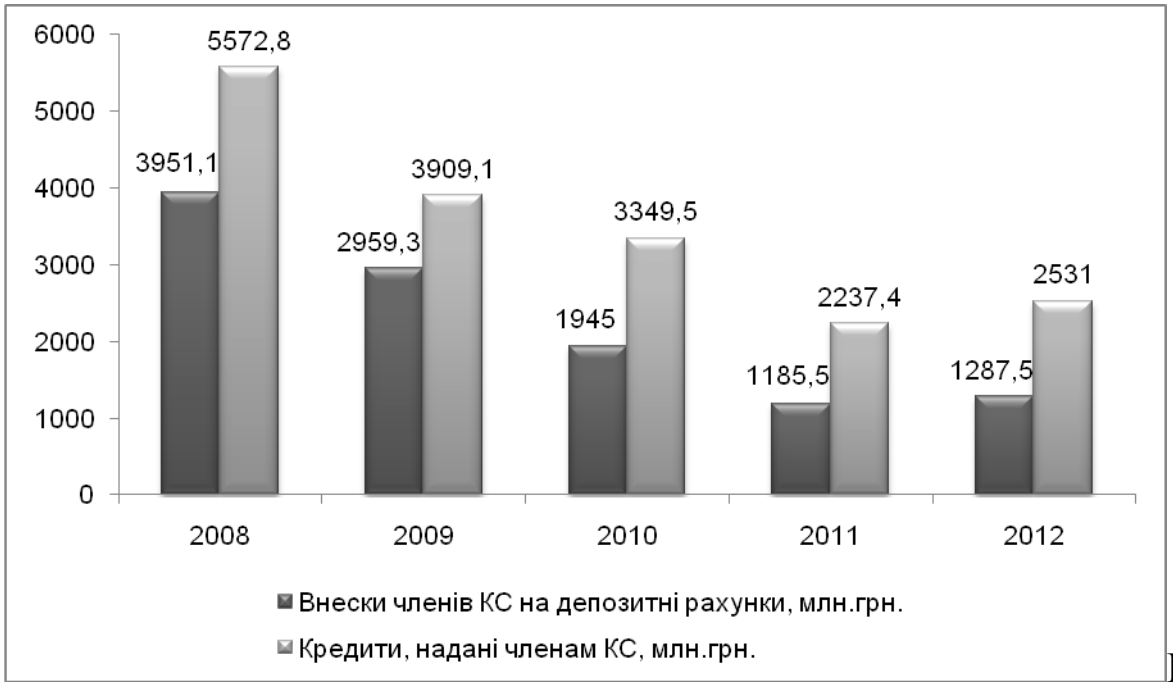



Рис. 3.7 Динаміка кредитування та залучення внесків членів кредитних спілок [57]

Також слід зазначити, що частка прострочених кредитів у кредитному портфелі в період фінансової кризи значно виросла з 12,11% в 2008 році до 40,53% в 2010 році. У наступні роки намітилася тенденція різкого зниження та станом на 31.12.2012 р. цей показник становить 18,2% (рис. 3.8). Таке покращення якості

кредитного портфеля здебільшого відбулося за рахунок більш жорсткого кредитного моніторингу, виваженої послідовної роботи кредитної спілки з боржниками та більш тісної співпраці кредитних спілок зі своїми членами.

Також слід відмітити позитивну динаміку в більшості основних показниках діяльності у 2012 році порівняно з 2011 роком, що є підтвердженням ділової активності спілок на ринку.

Таким чином, фінансова криза суттєво вплинула на функціонування кредитних спілок. Відбулося зниження практично всіх показників їх діяльності. Панічні настрої серед вкладників кредитних спілок на початку фінансової кризи спричинили масовий відтік депозитів. Зниження ресурсної бази відповідно призвело до зменшення обсягів надаваних кредитів.

Разом з тим, на думку фахівців ринку, світова фінансова криза спричинила падіння показників порівняно незначної кількості великих кредитних спілок бізнесових типу з розширеною філіальною мережею і орієнтацією на масове споживче кредитування (дві третини падіння припадає саме на ці 8% спілок.) Для тих кредитних спілок, які працювали



Рис. 3.8. Питома вага прострочених кредитів у кредитному портфелі кредитних спілок [57]

на класичних кооперативних принципах, криза пройшла з мінімальними втратами, і вже у 2010 році намітилася стабілізація ринку [58].

Причинами кризи в системі кредитної кооперації України є також здійснення керівництвом кредитних спілок ризикованої політики вкладення ресурсів спілок у спекулятивні операції (переважно з нерухомістю та землею), недотримання нормативних фінансових показників. Крім цього, недостатність повноважень Національної комісії з регулювання ринків фінансових послуг та відсутність системи нагляду на основі оцінки ризиків призвело до того, що регулятор не може адекватно контролювати ситуацію на ринку.

Перспективи розвитку кредитних спілок у посткризовий період зв'язані з комплексним охопленням ринку сільській місцевості і глибоким проникненням у сферу фінансових послуг для всіх категорій населення. А це соціальне, споживче кредитування, позики на розвиток особистих селянських господарств, реалізація локальних програм, енергозбереження, розвиток зеленого туризму, підтримка земельної реформи тощо Пріоритетним напрямком є кредитування малого бізнесу та фермерів, з якими не занадто хочуть співпрацювати банки [58].

У сучасних умовах основними проблемами функціонування кредитних спілок є:

- наявність «сірого» сектора, велика кількість «жевріючих» кредитних спілок, порушення кооперативних принципів у діяльності значної кількості кредитних спілок;
- недосконала структура кредитного портфеля, політика формування та управління активами й пасивами, відповідні процентні ставки, недостатнє упровадження нових видів послуг

і ринкових інструментів, відсутність узгодженої довготермінової ринкової стратегії;

- недостатній доступ до дешевих і довгих ресурсів, неналежне сервісне супроводження, відсутність механізмів підтримання фінансової стабільності кредитних спілок та гарантування вкладів їх членів, низький рівень системної інтеграції кредитних спілок у режимі саморегулювання [59].

Функціонування кредитних спілок ускладнюється також через неврегульованість питань нагляду і контролю за їх діяльністю. Незначними наглядовими функціями наділені Національний банк України та Національна комісія з регулювання ринків фінансових послуг. З огляду на зазначену проблему доцільно зобов'язати контролюючі органи проводити на підставі звітності розрахунок показників, які характеризують стан кредитних спілок, та виносити рішення рекомендаційного характеру щодо усунення виявлених недоліків. При цьому контролюючий орган повинен тісно співпрацювати з Національною асоціацією кредитних спілок України [60].

Головною проблемою функціонування кредитних спілок в Україні є недосконаліть законодавчо-нормативного середовища й закріплення кооперативної природи кредитних спілок. Оптимальним розв'язанням цієї проблеми є внесення змін до нормативно-правових актів, які регламентують діяльність кооперативних неприбуткових товариств та кредитних спілок.

Згідно з Концепцією розвитку системи кредитної кооперації, схваленої розпорядженням Кабінету Міністрів України, серед найважливіших факторів і тенденцій, що стримують розвиток кредитних спілок, можна виділити:

- недосконаліть законодавства, що регулює діяльність суб'єктів системи кредитної кооперації, зокрема значна обмеженість можливостей кредитних спілок у наданні фінансових послуг їх членам та юридичним особам;

- недостатній для належного виконання їхніх зобов’язань перед членами рівень капіталізації;
- недостатня поінформованість населення про діяльність кредитних спілок;
- концептуальна невизначеність на тривалу перспективу;
- збільшення концентрації ринку кооперативного кредитування;
- наявність у кредитному портфелі кредитних спілок переважної кількості короткострокових кредитів;
- порівняно незначні строки кредитування;
- відсутність діючої інфраструктури фінансової й технічної підтримки ефективної діяльності кредитних спілок;
- відсутність ефективного механізму захисту прав членів кредитних спілок, зокрема гарантування вкладів;
- існування значної кількості кредитних спілок, що у своїй діяльності не дотримуються основних принципів міжнародного кооперативного руху й вимог щодо захисту прав їх членів;
- низький рівень професійної діяльності й технічної оснащеності переважної більшості кредитних спілок тощо [61].

Для комплексного вирішення питань, які постали перед кредитними спілками, необхідно:

1. Запровадити на державному й регіональному рівнях системи стабілізації та фінансового оздоровлення кредитних спілок;
2. Створити систему страхування і гарантування вкладів від фінансових ризиків;
3. Ініціювати створення бюро кредитних історій для формування єдиної бази позичальників, що надасть можливість знизити частку прострочених і неповернених позик;
4. Прискорити процес формування потужних асоціацій, діяльність яких сприятиме розробці й запровадженню єдиних правил поведінки на ринку кооперативного кредитування, професійних і технологічних стандартів діяльності кредитних спілок;

5. Запровадити жорсткішу систему нагляду та контролю дотримання й виконання основних показників діяльності кредитних спілок;

6. Сформувати установи сервісної інфраструктури, які повинні надавати послуги кредитним спілкам і об'єднанням кредитних спілок у сфері навчання, консультаційного супроводження [59].

7. На основі розділу процесів рефінансування-відновлення платоспроможності і процесу компенсації втрат, створити окремий від банківського фонд гарантування вкладів членів кредитних спілок, на який покласти відповідальність за організацію та забезпечення контролю за процесом здійснення виплат, а можливо - і управління проблемними активами ліквідованих кредитних спілок. В іншому функції такого фонду можуть бути подібні до функцій уже існуючого Фонду гарантування вкладів фізичних осіб для вкладників банків. [62]

Наразі в Україні діють два стабілізаційних фонди, що діють при загальнодержавній асоціації кредитних спілок: Програма захисту вкладів при Всеукраїнській асоціації кредитних спілок та Стабілізаційний фонд при Національній асоціації кредитних спілок України [63].

Крім того, дуже важливою є проблема захисту кредитних спілок від збитків, пов'язаних з несвоєчасним поверненням чи неповерненням кредитів. Розв'язання даної проблеми полягає у створенні регіональних, а згодом і загальнодержавної системи ведення кредитних історій позичальників – бюро кредитних історій. Ефективним способом для істотного скорочення зазначених витрат є делегування повноважень щодо роботи із проблемними кредитами єдиному органу – Агенції по роботі з проблемними кредитами.

З огляду на загальносвітові тенденції розвитку кредитних спілок необхідно запроваджувати моніторинг їхньої діяльності. Необхідно створити дворівневу систему моніторингу та контролю над діяльністю кредитних спілок на основі постійної взаємодії

Національного Банку України і створюваного резерву ліквідності кредитних спілок. При цьому основна частина фінансових та операційних нормативів і стандартів встановлюються і контролюються уповноваженим інститутом (резервом ліквідності), а обмежений перелік ключових параметрів і збір загальної статистики - безпосередньо Національним Банком. Це дозволить зменшити додаткове операційне навантаження на Національний Банк і значною мірою реалізувати принцип самофінансування кредитними спілками регуляторної діяльності (зняти з порядку денного питання введення «регулятивних зборів», пропонованих Нацкомфінпослуг) [62].

Таким чином, кредитні спілки є важливим інституційним учасником фінансового ринку. Вони забезпечують доступ до фінансових ресурсів певної частини населення, досить просто створюються, не вимагають застосування значного капіталу при установі. У той же час, характеристика положення кредитних спілок на фінансовому ринку України показує, що їх фінансове становище не є достатньо стабільним і міцним. Фінансові показники кредитних спілок свідчать про їх нестійкість, кредитні спілки відчувають сильний вплив фінансової кризи. На наш погляд, необхідно подальше дослідження ролі кредитних спілок на фінансовому ринку і причин, за якими кредитні спілки не досягли достатнього розвитку в Україні.

## 3.4. Становлення та розвиток інститутів спільного інвестування на фінансовому ринку України

У розвинених країнах світу інститути спільного інвестування (ІСІ) відіграють значну роль у розвитку ринків фінансових послуг на рівні з іншими фінансовими посередниками. Ця обставина пов’язана з можливістю ІСІ ефективно мобілізувати та використовувати індивідуальні капітали в інвестиційному просторі.

Зводячи свою діяльність до акумулювання збережень інвесторів з наступним їх перетворенням в інвестиційний капітал, ІСІ посіли

головні позиції на міжнародних фінансових ринках. Володіючи великими пакетами цінних паперів і здійснюючи масштабні операції на фондовому ринку, ІСІ і самі стали суттєво впливати на довгострокові тенденції розвитку ринків цінних паперів лідируючих країн світу. Уряди багатьох держав приділяють особливу увагу діяльності інститутів спільного інвестування, установлюючи різноманітні податкові стимулюючи режими. Наслідком такої державної політики є постійне збереження великої кількості функціонуючих ІСІ у розвинених країнах і навіть їх зростання в країнах, що розвиваються (табл.3.12).

Таблиця 3.12

Світова динаміка кількості інститутів спільного інвестування відкритого та інтервального типу, 2004 - 2012 рр.

| Країни | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Україна | 36 | 35 | 62 | 74 | 81 | 86 | 85 | 81 |
| Росія | 368 | 533 | 628 | 480 | 480 | 462 | 472 | н\д |
| США | 7 974 | 8 118 | 8 026 | 8 022 | 7 684 | 7 580 | 7 637 | 7596 |
| Бразилія | 2 685 | 2 907 | 3 381 | 4 169 | 4 744 | 5 618 | 6 513 | 7468 |
| Канада | 1 695 | 1 764 | 2 038 | 2 015 | 2 075 | 2 117 | 2 655 | 2866 |
| Франція | 7 758 | 8 092 | 8 243 | 8 301 | 7 982 | 7 791 | 7 744 | 7392 |
| Німеччина | 1 076 | 1 199 | 1 462 | 1 675 | 2 067 | 2 106 | 2 051 | 2059 |
| Італія | 1 035 | 989 | 924 | 742 | 675 | 650 | 659 | 600 |
| Великобританія | 1 680 | 1 903 | 2 057 | 2 371 | 2 266 | 2 204 | 1 941 | 1922 |
| Корея | 7 279 | 8 030 | 8 609 | 9 384 | 8 703 | 8 687 | 9 064 | 9121 |
| Китай | н\д | н\д | 341 | 429 | 547 | 660 | 831 | 1065 |
| Японія | 2 640 | 2 753 | 2 997 | 3 333 | 3 656 | 3 905 | 4 196 | 4384 |
| Люксембург | 7 222 | 7 919 | 8 782 | 9 351 | 9 017 | 9 353 | 9 462 | 9435 |

Джерело: побудовано на основі даних отриманих з [64]

Виходячи з даних побудованої таблиці, у ході порівняльного аналізу можна дійти висновку, що в п'ятірку лідерів за кількістю функціонуючих інститутів спільного інвестування у 2012 році увійшли такі країни, як: Люксембург - 9435, Корея - 9121, США - 7596, Бразилія - 7468 та Франція - 7392. Не дивно, що лідером у цій п’ятірці є менша за територіальною ознакою країна - Люксембург, адже саме вона належить до так званих країн – «податкових гаваней», законодавство у сфері оподаткування якої побудоване таким чином, що всі операції з цінними паперами, особливо для нерезидентів, повністю звільнені від будь-яких податкових зобов'язань. Така ситуація сприятливо впливає на розвиток ринку спільного інвестування в цій країні. Що ж стосується великої кількості ІСІ в таких країнах, як США, Бразилія, Франція та Корея, то причиною цьому є законодавство, яке побудовано на принципі невтручання банків у дилерсько-брокерську та андерайтерську діяльність з корпоративними цінними паперами, тим самим залишаючи велике поле діяльності для інвестиційних компаній та інвестиційних фондів.

Щодо України, то наведені цифри, які відображають позитивну динаміку, потребують певних коментарів. Перш за все, розглянемо умови виникнення інститутів спільного інвестування на вітчизняному фінансовому ринку та їх подальшу еволюцію.

Вступивши на шлях ринкової трансформації, Україна зробила певні кроки щодо створення необхідних фінансових інститутів, що забезпечували функціонування та розвиток фінансового ринку. Одним із таких кроків, завдяки вчасно сформованій законодавчо-правовій базі, було виникнення прообразів нинішніх інститутів спільного інвестування – інвестиційних фондів та інвестиційних компаній.

Необхідно відзначити, що інститути спільного інвестування в Україні були створені штучно – в умовах відсутності об'єктивних причин для їх виникнення ( до числа останніх слід віднести досить високий рівень розвитку економічних відносин у суспільстві,

відповідну ринкову інфраструктуру, а головне – наявність вільних грошових коштів у потенційного інвестора – населення). Цей інститут в Україні став одним з найбільш ефективних інструментів у реалізації програми масової приватизації об'єктів промислової сфери. Саме необхідність перетворення відносин власності послужила приводом до появи особливого документа – приватизаційного майнового сертифіката, у зв'язку з чим були сформовані й нові ринкові інститути, що акумулювали ці сертифікати, – інвестиційні фонди та інвестиційні компанії.

Важливим етапом у розвитку українського ринку спільного інвестування було прийняття у 1994-1995 роках Декрету Кабінету Міністрів „Про довірчі товариства" N 23-93 від 17.03.1993 року та Положення „Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії" N 1080/95 від 18.10.1995 року [65]. Окрім першої фондової біржі, сформованої в Україні у 1991 році, яка мала назву „Українська фондова біржа (УФБ)", після прийняття Закону України „Про цінні папери та фондову біржу " N1201-XII від 18.06.1991 року, у період масової приватизації, починаючи з 1994 року, з'являються ще низка нових фондових бірж, серед яких слід виділити Київську міжнародну фондову біржу та Донецьку фондову біржу. Однак основний обсяг операцій з цінними паперами так і продовжував відбуватися на УФБ. Тільки за 1995 рік об'єм операцій на УФБ був збільшений майже втричі, порівняно з 1994 роком та склав відповідно близько 540 млрд.крб. [66]. У цей же період з'являються асоціації, які об'єднують у собі багатьох торговців цінними паперами, серед яких слід відмітити Першу фондову торгівельну систему (ПФТС), яка представляє собою зразок „електронної біржі" та охоплює всі регіони України для того, щоб інвестори мали змогу слідкувати за ходом операцій на фондовому ринку „online". У квітні 1995 року створюється єдина в Україні саморегулівна недержавна організація Українська асоціація інвестиційного бізнесу, заснована на засадах саморегулювання, рівноправності, вільного волевиявлення та

спільності інтересів своїх членів. Важливим кроком у координації єдиної державної політики з регулювання складових ринку спільного інвестування та всього ринку цінних паперів загалом стало створення в 1995 році Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (ГКЦБФР). У наступному ж році, для проведення єдиної державної політики на фондовому ринку та координації діяльності органів влади у сфері державного регулювання цінних паперів Верховною Радою України було прийнято Закон України „Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні" N 448/96-ВР від 30.10.1996 року.

Станом на кінець 1995 року на українському фінансовому ринку функціонувало вже близько 900 довірчих товариств та 680 інвестиційних фондів та компаній.

На той час регулювання діяльності інститутів спільного інвестування здійснювалося згідно з Указом (Положення) Президента України „Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії" № 55/94 від 19.02.1994 року. Згідно з цим Указом інвестиційним фондом визнавалася юридична особа, заснована у формі закритого акціонерного товариства, що здійснювала діяльність у галузі спільного інвестування. Створення ІСІ в Україні проводилося штучно, для вирішення приватизаційних питань. Завдання цих фінансових посередників зводилася до проведення операцій з приватизаційними майновими сертифікатами на ринку цінних паперів з метою поділу державного майна між небагатьма приватними особами. Через певний час з'ясується, що майже 100 % приватизованого майна опиниться в руках декількох фінансового-промислових груп. Але вернемося до подій, які відбувалися на ринку спільного інвестування тих років.

Не вважаючи те, що всі інвестиційні фонди того часу поділялися на відкриті (фонди, що створювалися на невизначений строк і здійснювали викуп своїх інвестиційних сертифікатів у строки, установлені інвестиційною декларацією інвестиційного фонду) та закриті (фонди, що створювалися на визначений строк і

здійснювали розрахунки щодо інвестиційних сертифікатів після закінчення строку діяльності інвестиційного фонду), до приватизаційних процесів були допущені лише закриті інвестиційні фонди та закриті взаємні фонди інвестиційних компаній. Ця заборона призвела до того, що майже 96 % приватизаційних майнових сертифікатів було зосереджено саме у закритих інвестиційних інститутів.

Першопрохідцями на ринку цінних паперів в 1994-1995 роках були саме трастові компанії та довірчі товариства, але через недостатній контроль з боку державних органів влади ці організації почали зловживати своїм становищем, та замість того, щоб спрямовувати зібрані у вкладників кошти на розвиток ринку цінних паперів, керівники цих організацій витрачали їх на власні потреби, тим самим, перетворюючи інвестиційні компанії у звичайні „фінансові піраміди". З тих пір, у свідомості українців словосполучення «фінансова піраміда» асоціюється зі славнозвісними трьома літерами «МММ». У 1994 році, за різними даними, кількість ошуканих вкладників цієї «фінансової піраміди» сягнула близько 20 мільйонів осіб на загальну суму в більш ніж $5 мільярдів [67]. Схема дії типової „фінансової піраміди" була відносно проста: засновник залучав перших клієнтів із обіцянкою отримання високих прибутків за умови вкладення певної суми коштів. На першому етапі виплата відсотків відбувалася за рахунок самого засновника, а вкладники всіляко стимулювалися (відсотками, бонусами) до залучення інших у цю сумнівну схему. Залучені кошти нових вкладників спрямовувалися на виплату зобов'язань засновникам. Винятковим джерелом доходу фінансової піраміди були кошти нових учасників, і схема продовжувала діяти доти, доки вони з'являлися. Тільки в недалекому майбутньому, а саме в березні 2013 року, Комітет з фінансів та банківської діяльності розробив та подав на розгляд до Верховної Ради України Проект Закону „Про заборону фінансових пірамід в Україні", а в ті роки функціонування великої кількості

„фінансових пірамід" надовго залишило в пам'яті населення недовіру до подібного роду фінансових організацій, що суттєво вплинуло на розвиток ринку спільного інвестування та ринку цінних паперів в Україні. Відтак, до сьогодні, термін „трастові компанії" сприймається населенням як синонім фінансового шахрайства, а не як фінансова установа, яка може скласти серйозну конкуренцію комерційним банкам, як це відбулося в США та Франції. Тільки за 1996 рік кількість інвестиційних фондів та взаємних фондів інвестиційних компаній зменшилася з 330 до 130 фінансових інститутів [68].

Така ситуація в країні привела до того, що починають створюватися приватні іноземні інвестиційні та венчурні фонди (Wood`s & Co, Sigma Bleyzer тощо), які вирішують зосередили свою увагу перш за все на цінних паперах металургійної, хімічної, машинобудівної та енергетичної галузей. Історично, суть венчурних фондів зводилася до інвестування в малі інноваційні компанії, орієнтовані переважно на розробку наукомісткої продукції на базі високих технологій, що приносили б власникові високий дохід, але за умови високого рівня ризику. Проте, у реаліях української економіки, природа цих фінансових посередників була повністю спотворена. Замість того, щоб спрямовувати кошти вкладників, стосовно головного призначення цих фінансових інститутів, в Україні венчурні фонди стали невід'ємною частиною механізму ухилення від податків для небагатьох фінансово-промислових груп (ФПГ). У 90-х роках минулого століття ризик від венчурного інвестування повністю лягав на плечі інвесторів, що було пов'язано з тим, що законодавство повністю звільнило ці організації від будь-якого роду нормативних обмежень. Тобто, венчурним фондам було дозволено вкладати всі свої кошти в неліквідні цінні папери одного емітента, надавати позики компаніям, якими вони володіли і т.д. Єдиним обмеженням для венчурного фонду було те, що цінні папери, які були ним емітовані, не мали права на публічне розміщення, а розміщалися лише у юридичних осіб. Головною відмінною рисою такого типу

фінансових посередників було те, що кошти, отримані від емісії цінних паперів фонду та доходи фонду не обкладалися податком на прибуток, що суттєво підвищувало прибутковість цих організацій та збільшувало доходи інвесторів. Податок на прибуток інвестори венчурних фондів сплачували лише в разі їх закриття, але створюватись такі фонди могли і на 50, і на 100 років. Бурхливе зростання кількості венчурних інвестиційних фондів в Україні відбувалося до першої фінансової кризи 1998 року, але з огляду на швидкий розвиток ІТ-технологій, венчури зуміли переорієнтувати напрямок своєї діяльності на високотехнологічні галузі, зокрема Інтернет, що значно покращило їх подальше становище.

Етап фактичного становлення ринку цінних паперів в Україні, який став поштовхом до становлення ринку спільного інвестування, почався в 1997 року, коли за рік до цього, а саме 09.07.1996 року до Закону України „Про цінні папери та фондову біржу" були внесені деякі поправки, які дозволяли інвесторам диверсифікувати свій портфель цінних паперів. Прискорення процесів масової приватизації та корпоратизації в Україні в кінці 1998 року привело до того, що кількість акціонерних товариств (АТ) склала 35,58 тис., тобто тільки за один рік порівняно з 1997 роком відбулося збільшення АТ майже на 2,08 тис. підприємств [69].

Таким чином, 1999 рік ознаменувався як завершальний етап приватизаційних та корпоративних процесів. які відбулися в Україні. Ознаками цього періоду стали скорочення емісії акцій, причиною чого була боязнь власників уже сформованих пакетів цінних паперів втратити контроль над підприємством та незначний обсяг торгів на вторинному ринку цінних паперів, пов'язаний з відсутністю пропозиції грошових коштів та млявістю кон'юнктури ринку.

Підбиваючи підсумки всієї приватизаційної компанії, можна сказати, що майже 42 % громадян України брали участь у цьому процесі, що допомогло на той час інвестиційним фондам та інвестиційним компаніям сформувати портфелі цінних паперів, які

складалися з майнових приватизаційних сертифікатів на суму 201 034,8 тис. грн. [70].

Що стосується динаміки кількості інвестиційних фондів та інвестиційних компаній за часи приватизації, яка відбувалася в Україні, можна визначити таке: максимальної своєї кількості інвестиційні фонди та інвестиційні компанії досягли в 1997 році, коли відбувся пік приватизаційних процесів, кількість фондів становила відповідно 182 та 147 одиниць. Після закінченні процесів масової приватизації та корпоратизації в 1999 році, коли більшість державних підприємств вже опинилася в руках приватних осіб, необхідність в таких фінансових інститутах, як інвестиційні фонди та інвестиційні компанії майже відпала, що позначилося на значному зменшенні їх кількості, яка становила 128 інвестиційних фондів та 100 інвестиційних компаній [71].

Із завершенням в Україні приватизаційних процесів перед чинними інвестиційними фондами та інвестиційними компаніями постала низка питань, а саме: яким буде подальше призначення майнових приватизаційних сертифікатів, що не були використані; яким чином проводити розрахунки з учасниками фондів; як здійснювати порядок реорганізації та ліквідації ІСІ. Вирішенням цих проблем став прийнятий Указ Президента України „Про заходи щодо забезпечення захисту прав учасників інвестиційних фондів та інвестиційних компаній" № 968/99 від 07.08.1999 року та низка нормативно-правових актів НКЦПФР, зокрема:

- Рішення „Про затвердження Положення про особливості реорганізації інвестиційних фондів шляхом приєднання або злиття "№ 228 від 05.10.1999 р;
- Рішення „Про затвердження Положення про порядок скасування реєстрації випуску (випусків) інвестиційних сертифікатів інвестиційного фонду (інвестиційної компанії) № 229 від 05.10.1999 р.;

- Рішення „Про затвердження Положення про особливості перетворення закритого інвестиційного фонду у відкритий інвестиційний фонд та закритого взаємного фонду інвестиційної компанії у відкритий взаємний фонд інвестиційної компанії”) № 230 від 05.10.1999 р.. За допомогою цього правового документа за рахунок перетворення закритих інвестиційних фондів у відкриті, на той час, виникала можливість для більш „легкої”, з юридичної точки зору, ліквідації цих фінансових інститутів та прозорих розрахунків з учасниками.

Починаючи з 2001 року український ринок спільного інвестування набирає стрімкі обороти розвитку. Причиною цього стало прийняття Верховною Радою України головного нормативно-правого акта, що регулює діяльність інститутів спільного інвестування, а саме Закону України „Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)” № 2299-III від 15.03.2001 р. Згідно з цим законом всі інвестиційні фонди та взаємні фонди інвестиційних компаній упродовж 2-х років повинні були або ліквідуватися, або увідповіднити свою діяльність згідно з вимогами нового законодавства. Усім інвестиційним фондам та взаємним фондам інвестиційних компаній необхідно було переорієнтувати напрямок своєї діяльності відповідно до нових вимог та перейменуватися або в пайовий інвестиційний фонд, або в корпоративний. В свою чергу, пайовим інвестиційним фондом, згідно з новим законом, визнавалися активи, що належать інвесторам на правах спільної часткової власності, перебувають в управлінні компанії з управління активами та обліковуються останньою окремо від результатів її господарської діяльності. Корпоративним інвестиційним фондом визнавався ІСІ, який створюється у формі відкритого акціонерного товариства і провадить виключно діяльність із спільного інвестування [70].

З прийняттям нового закону, який регулює та контролює діяльність ІСІ, в Україні починається новий етап розвитку цих

фінансових інститутів. На рис. 3.9 можна побачити показники цього розвитку, починаючи з 2004 року і до сьогодні.

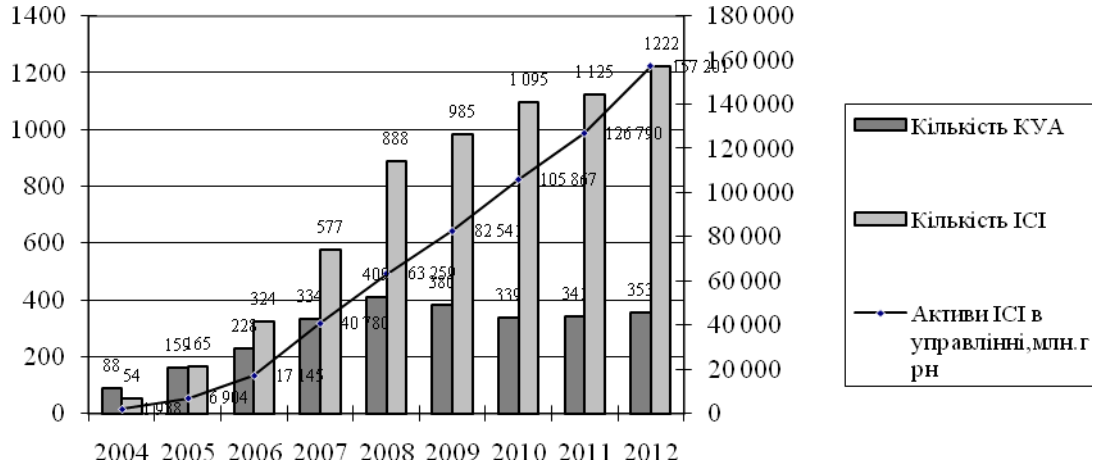



Рис. 3.9 Динаміка розвитку ринку спільного інвестування в Україні Джерело: побудовано на основі даних отриманих з [68]

Дані, відображені на рис. 3.9, показали, що кількість інститутів спільного інвестування в Україні та активи, які знаходяться в їх розпорядженні, постійно збільшується. Така ситуація свідчить про те, що попри економічну кризу 2008 року, розвиток ринку спільного інвестування в Україні відбувався надзвичайно швидкими темпами. Тільки за останні 5 років вартість чистих активів (ВЧА) інститутів спільного інвестування збільшилася майже втричі, відповідно з 63 259 млн.грн, які знаходилися в розпорядженні ІСІ у 2008 році до 157 201 млн.грн у 2012 році. Загалом, за часи функціонування ринку спільного інвестування, починаючи з 2004 року, загальна ВЧА збільшилась більш ніж у 80 разів. Що стосується самої кількості компаній з управління активами та інститутів спільного інвестування, які знаходяться в їх управлінні, то можна сказати таке: динаміка кількості КУА мала висхідну тенденцію тільки до початку 2008 року та становила відповідно 409 фінансових інститутів, починаючи з наступного року, кількість КУА значно зменшилася та у 2012 році становила тільки 353 одиниці. Щодо показників динаміки кількості інститутів спільного інвестування, то вона постійно збільшувалася, навіть попри фінансову кризу 2008 року, коли більшість фінансових

закладів не витримувала тягаря руйнівної економічної нестабільності, і, порівняно з 2004 роком, коли функціонувало всього 54 ІСІ, у 2012 році на фінансовому ринку було зареєстровано вже 1222 інститути спільного інвестування, тобто відбулося збільшення їх кількості майже в 23 рази [68].

Для фінансової системи України значення вартості активів ринку спільного інвестування є досить низькими. Відповідно, у загальній структурі активів фінансової системи станом на кінець 2012 року ІСІ володіли часткою лише в 12,1 % (табл. 3.13). Але позитивним компонентом у розвитку інститутів спільного інвестування є те, що з кожним роком їх частка в загальній структурі активів суб'єктів фінансового ринку постійно збільшується.

Що стосується розгляду показників розвитку окремих учасників фінансового ринку, то ситуація виглядає таким чином: найбільшою питомою вагою на фінансовому ринку України представлена банківська система, яка протягом усього досліджувального періоду володіє більш ніж 80 % активів від загального обсягу. Тільки за період з 2007 до 2012 року загальний обсяг активів, якими володіють банки, збільшився більш ніж у 3 рази та становив відповідно 1 054 280 млн.грн, порівняно з 340 179 млн.грн у 2007 році. Наступними за розміром частки активів у загальному їх обсязі є інститути спільного інвестування, розмір активів яких у 2012 році збільшився порівняно з докризовим роком майже в 4 рази та становив відповідно 157 201 млн. грн на відміну від 40 780 млн.грн у 2007 році. Найменшою вагою серед усього обсягу активів володіють такі учасники фінансового ринку, як кредитні спілки, ломбарди та недержавні пенсійні фонди, їх частка відносно загального обсягу активів не перевищує навіть 1%. З аналізу показників, наведених у таблиці 3.13, можна зробити висновок, що на відміну від інших учасників фінансового ринку України протягом останніх 6 років саме активи інститутів спільного інвестування показують позитивну динаміку зростання.

Таблиця 3.13

Динаміка структури активів суб’єктів фінансового ринку України
з 2007 р. до 2012 р.

| Назва суб'єкта фінансового ринку | Активи суб’єктів фінансового ринку, млн.грн | | | | | | Частка активів у загальному обсязі активів суб’єктів фінансового ринку, % | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Роки | | | | | | Роки | | | | | |
| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
| Інститути спільного інвестування | 40 780 | 63 259 | 82 541 | 105 867 | 126 790 | 157 201 | 9,5 | 8,7 | 7,6 | 9,9 | 11,0 | 12,1 |
| Страхові компанії | 32 213 | 41 930 | 41 970 | 45 234 | 48 122 | 52 371 | 7,5 | 5,8 | 3,9 | 4,2 | 4,2 | 4,0 |
| Кредитні спілки | 5 261 | 6 064 | 4 218 | 3 432 | 2 387 | 2 730 | 1,2 | 0,8 | 0,4 | 0,3 | 0,2 | 0,2 |
| Інші кредитні установи | 1 139 | 3 254 | 3 092 | 2 498 | 3 903 | 3 985 | 0,3 | 0,5 | 0,3 | 0,2 | 0,3 | 0,3 |
| Недержавні пенсійні фонди | 281 | 612 | 858 | 1 144 | 1 387 | 1660 | 0,07 | 0,08 | 0,08 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |

| Продовження табл.3.13 | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Банки | 340 179 | 599 396 | 926 086 | 880 302 | 942 088 | 1 054 280 | 78,9 | 82,1 | 85,7 | 82,5 | 81,8 | 81,2 |
| Фінансові компанії | 11 313 | 15 235 | 21 834 | 27 060 | 26 466 | 24 734 | 2,6 | 2,1 | 2,0 | 2,5 | 2,3 | 1,9 |
| Ломбарди | н\д | н\д | 619 | 888 | 1 204 | 1 433 | н\д | н\д | 0,06 | 0,08 | 0,1 | 0,1 |
| Загальний обсяг активів | 431 166 | 729 750 | 1 081 218 | 1 066 425 | 1 152 347 | 1 298 394 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |

Джерело: побудовано на основі даних, отриманих із [68, 71]

Цей факт є свідченням того, що ці фінансові інститути володіють великим економічним потенціалом та в майбутньому можуть скласти гідну конкуренцію комерційним банкам.

Наступним кроком стане визначення місця українських інститутів спільного інвестування щодо розвитку ІСІ в інших країнах, шляхом порівняння показників їх діяльності. За основу до розгляду візьмемо порівняння таких фінансових показників як загальна вартість чистих активів (ВЧА) ІСІ, частка ВЧА у валовому внутрішньому продукті (ВВП) країни та розмір ВЧА на душу населення країни.

Відповідні дані подані в таблиці 3.14, складеній за матеріалами Щорічного фінансового звіту офіційного сайта Інституту інвестиційних компаній (Investment company institute) та даними Світового банку [68, 72].

Таблиця 3.14.

Частка ринку спільного інвестування України у світовому ринку спільного інвестування у 2012 році

| Країни | ВЧА вікритих та інтервальних ІСІ, млн.дол.США | ВВП, млн. дол. США | Частка ВЧА у ВВП, % | ВЧА на душу населення, дол.США |
|---|---|---|---|---|
| Україна | 1 198 | 177 221 | 0,68 | 26, 36 |
| Росія | 3 072 | 2 033 284 | 0,15 | 21, 49 |
| Болгарія | 324 | 51 306 | 0,63 | 43, 24 |
| США | 11 627 357 | 15 793 440 | 73,62 | 36 803, 94 |
| Люксембург | 2 641 964 | 57 460 | 4597,92 | 5 206 373, 86 |
| Німеччина | 327 640 | 3 421 046 | 9,58 | 3 980, 93 |
| Італія | 181 720 | 2 025 358 | 8,97 | 3 001, 11 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | | | | Продовження 3.14. |
| Ірландія | 1 276 601 | 211 594 | 603,33 | 285 599, 45 |
| Польща | 25 883 | 493 252 | 5,25 | 676, 21 |
| Франція | 1 473 085 | 2 628 575 | 56,04 | 23 461, 46 |
| Австралія | 1 667 128 | 1 550 432 | 107,53 | 74 865, 24 |
| Китай (КНР) | 437 449 | 8 273 113 | 5,29 | 326, 13 |
| Японія | 738 488 | 6 005 349 | 12,30 | 5 836, 19 |
| Всього у світі | 26 837 407 | 69 971 508 | 38,35 | 3 757, 17 |

За даними таблиці 3.14 загальний обсяг ВЧА вітчизняного ринку спільного інвестування наразі дорівнює майже 1,2 млрд. дол. США при обсягах світового ринку спільного інвестування у 26 трлн. дол. США. Нескладні розрахунки показують, що обсяг активів українського ринку спільного інвестування наразі займає: 0,005 % від загального обсягу активів світового ринку спільного інвестування; 0,01 % порівняно з розвиненим ринком спільного інвестування США; 0,08 % та 0,37 % від ринків спільного інвестування таких розвинених європейських країн, як Франція та Німеччина.

Показники діяльності українських ІСІ вважаються мізерними, особливо враховуючи географічне місцеположення України, чисельність її населення та економічний потенціал. Що ж стосується ситуації на ринках спільного інвестування інших країн, то найбільшими за обсягами ВЧА вважаються такі країни, як США – 11,6 трлн. дол. США, Люксембург – 2,6 трлн. дол. США, Франція – 1,5 трлн.дол. США, Ірландія – 1,3 трлн.дол.США та Австралія – 1,7 трлн.дол.США. Меншим від українського ринку спільного інвестування є хіба що ринок Болгарії, вартість чистих активів якого у 2012 році склала лише 324 млн.дол. США. Таким чином, беручи до уваги один із найважливіших показників, за допомогою якого вимірюється потенціал та стан розвитку ринку спільного

інвестування в країні – вартість чистих активів, Україна посідає передостаннє місце серед усіх країн світу, випереджаючи тільки Болгарію. Така ситуація на національному ринку спільного інвестування свідчить про його фінансову обмеженість та економічну нерозвиненість, але одночасно і дає широкі можливості для нарощування його економічного потенціалу.

Частка ВЧА у ВВП України у 2012 році відповідно склала лише 0,68 %, тоді як у таких розвинених країнах як США вона становить майже 74%, у Франції 56%, а в деяких країнах вона навіть у сотні разів перевищує ВВП, наприклад, у Люксембурзі ВЧА майже на 4600% перевищує ВВП країни, а в Ірландії більш ніж на 600%. Частка ВЧА у ВВП у 2012 році в таких країнах як Росія та Болгарія сягала 0,15 % ті 0,63 %, що менше за частку ВЧА у ВВП ніж в Україні відповідно на 0,53 % та 0,05 %.

В Україні вартість чистих активів на душу населення становить лише 26 дол. США. Для порівняння: цей показник у середньому у світі дорівнює 3757,2 дол.США; у США та Франції він дорівнює 36 803,1 дол. США та 23 461,5 дол.США. У таких країнах, як Люксембург, з населенням лише в півмільйона та Ірландія – 4,5 млн. мешканців, цей показник „зашкалює" та становить відповідно більш ніж 5,2 млн.дол. США, що складає понад 285 тис. дол. США на одну людину. Єдина країна, у якій вартість чистих активів на душу населення менша ніж в Україні – це Росія, але причиною цьому є лише той факт, що кількість населення цієї країни в 3 рази перевищує кількість мешканців України, натомість, ВЧА в Росії в 2 рази більша за ВЧА ніж в Україні.

Таким чином, можна зробити деякі висновки стосовно того, що український ринок спільного інвестування зовсім не відчувається в структурі світового ринку інститутів спільного інвестування, його частка наразі є статистично невловимою. Вартість чистих активів ІСІ в Україні на душу населення складає лише 26 дол. США, що у 100 разів менше, ніж у середньому у світі. Слід мати на увазі, що лише 8

% загальної вартості чистих активів належить невенчурним ІСІ, решта 92 % ВЧА належить венчурним інститутам спільного інвестування, при тому, більш ніж половина цих активів представлена векселями та заставними цінними паперами, які аж ніяк не сприяють розвитку фондового ринку України, ажде саме ці види цінних паперів обертаються за межами організованого ринку цінних паперів.

Наразі рівень розвитку інститутів спільного інвестування в Україні залишається незадовільним. Перед ІСІ постає ряд як економічних так і політичних бар'єрів, які необхідно долати. До головних проблем розвитку ринку спільного інвестування в Україні слід віднести такі:

- відсутність ефективної довгострокової стратегії розвитку інститутів спільного інвестування як зі сторони уряду, так і зі сторони менеджерів цих фінансових інститутів;
- несприятливий макроекономічний клімат, пов'язаний зі спадом економіки, нестабільністю валютного курсу, підвищенням інфляції, несприятливим інвестиційним кліматом і т.д.;
- низький рівень захисту учасників фінансового ринку, пов'язаний з підвищеною ймовірністю інвестиційного ризику, причиною якого можуть стати відсутність узгодженого законодавства та контролю зі сторони уряду держави;
- недовіра населення до більшості фінансових установ, пов'язана з „трастовим синдромом" 90-х років та скандалами в системі недержавного пенсійного забезпечення;
- низький рівень проінформованості та фінансова безграмотність населення в інвестиційній сфері;
- недостатність на фінансовому ринку надійних фінансових інструментів, у які інститути спільного інвестування могли би вкладати кошти інвесторів.

Таким чином, можна зробити висновки, що незавершеність процесу формування ринку інститутів спільного інвестування,

неефективність його роботи ставить перед цими фінансовими інститутами низка питань, які за наявності економічного потенціалу необхідно вирішувати за умови виваженої політики з боку держави щодо розвитку фінансових інститутів такого типу.

### 3.5. Сучасний стан та перспективи розвитку венчурного фінансування

Венчурні ІСІ, будучи однією з форм існування даних учасників ринку, давно зарекомендували себе у світі як ефективний інструмент розвитку інноваційної сфери, створення робочих місць, підвищення продуктивності та ефективності діяльності господарського комплексу. Україна знаходиться лише на початку даного шляху, тому розгляд процесів і тенденцій розвитку спільного венчурного інвестування набуває значення особливої практичної необхідності.

На думку українських дослідників, в історії розвитку венчурних інститутів спільного інвестування в Україні можна виділити 2 етапи:

1) 1992-2001 рр. - Венчурні інститути спільного інвестування, створені за рахунок іноземних інвестицій.

Найбільша питома вага засновників українських венчурних фондів – це іноземні інвестори, які зареєстровані в офшорних зонах.

2) 2001 - 2013 рр. - Другий етап головним чином пов'язаний з прийняттям Закону України « Про Інститути Спільного інвестування » від 15.03.2001 р., який регламентував можливість створення в Україні венчурних ІСІ , як іноземними , так і національними інвесторами [73].

Наступним кроком у розвитку інститутів спільного інвестування стане набрання чинності нової редакції Закону України «Про Інститути Спільного інвестування » від 05.07.2012 № 5080 -VI, яка привносить нижченаведені зміни:

1) деталізує класифікацію інститутів спільного інвестування залежно від структури активів ( стаття 7 [74]);

2) цінні папери ІСІ можуть бути лише іменними й можуть існувати виключно в бездокументарній формі (стаття 51 [74]).
3) реформує порядок розкриття інформації про діяльність інституту спільного інвестування, ураховуючи необхідність оприлюднення певної інформації на веб-сайті компанії з управління активами (статті 75, 76 [74]);
4) конкретизуються процедури створення та ліквідації корпоративних і пайових інвестиційних фондів.

Зазначені нововведення дозволять забезпечити більш прозоре і результативне функціонування інститутів спільного інвестування.

За словами глави НКЦПФР Дмитра Тевелєва нова редакція Закону України «Про Інститути спільної діяльності» дозволить: «максимально поліпшити систему управління ІСІ, вдосконалити порядок створення, функціонування та ліквідації цих інститутів, а також підвищити ефективність їх діяльності » [75].

У даний час, найбільш динамічно розвивається сегмент ринку інститутів спільного інвестування, представлений венчурними ІСІ. Їхня частка в структурі ринку неухильно зростала від 60% у 2002 р. до 79,6 % станом на кінець 2012 року (рис.3.10).

Спираючись на репрезентовану статистику, можна констатувати, що закриті недиверсифіковані венчурні фонди виступають рушійною силою розвитку інститутів спільного інвестування в Україні.

Венчурні фонди можна оцінити як найбільш успішно функціонуючі інститути спільного інвестування, виходячи з позитивної динаміки зміни кількості венчурних корпоративних і пайових інвестиційних фондів та зростаючої вартості активів за період 2002-2013 рр.

Прибутковість венчурних інститутів спільного інвестування перевищує аналогічний показник інших учасників ринку спільного інвестування протягом 2007-2012рр., а так само офіційний рівень

інфляції в Україні, що робить їх найбільш привабливими для капіталовкладень.

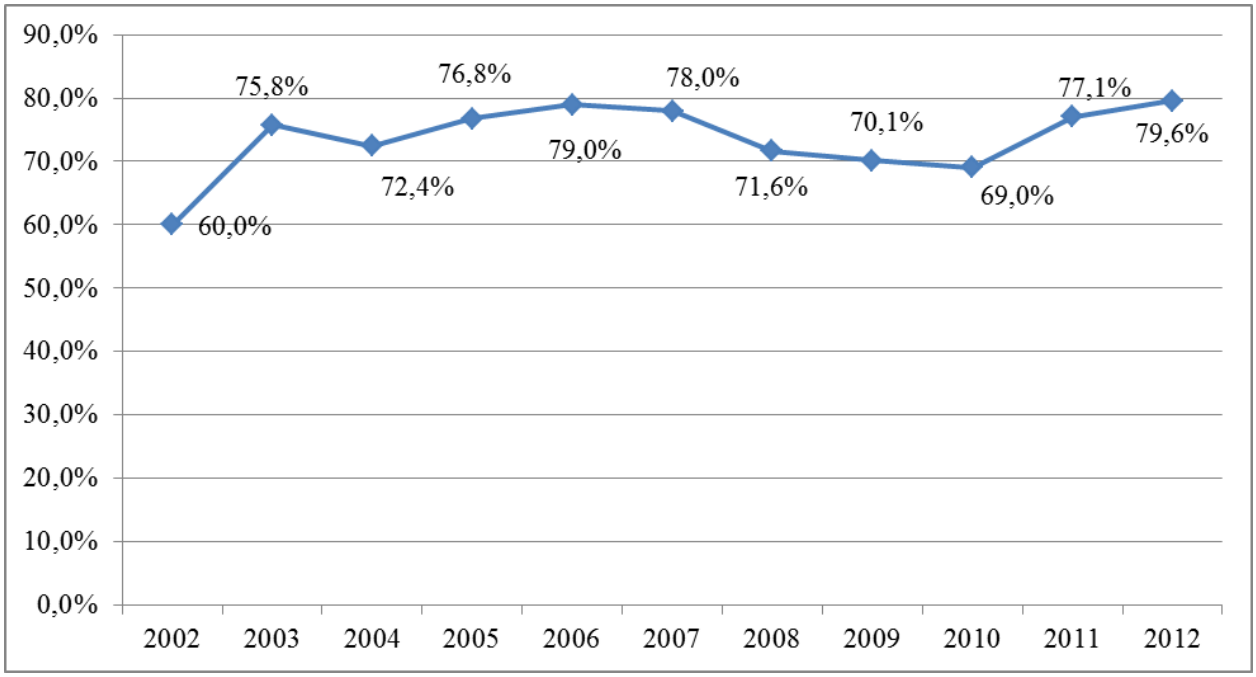



Рис. 3.10. Питома вага венчурних ІСІ у загальній кількості ІСІ, % (побудовано на основі даних [76])

Інвестування у венчурні ІСІ, а так само у «золотий депозит» - прибуткові напрямки для диверсифікації інвестиційного портфеля учасників ринку з точки зору їх стабільної позитивної прибутковості протягом 2007-2012 рр., а також порівняно з негативною прибутковістю інвестиційних вкладень у нерухомість, в інтервальні, відкриті й закриті невенчурні ІСІ у 2011-2012 роки.

Визначення місця венчурних інститутів спільного інвестування в структурі фінансового ринку можливе шляхом співвідношення активів венчурних ІСІ та показника ВВП України ( рис. 3.11).

Як видно з графіка, вартість активів венчурних інститутів спільного інвестування з кожним роком займає усе більшу частку порівняно з показником ВВП України. Однак порівняно з міжнародним досвідом наведені значення в діапазоні від 0,18 % до 9,18 % є досить невеликими, оскільки активи ІСІ в розвинених країнах перевищують 50% ВВП, а в США - перевершують величину ВВП. На наш погляд, наведені значення - цілком прийнятні для

українського ринку спільного інвестування, що знаходиться у фазі свого становлення у потужний сегмент фінансового ринку України.

Показник співвідношення активів венчурних ІСІ і ВВП України міг би істотно збільшитися за рахунок залучення ресурсів пенсійних фондів, страхових компаній і банків як інвестицій у венчурні фонди. На даний момент законодавство України в рамках даних суб'єктів економіки обмежує їх інвестиційні можливості капіталовкладень у венчурні ІСІ.

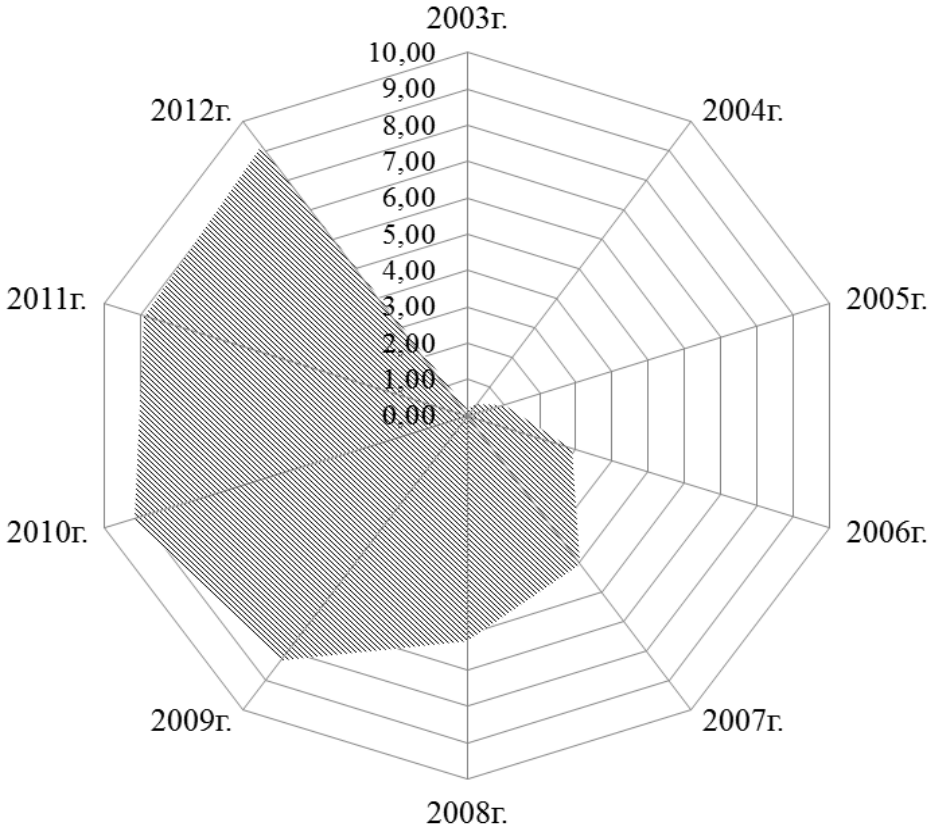



Рис. 3.11. Співвідношення активів венчурних ІСІ та ВВП України у 2003-2012 рр. (побудовано на основі даних [76, 69])

Цей недолік обумовлений низкою факторів:

1) неготовністю українських банків пропонувати довгострокові інвестиції за причиною інфляційних процесів, нестабільності національної валюти та політичної ситуації;

2) вузьким спектром фінансових інструментів, у які можуть інвестувати кошти пенсійні фонди;

3) обмеженим капіталом, який акумулюється недостатньо розвинутим страховим ринком.

У розвинених країнах традиційними джерелами формування інвестиційних фондів є кошти приватних інвесторів (business angels), інвестиційних інститутів (corporate investors), страхових компаній (insurance companies), банків, різноманітних державних агентств і міжнародних організації.

Так, наприклад, у Великобританії питома вага пенсійних фондів у загальному обсязі фінансових джерел венчурних фондів становить 29,52%, а страхових компаній і банків у Голландії - 23,51 % і 29,17 % відповідно [77, С.46 ].

У структурі інвесторів венчурних фондів переважають юридичні особи - резиденти, яким належать понад 80 % активів венчурних ІСІ протягом останніх чотирьох років з 2009 до 2012 рр. ( табл. 3.15).

Таблиця 3.15

Структура інвесторів венчурних ІСІ у 2009-2012 рр.

| Категорії інвесторів | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|---|---|---|---|---|
| Юридичні особи - резиденти | 84,29% | 83,5% | 82,5% | 80,8% |
| Юридичні особи - нерезиденти | 15,39% | 15,4% | 15,2% | 16,8% |
| Фізичні особи - резиденти | 0,32% | 1,09% | 2,3% | 2,3% |
| Фізичні особи - нерезиденти | 0,01% | 0,01% | 0,05% | 0,03% |
| Активи | 100% | 100% | 100% | 100% |

складено на основі даних [76]

Відповідно до ст. 4 Закону України « Про ІСІ » від 15.03.2001 № 2299- ІІІ фізичні особи також мають право бути учасниками венчурного фонду за умови придбання цінних паперів такого фонду на суму не менше 1500 мінімальних заробітних плат [73]. Їх питома

вага в загальній структурі власників зросла протягом аналізованого періоду практично в сім разів і склала 2,3 % у 2012 р.

Більша частина активів венчурних фондів в Україні сконцентрована у традиційних галузях економіки:

1) будівництво;
2) виробництво та переробка продуктів харчування;
3) переробка сільськогосподарської продукції;
4) виготовлення запасних частин для автомобілів;
5) виробництво упаковки й будівельних матеріалів;
6) роздрібна торгівля та інше.

У світі венчурний капітал спрямовується на підтримку новаторських проектів, пошук та випробування інновацій. Пріоритетними галузями інвестування, на відміну від нашої країни, є Інтернет-технології, медицина та охорона здоров'я, програмне забезпечення, комп'ютери та периферійні пристрої, фінансові послуги, електроніка, бізнес-послуги.

Причиною такої ситуації на українському ринку є те, що метою цих проектів є мінімізація податкового навантаження власників венчурного капіталу, а також реалізація тих чи інших схем управління власністю. Отже, на практиці венчурні фонди – фінансовий буфер між підприємствами, що є складовою холдингу.

Організаційна форма венчурних фондів виконує «інструментальну» функцію, що дозволяє оптимізувати оподаткування законним способом в інтересах окремих компаній та всупереч загальнодержавним інтересам, отже, інвестиційний бізнес України викривлений саме «венчурними знахідками» [78, С.94].

За експертним висновком Інституту економіки та прогнозування НАН України, в Україні збільшення капіталізації венчурних фондів на сьогодні не приводить до адекватного зростання інвестиційних потоків в інноваційні сектори економіки: спеціалізація венчурних фондів на інвестиціях у новостворені інноваційні підприємства для України є винятковою [79, С.88].

Головними проблемами, що стримують сьогодні розвиток венчурного бізнесу в Україні, є:

- Нерозвиненість фондового ринку України обмежує спектр надійних і прибуткових фінансових інструментів, які б відповідали реаліям часу та потребам ринкових суб'єктів. Його розвиток сприятиме підвищенню ліквідності капіталовкладень активів венчурних інститутів спільного інвестування.

Єдиним інструментом венчурного інвестора є акції, що не страхують ризики від невдалої реалізації проекту, але звичайні привілейовані акції можуть складати лише 10% статутного фонду та не дають право на участь в управлінні, що є недоліком для застосування у венчурному проекті [80, С. 232].

- Початкова стадія розбудови венчурної інфраструктури: бізнес-інкубаторів, державного венчурного фонду, бізнес-ангелів.
- Нестабільність соціально-економічної та політичної ситуації та відгомін наслідків світової фінансової кризи.
- Повільне зростання фінансування венчурних проектів за рахунок іноземних інвестицій (табл.3.15), у зв'язку з нестабільністю українського бізнес–середовища та недостатньої захищеності прав інвесторів, страхування їх потенційних ризиків.
- Слабка та недопрацьована законодавча база у сфері венчурного фінансування.

Сьогодні державне регулювання венчурного підприємництва стосується лише контролю щодо створення фондів венчурного підприємництва та отримання і перевірки звітності про їх діяльність. На жаль, у більшості випадків така звітність має формальний характер та не є дієвим інструментом державного впливу на діяльність венчурних фондів.

Законодавством не визначені такі ключові поняття у сфері венчурного бізнесу, як інвестиційна угода, вихід інвестора з проекту.

Воно не стимулює направлення коштів в інноваційний розвиток та не створює належних умов для трансферу технологій.

- Відсутність чіткого розподілу сфер відповідальності між органами державної влади у сфері венчурного фінансування, що ускладнює створення чітко працюючого механізму венчурного фінансування як у інноваційних сферах, так і в традиційних галузях національної економіки.
- Спрямування венчурних інвестицій у третій та четвертий технологічні уклади, але слід звернути увагу на те, що у світі з 1990 років почав формуватися уклад, який отримав назву інформаційних та комунікаційних технологій. Нині ж формуються елементи шостого укладу – розвиток нанотехнологій, аерокосмічна промисловість та інше. Тобто існує проблема вибору: які вкладення для України сьогодні є більш актуальними – у 3-4 уклади, які розвинуті економіки світу вже давно пройшли, або запозичити їх досвід та новації і здійснити «інноваційний прорив», інвестуючи до 5-6 укладів.

Існуюча ситуація пов’язана також з надвисокими рівнями дохідності окремих галузях традиційної економіки при відносно коротких термінах інвестування та за умов низького рівня ризику.

- Використання організаційної форми венчурних фондів задля оптимізації оподаткування фінансово-промислових груп, тобто вона виконує «інструментальну» функцію зниження податкового тиску законодавчим чином.
- Низька активність держави у питаннях підтримки розвитку венчурного бізнесу. Законодавчо прийняті документи щодо втілення необхідних заходів залишаються, на жаль, тільки на папері та не мають практичної реалізації.

Так, наприклад, Закон України «Про пріоритетні напрями інноваційної діяльності в Україні» визначив основні стратегічні пріоритетні напрями на 2011-2021 роки та середньострокові пріоритетні напрями, які формуються на основі стратегічних. Одним із заходів, що сформулювала для себе держава, є розвиток інноваційної інфраструктури (інноваційних центрів, технологічних парків, наукових парків, технополісів, інноваційних бізнес-

інкубаторів, центрів трансферу технологій, інноваційних кластерів, венчурних фондів тощо) [81]. Однак, механізми реалізації цих заходів не визначені в законі, а також відсутня інформація щодо ролі держави в цих процесах.

- Невикористання належним чином зарубіжного досвіду державного сприяння розвитку венчурного бізнесу на українському ринку. Залишаються без уваги уряду численні реалізовані програми та проекти у сфері венчурного фінансування розвинених країн, апробація яких до сучасних українських умов можлива.
- Інфляційні процеси в економіці та високий рівень інфляційних очікувань населення.
- Слабкий рівень інформаційної підтримки.

Відсутня достатня інформованість українських підприємців щодо принципів співпраці з венчурними інвесторами.

Інформацію про бізнес-проекти та інноваційні ідеї на ранньому етапі їх розвитку в Україні можна отримати безпосередньо через такі канали, як преса, спеціалізовані презентації, виставки, особисті контакти менеджерів венчурних фірм та фондів. Цього недостатньо, виходячи із переважної частини підприємців, не ознайомлених із сутністю венчурного фінансування, тому необхідно запровадити механізми зв’язку венчурних інвесторів та винахідників на офіційному рівні, у першу чергу за допомогою державної підтримки.

- Відсутність культури взаємодії новаторів з венчурними інвесторами. На жаль, багато малих інноваційних підприємств розцінюють співробітництво з венчурними фондами як втрату контролю над своєю компанією.
- У трикутнику «держава» - «наука» - «ринкові структури» відсутня ефективна та продуктивна співпраця, що призводить до поглиблення проблем в інноваційній сфері.

- Відсутність «якісних» проектів, які б характеризувались відмінним бізнес-планом, потенційною місткістю ринка та перспективністю.

Іншими важливими критеріями якості проектів є: тривала реалізація інноваційного проекту; сильна управлінська команда; стратегічне бачення розвитку компанії; розуміння перспектив розвитку технології, що лежить в основі бізнесу; захищеність інтелектуальної власності національними або міжнародними патентами [80, С.233].

- Відкрите питання захисту інтелектуальної власності.

Для вирішення цих проблем доцільно здійснювати такі заходи:

- Розширити потенційну інвестиційну базу для венчурних інвестицій. Запозичити досвід США у питанні залучення ресурсів інституційних інвесторів, оскільки там поштовхом до динамічного розвитку венчурної індустрії був дозвіл пенсійним фондам інвестувати у венчурні проекти до 10% своїх активів. Нині пенсійні фонди за законодавством можуть інвестувати лише в нерухомість, акції квотованих компаній, банківські депозити, державні цінні папери. Перепоною є нерозвиненість українського страхового бізнесу порівняно з США і Західною Європою, незважаючи на охоплення цим інститутом багатьох компаній.
- Задля зниження ступеня ризиків венчурних інвестицій, науковці обґрунтовують створення та впровадження гарантійної програми венчурного інвестування [82].
- Ліквідність венчурних інвестицій забезпечується в першу чергу розвиненістю фондового ринку. Венчурні фонди повинні мати вільний вихід на фондовий ринок з метою продажу своїх пакетів акцій. Створення умов для IPO є ключовим завданням для вирішення, оскільки воно сприятиме уникненню варіантів продажу пакета акцій стратегічному інвестору. Це буде сприяти конкуренції між покупцями, привабливішій ціні продажу для

інвестора, а також зацікавленості угодою всіх сторін, яка пов’язана з високою віддачею від венчурного проекту.

Збільшення частки цінних паперів, які емітовані малими високотехнологічними компаніями, у сумарному обігу фондового ринку, сприятиме пожвавленню венчурного фінансування.

Отже, підвищення ефективності національного ринку цінних паперів є найважливішою умовою для розвитку українського венчурного бізнесу та залучення інвестицій в економіку.

- Зарубіжний досвід створення інфраструктури та механізмів венчурного бізнесу необхідно здійснювати з урахуванням національних особливостей і ступеня завершеності ринкових реформ, інакше вони не будуть ефективними, як показує практика.
- Сприяння всебічному розвитку людського капіталу, який є ключовим елементом у будь-якій системі, тим паче у венчурному бізнесі, що потребує кваліфікованих та підготовлених за вимогами ринку спеціалістів.

Створювати системи коучинг-центрів з венчурного підприємництва, які б, крім підготовки фахівців, забезпечували Networking, що означає успішність рівня формальних та неформальних зв’язків представників венчурного бізнесу [80, С.234] .

З боку держави – установлення зв’язків з іноземними університетами, які займаються підготовкою кадрів за даними спеціальностями.

- Підвищувати якісну складову науково-технічного потенціалу країни та прискорювати застосування у життя передових наукових знань і технологій на національному та регіональних рівнях.
- Розвиток конкурентного середовища шляхом сприяння застосування інновацій у розробці нових продуктів.
- Нарощування інвестування венчурного капіталу у високотехнологічне виробництво.

- Створення та вдосконалення законодавчої бази, що сприяє венчурному фінансуванню та ліквідує нецільове використання організаційної форми венчурних інститутів спільного інвестування.
- Сприяння прозорості та адекватності інформації про стан ринку, що буде залучати все нових інвесторів та іноземні венчурні фонди.
- Розвивати інноваційну інфраструктури за напрямками:

а) розвитку мережі регіональних інноваційних структур: технопарків, інноваційних центрів, інноваційних бізнес-інкубаторів та центрів трансферу технологій, за допомогою яких можна буде реалізувати деякі аспекти розвитку регіонів;

б) співпраця науковців, фахівців, винахідників, новаторів виробництва у сфері високих технологій;

в) реалізація спільних інноваційних проектів та програм шляхом налагодження співпраці з органами виконавчої влади;

г) удосконалення механізмів фінансової підтримки інноваційних структур, їх реєстрації та експертизи проектів [83, С.75].

Можна цілком погодитися з думкою науковців, що розвиненість інфраструктурних об’єктів, здатних оперативно і повно реалізовувати наявні інновації, які ґрунтуються на високих виробничих технологіях, є узагальнювальним показником інноваційності економіки тієї чи іншої країни [84, С.61].

- Модернізація промислового виробництва, заміна фізично та морально зношеного обладнання новими технологічними досягненнями;
- Запровадження пільгового оподаткування підприємств, що впроваджують новітні розробки, особливо на ранніх стадіях освоєння технологій.
- Створення інформаційної підтримки венчурному підприємництву шляхом проведення венчурних ярмарків та

конференцій, інвестиційних форумів, промислово-економічних конгресів, організовувати асоціації та союзи інвесторів.

- Створення можливості структурування угоди, які б обмежували ризики фонду. Наприклад, інструмент із властивостями опціону – конвертованих привілейованих акцій і конвертованих облігацій.
- Залучення іноземних інвесторів до співфінансування венчурних проектів в Україні.

Розглядаючи зарубіжний досвід венчурного фінансування, можна констатувати, що сьогодні найбільшого поширення воно набуло у США та Великобританії.

Найбільш розвинена інфраструктура венчурного фінансування розташовується саме в США, де з'явилась перша мережа венчурних фондів.

Саме в США була створена Національна асоціація дилерів цінних паперів (NASDAQ), що є засобом публічного розміщення акцій з метою «виходу із інвестиції» венчурних фондів.

В Європі також була сформована Європейська асоціація біржових дилерів (EASD) з метою формування механізмів підтримки економічного розвитку та інновацій за участю Європейської асоціації венчурного капіталу. Ця асоціація створила Європейську асоціацію біржових дилерів (EASDAQ), по аналогії функціонування та структури з NASDAQ. З 1996 року використовується система електронних торгів. Компанії з Великобританії, Франції, Німеччини та низки європейських країн сьогодні присутні на її торгах [85].

За даними Європейської асоціації венчурних фондів, близько половини всього західноєвропейського венчурного фінансування на сьогодні здійснюється фондами Великобританії. [86, С.78] Основними інвесторами в цій країні є пенсійні фонди.

Для розвитку і виживання цієї форми інвестування, уряди багатьох країн здійснюють різноманітні заходи, щоб надати їй всебічну підтримку.

Існують два різних напрямки державної підтримки:

1) Посилення прямої участі держави в розвитку й фінансуванні венчурного бізнесу, особливо у країнах, які на початку 1990-х років помітно відставали від країн-лідерів – Німеччини, Ізраїлю, Фінляндії [87, С.25].

Прямі методи державної участі у венчурному бізнесі:

А) надання державних кредитів;

Б) пряме інвестування акціонерного капіталу;

В) програми фінансового стимулювання. [83, С.74]

Такі заходи практикуються в Японії, Франції, Індії, Китаї, США, завдяки чому вони активізують діяльність з наукових досліджень.

2) Створення інфраструктури для стимулювання розвитку венчурного фінансування за рахунок держави [87, С.25]. Наприклад, податкові пільги, митні преференції та інші заходи.

Існують також так звані комплексні методи державної підтримки, що поєднують заходи прямих та непрямих методів. Україні доцільно звернути увагу саме на них, оскільки вони орієнтовані на країни з бюджетним дефіцитом та ті, що розвиваються.

Державна підтримка необхідна венчурному бізнесу, так як лише ринкові методи не дають змогу досягти високого рівня розвитку. Уряд повинен діяти використовуючи прямі або непрямі методи регулювання, бо його пасивна позиція не сприяє як мінімум підвищенню конкурентоспроможності національних товарів та позитивному іміджу країни.

Наприклад, у Голландії діє особлива система підтримки венчурних фондів, у рамках якої уряд гарантує повернення 50% можливих збитків, пов’язаних з інвестиціями венчурних фондів у проекти приватних компаній. На початку 80-х років саме ця система сприяла активним фінансовим вливанням в економіку. Страхові компанії і банки – два основних інвестори в Голландії.

У Канаді обсяг венчурного фінансування збільшився в останній час у рази з причин розвитку сектора економіки, який базується на

високих технологіях, в результаті чого відбулись якісні зміні в діяльності інноваційних підприємців.

З огляду на різноманітні підходи на державну участь у процесах венчурного бізнесу, у світі сформувались дві принципово різні моделі венчурного фінансування: Американська та Європейська. Їх відмінності можна простежити за такими напрямками:

- роль держави в інноваційних процесах;
- сектори економіки, у які інвестують венчурні фонди;
- об'єкти венчурного інвестування.

В Європі держава обіймає активну позицію у венчурному бізнесі, що виражається у наступному:

1) Держава виступає в ролі прямого інвестора в малі венчурні компанії.

2) За допомогою інструментів податкової політики створюється сприятливий клімат для функціонування венчурних фірм. Так, у Великобританії для венчурних фірм зменшується податок на прибуток (25%), існує система страхування коштів, списуються витрати на НДДКР на собівартість продукції (у будь-якій сумі). У Німеччині існує податкова знижка на приватні інвестиції у НДДКР (до 7,5%). У Франції не обкладаються податками кошти, що вкладаються у ризиковані проекти [88].

3) Здійснюється фінансування наукових та науково-технічних робіт (ННТР) за рахунок державного бюджету на рівні 0,74 % від ВВП у 2010 році. Для порівняння в Україні фінансування ННТР приблизно в два рази менше, що складає лише 0,34% від ВВП [89].

Держава у європейських країнах є рушійною силою венчурного бізнесу та стимулюючим фактором на відміну від приватного капіталу, який домінує у країнах північної Америки.

В Американській моделі венчурного фінансування головне призначення держави полягає в інтеграції та сприянні взаємодії промислового та наукового секторів. Державі відведена роль «нічного сторожа», який суттєвим чином не втручається у

просування венчурних проектів та виконує законодавче регулювання венчурних процесів.

До засобів стимулювання розвитку венчурного бізнесу в США можна віднести:

- пільгове оподаткування венчурних фірм;
- відсутність податку на оренду;
- гарантоване повернення приватного капіталу, який вкладається у венчурний бізнес;
- обов’язкове залучення венчурних фірм до виконання крупних інноваційних проектів згідно із законодавством США;
- державні витрати на НТР складають майже 1% від ВВП.

Американська та Європейська моделі інвестування різняться за секторами економіки, в які інвестують венчурні фонди. На відміну від США, європейські венчурні фонди більше диверсифіковані й розміщують інвестиції практично в усі сектори економіки.

Американській моделі венчурного бізнесу властива орієнтація переважно на технологічний сектор економіки на відміну від українського венчурного бізнесу, де основна питома вага інвестицій направляється в сектор будівництва, споживчих товарів та сільгосппродукції, що нині є неактуальним на світовому ринку у зв'язку з перспективними розробками у сфері «чистих технологій».

Сьогодні ринок сфери чистих технологій вважається швидкозростаючим і найперспективнішим ринком для венчурного інвестування. Ця тенденція є логічним наслідком невирішеності глобальної проблеми забруднення навколишнього середовища, перетворення екосистем у непридатні для нормального проживання людей. У підтвердження вищезазначеного можна навести результати статистичного опитування венчурних капіталістів з Ізраїлю, США та Великобританії, у планах яких є збільшення ніж на 50% своїх обсягів інвестицій у чисті технології [8].

Загальносвітовою тенденцією для венчурного бізнесу розвинених країн є переорієнтація у технологічний сектор.

Європейська та Американська моделі венчурного інвестування різняться за об'єктами венчурного інвестування.

У першій моделі основна питома вага в загальному обсязі інвестицій направляється на фінансування пізніх стадій розвитку фірми. Ситуацію з фінансуванням start-up проектів намагаються виправити шляхом створення спеціалізованих фондів. Наприклад, High-Tech Start-Up Fund, який був спільно створений державою та приватними капіталістами в Німеччині.

В Американській моделі превалюють інвестиційні вкладення у ранні стадії розвитку фірми, у новостворені підприємства на етапі існування лише нової ідеї або технології, які здійснюються приватними інвесторами та бізнес-ангелами. Такий симбіоз, за оцінкою економіста Скотта Шейна, дає в десять раз більше інвестицій ніж традиційне залучення інвесторів (венчурних фондів).

Але слід взяти до уваги той факт, що з кризою правила гри янгольського інвестування дещо змінились. Спостерігається їх непостійність, вихід з проекту перед наступним етапом. Сьогодні вони шукають більш готові ідеї, менші ризики, компанії із скромними потребами капіталу та коротший термін до отримання прибутку. «Ангели все ще мають крила, але літають не так уже й високо» [90].

Розглядаючи український неформальний сектор венчурного бізнесу, можна констатувати, що він знаходиться лише на початковому етапі свого існування. Так, у 2006 році виникла Асоціація «Приватні інвестори України» з 50 приватних та корпоративних учасників, які вирішили об'єднати капітал для спільного фінансування перспективних проектів, але за відсутності жодної державної підтримки чи стимулювання, через високі ризики, непрофесіоналізм учасників, налагодження відносин між інвесторами та винахідниками не можна назвати успішним [85].

Таким чином, Європейська та Американська моделі венчурного фінансування інноваційної діяльності суттєвим чином різняться за місцем держави в інноваційних процесах, за рушійною силою

венчурного капіталізму, за стадіями розвитку фірми, у які вкладаються венчурні інвестиції. Але їх об'єднує створення робочих місць, активне сприяння збільшенню ВВП, активна підтримка середнього та малого інноваційного підприємництва та фінансування науково-дослідних робіт.

Український венчурний бізнес має риси як Європейської моделі, бо інвестування здійснюються у різноманітні сектори економіки та в об'єкти на пізніх стадіях розвитку з середнім рівнем ризику, так і Американської моделі, оскільки участь держави в інноваційних процесах є доволі пасивною. Ураховуючи початковий етап становлення венчурного бізнесу в Україні та макроекономічні особливості українського господарства, для розвитку венчурного бізнесу можна використовувати найбільш апробовані та відповідні реаліям фінансового та бюджетного стану держави шляхи й методи розвитку венчурного бізнесу. У зв'язку з відсутністю в країні інвестування на ранній стадії розвитку фірми, уряд повинен шукати шляхи адаптування досвіду створення європейського «фонду фондів», який безпосередньо забезпечує життєдіяльність і розвиток нових ідей та малих фірм на стадії «Seed» та «Early Growth».

Отже, державі слід невпинно створювати основоположні ринкові умови, які сприяють зацікавленості інвесторів, а саме:

1) рівень зайнятості робочої сили;
2) розробленість природних ресурсів:
3) розвиненість виробничої інфраструктури;
4) зважена економічна політика.

Також слід констатувати, що українська венчурна сфера потребує розробки та впровадження інструментів державно-приватного партнерства для використання потенціалу різних за інвестиційними можливостями венчурних інститутів спільного інвестування, з урахуванням використання їх капіталу в галузях, у розвитку яких є зацікавленою держава.

## 3.6. Вартісний підхід до організації ризик-менеджменту пайових інвестиційних фондів

Фінансова система держави в період трансформації економіки не може покладатися тільки на бюджетну систему і банківський сектор, виникає необхідність розвитку всього спектру інститутів ринку фінансових послуг. У сучасній економіці ринок фінансових послуг виконує найважливішу функцію перерозподілу фінансових ресурсів між галузями і сферами соціально-економічної системи, мобілізації та розподілу сукупних заощаджень у суспільстві.

Неповнота і недостатність фінансово-ресурсної інформації для учасників фінансового ринку, недоліки прямого запозичення, труднощі в доступі до джерел фінансування підприємництва з'явилися підставою для виникнення фінансових посередників.

Теорія фінансового посередництва регламентує роль фінансових інститутів у процесі економічного зростання. Розвиток фінансового посередництва пов'язано з двома головними факторами: принципом страхування і принципом економії витрат. Високого рівня розвитку досягли інститути, які надають посередницькі послуги з колективного інвестування, а саме - пайові інвестиційні фонди, що виконують роль «інформаційного посередництва». Проводячи аналіз фінансових посередників, можна класифікувати їх за ступенем спеціалізації серед небанківських посередників ( рис.3.12).

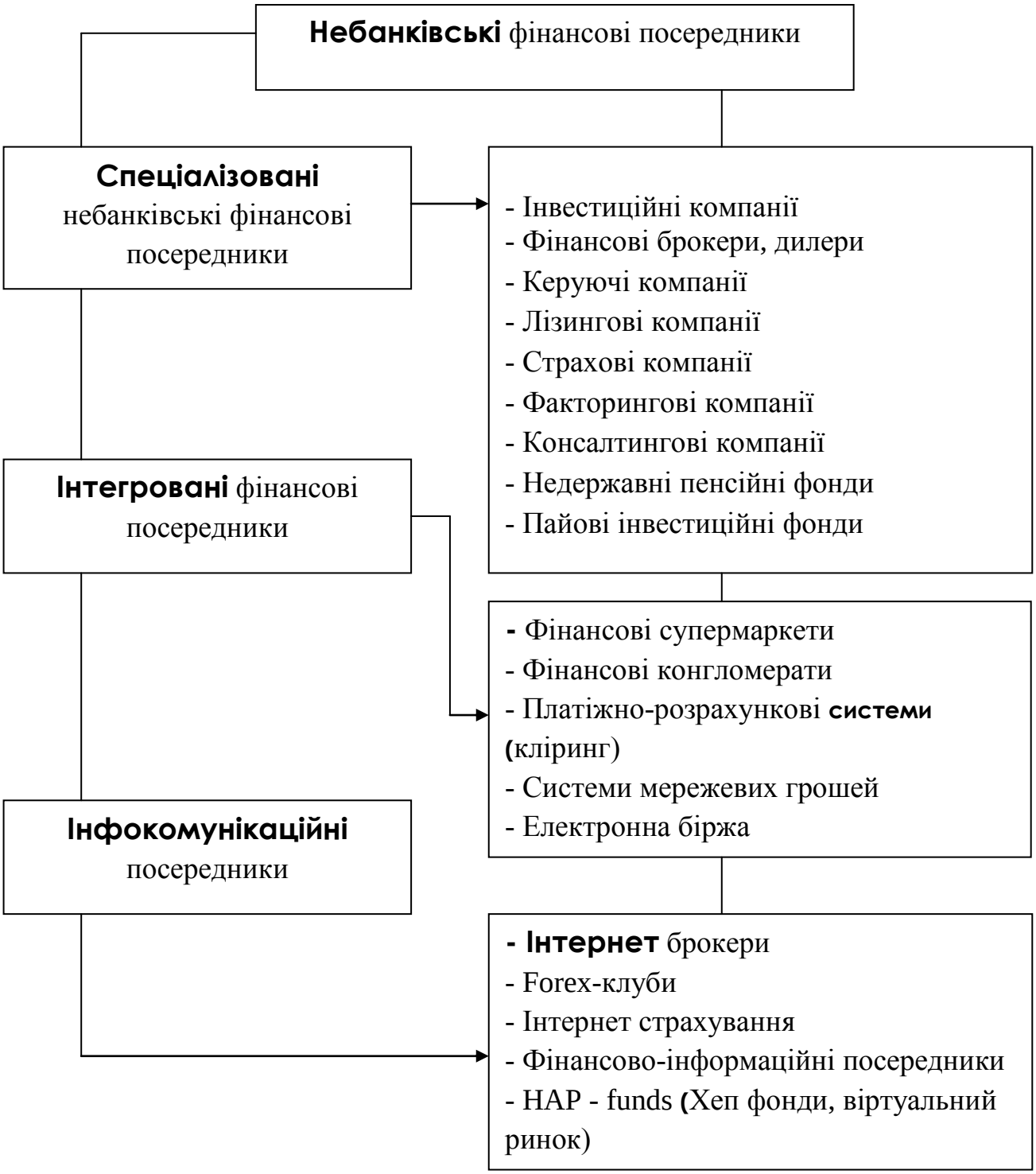



Рис. 3.12. Класифікація небанківських фінансових посередників за ступенем їх спеціалізації

Найбільш перспективним напрямком фінансового посередництва нині є система колективного інвестування, представлена інвестиційними фондами, що дозволяють інвесторам отримувати позитивну реальну прибутковість вкладень при помірних ризиках і знижують їх витрати на оплату послуг інших фінансових посередників і транзакційні витрати. Перші інвестиційні фонди були засновані в США ще у 20-их роках минулого сторіччя.

Вони передбачали одночасне здійснення капіталізації національної економіки та отримання інвесторами доходів за рахунок зростання доходу підприємницького сектора (який у свою чергу насищався коштами громадян і юридичних осіб). Новацією пайових інвестиційних фондів (ПІФ) було те, що тепер інвестори позбувалися від необхідності самостійного вибору інструментів для вкладення коштів і постійного оцінювання ризиків. Але, незважаючи на це, рівень довіри до ПІФ залишався низьким і лише коли державою було остаточно врегульовано порядок здійснення інвестицій (з прийняттям Закону про інвестиції 1940 р. і Закону про трасти 1939 р.), приплив інвестицій у ПІФ почав поступово зростати і вже в 50-их роках він становив до $ 1 млрд. і 324 тис. рахунків, і на сьогодні вони залишаються одним із найбільш привабливих інструментів для розміщення вкладів громадян.

Прийняття Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайових та корпоративних інвестиційних фондах)» у 2001 році, поклало початок стрімкому розвитку пайових інвестиційних фондів в Україні. Відповідно до даного закону пайовий інвестиційний фонд - це сукупність активів, які належать інвесторам на правах спільної часткової власності, перебувають в управлінні компанії з управління активами та обліковуються останньою окремо від результатів її господарської діяльності. При цьому такий фонд (ПІФ) не є юридичною особою.

Пайові інвестиційні фонди (ПІФ) є одним із видів колективного інвестування, являють собою деякий механізм трансформації

заощаджень, у першу чергу невеликих індивідуальних інвесторів, в інвестиції. Такі фонди створюються шляхом об'єднання внесків інвесторів, якими можуть виступати фізичні і/або (залежно від типу фонду ) та юридичні особи, в один загальний фінансовий інструмент, кошти якого інвестуються в ті чи інші активи (акції, облігації і т.д. ) з метою отримання інвесторами доходу від зростання вартості об'єктів їхніх інвестицій, а також періодичної виплати дивідендів.

Механізм дії такого фонду в ідеалі має виглядати так: компанія з управління активами (КУА) випускає інвестиційні сертифікати і проспект емісії, у якому зазначаються умови, термін діяльності такого фонду, а також вартість покупки таких сертифікатів. Здійснюючи придбання інвестиційного сертифіката, фізична або юридична особа стає учасником пайового фонду і отримує свою частку в активах ПІФ (усі активи знаходяться у спільній власності). Після формування фонду його активи передаються на управління фахівцям КУА, які власне і займаються вкладенням коштів в активи. КУА зобов'язується забезпечувати інвесторів інформацією про зміни вартості їхніх сертифікатів (наприклад, при зростанні вартості активів, у які були вкладені кошти фонду, пропорційно зростає і вартість кожного інвестиційного сертифіката і навпаки).

Кожен інвестор має право на продаж свого сертифіката і в результаті такого продажу формується його прибуток (одночасно, залежно від типу фонду, встановлюються окремі вимоги до того, коли саме можна продати свій сертифікат), і, крім того, КУА має право з власної ініціативи їх викуповувати. .

На сьогодні в Україні пайові інвестиційні фонди діляться на відкриті (сертифікати відкритих фондів можуть виходити і погашатися у будь-який час), закриті (сертифікати можуть погашатися в разі прийняття відповідного рішення на загальних зборах пайовиків або при реалізації проекту) та інтервальні (паї цих фондів можна купувати, обмінювати і погашати тільки в певні фіксовані проміжки часу кілька разів на рік).

Також усі ці фонди можна розділити на фонди акцій (складаються виняткова з акцій підприємств) , фонди облігацій (складаються з облігацій різних видів), змішані фонди (що складаються одночасно з акцій і облігацій), а також індексні (на індекси фондових бірж, наприклад, Української (UX ) або ПФТС в Україні).

Крім того, існують також інші типи інвестиційних фондів, серед яких найбільш поширеними є венчурні фонди. Особливістю венчурних фондів є те, що кошти, отримані КУА від продажу інвестиційних сертифікатів, вкладаються в цінні папери або частки підприємств з високим або відносно високим ступенем ризику в очікуванні більш високого прибутку, ніж у випадку з іншими видами фондів. Як правило, такі фонди створюються для інвестицій у високотехнологічні галузі промисловості. У той же час, в Україні законодавством передбачено обмеження участі фізичних та юридичних осіб у такому фонді, а саме, мінімальний розмір внеску одного інвестора повинен скласти 1,5 млн. грн., тому це робить недоступним венчурне інвестування для більшості громадян.

Найважливішою особливістю інститутів колективного інвестування є потенційно висока вразливість, чутливість до ризику колективних інвесторів, що обумовлено низкою причин: системними властивостями колективних інвестиційних фондів; операціями на фінансовому ринку, в основі яких лежить використання ситуацій підвищеного ризику; ефектом «ланцюгової реакції».

У силу особливої схильності до ризиків розробка цілісної системи ризик-менеджменту колективного інвестора є найважливішим завданням. Її рішення припускає виділення конкретних ризиків, до яких можна застосовувати певні процедури і методи управління ризиками. У свою чергу, виділення конкретних ризиків вимагає знання різних класифікацій ризиків. У той же час вибір ознак класифікації багато в чому визначається конкретними

цілями і завданнями управління ризиками та особливостями діяльності конкретної організації [91, с.7].

Сучасний підхід до управління ризиками орієнтований на інтегровану модель ризик-менеджменту в організації, яка характеризується орієнтацією на загальну оцінку сукупності ризиків організації з урахуванням взаємозв'язку між ризиками. У рамках цього підходу ризик розглядається як невизначена можливість здійснення несприятливої події при реалізації рішення щодо досягнення стратегічної мети функціонування організації [92, с.4 ].

Відповідно до ціннісно-орієнтованого підходу (Value - Based Management ), що становить суть сучасної парадигми стратегічного управління, основною стратегічною метою комерційної організації визнається зростання її вартості (цінності) для власників.

Аналіз внутрішнього механізму функціонування ПІФ дозволяє ідентифікувати його як велику складну орієнтовану соціально-економічну систему, одним із найважливіших інтересів якої виступає досягнення нею системоутворювальної мети. Системоутворювальна мета є одночасно стратегічною метою управління ПІФ і полягає в зростанні вартості (цінності) ПІФ для власників. На основі аналізу нормативних правових актів, що регулюють функціонування інститутів колективного інвестування, практики функціонування пайових інвестиційних фондів і запропонованого методологічного (вартісного) підходу виявлені ризики традиційного портфельного пайового інвестиційного фонду.

Структуру портфеля ризиків традиційного портфельного ПІФ подано в таблиці 3.16.

Ідентифікація ризиків та їх аналіз проведені за критеріями: рівень ризику (до ризиків четвертого рівня включно); джерело ризику (чия діяльність генерує ризик); вид ризику (чистий ризик, спекулятивний ризик); рівень управління ризиком (державний і рівень організації (інституціональний)).

Проаналізувавши портфель ризиків ПІФ, видно, що переважна частина ризиків функціонування колективного інвестиційного фонду є чистими ризиками, які при неналежному управлінні можуть призвести до зниження вартості (цінності) колективного інвестора.

Таблиця 3.16

Структура портфеля ризиків традиційного портфельного пайового інвестиційного фонду [93, с.115]

<table>
<tr><td colspan="8">Ризики зниження вартості чистих активів пайового інвестиційного фонду</td></tr>
<tr><td colspan="8">Ризики першого рівня</td></tr>
<tr><td colspan="5">Ризики неформування ПІФ</td><td>Ризики зупинення діяльності ПІФ</td><td colspan="2">Ризики зниження вартості чистих активі в процесі функціювання ПІФ у стандартному режимі</td></tr>
<tr><td colspan="8">Ризики другого рівня</td></tr>
<tr><td rowspan="4">Ризик того, що після закінчення терміну формування ПІФ вартість майна, що становить ПІФ, виявилася меншою від вартості майна, визначеної правилами довірчого управління ПІФ, по досягненні якої ПІФ являється сформованим</td><td rowspan="4">Подана заявка (заявки) на погашення всіх інвестиційних паїв (для відкритих інтервальних ПІФ)</td><td rowspan="4">Закінчився термін дії договору довірчого управління закритим пайовим інвестиційним фондом</td><td rowspan="4">Інші ризики</td><td rowspan="4">Ризики високої величини зобов'язань</td><td colspan="3">Ризики зниження ринкової вартості активів ПІФ</td></tr>
<tr><td colspan="3">Ризики третього рівня</td></tr>
<tr><td rowspan="2">Ризики відсутності (недостатнього) припливу інвестицій</td><td rowspan="2">Ризики, обумовлені діяльністю, забезпечують суб'єктів ПІФ</td><td rowspan="2">Ризики неадекватного оцінювання ринкової вартості активів</td><td>Інвестиційні ризики</td></tr>
<tr><td>Ризики четвертого рівня</td></tr>
</table>

| |
|---|
| |
| |
| |
| |
| |
| |
| |
| |
| Ризики фінансового ринку |
| Ризики реалізації інвестиційних послуг |

Джерелом даних ризиків виступає діяльність непрямих суб'єктів ПІФ. Тільки частина ризиків ПІФ, представлена ризиками фінансового ринку, має двоїсту природу – вони можуть призводити до зростання вартості (цінності) ПІФ або мати своїм результатом її зниження. У процесі синтезу ризиків ПІФ виділені дві класифікації ризиків колективного інвестора, істотні з точки зору ризик менеджменту. Перша – за критерієм причини (природи) ризику: ризики фінансового ринку; операційні ризики, пов'язані з функціонуванням внутрішніх систем учасників схеми фонду; ділові ризики (ризики бізнесу), пов'язані із зовнішнім середовищем колективного інвестора; надзвичайні ризики, що містить ті види екзогенних ризиків, які ставлять під загрозу операції учасників ПІФ або можуть підірвати їх фінансовий стан.

Дана класифікація ризиків дозволяє розподілити управління ризиками функціонування пайового інвестиційного фонду за рівнями управління (державний і рівень організації (інституціональний)) і сформулювати завдання управління ризиками на різних рівнях (таблиця 3.17).

Друга класифікація – за критерієм залежності від джерела виникнення ризику: ризики, пов'язані з діяльністю непрямих суб'єктів колективного інвестора; ризики, зумовлені специфікою всієї галузі колективного інвестування; загальноекономічні ризики, тобто ризики всієї національної економіки (інфляція, криза фінансових ринків, банківської системи, біржова криза і т.д.); глобальні ризики - ризики світової економіки в цілому; ризики, джерелом яких виступає громадськість/споживачі послуги колективного довірчого управління в особі потенційних інвесторів, власників інвестиційних паїв (акцій) колективного інвестиційного фонду, рейтингових агентств, засобів масової інформації, аналітиків. [92, с.57 ]

Вибір методів управління ризиками можна розглядати як проблему оптимізації в умовах обмежень. Критерії вибору можуть бути різними, включаючи фінансово-економічні критерії

(забезпечення ефективності). Однак при прийнятті рішення про застосовувані методи не можна все зводити до економічної віддачі.

Таблиця 3.17

Розподіл ризиків функціонування колективного інвестиційного фонду за рівнями управління і завдання управління ризиками на різних рівнях

| Група ризиків | Види ризиків | Завдання управління ризиками на різних рівнях | |
|---|---|---|---|
| | | Державне регулювання | рівень організації |
| Ризики фінансового ринку | Чисті й спекулятивні ризики | Стимулювання процесу управління ризиком на рівні організації; напрямок інвестицій у національну економіку; встановлення рівня прийнятного ризику | Створення умов для розвитку організації; організація аналітичної роботи |
| Операційні ризики | Чисті ризики | Забезпечення обов'язкового ліцензування діяльності організації та сертифікації її співробітників; становлення етичних норм і стандартів професійної діяльності; моніторинг ризиків | Організація внутрішнього контролю та забезпечення його дієвості; формування корпоративної культури; моніторинг ризиків і ефективності управління ризиками |
| Ділові ризики | Чисті ризики | Дотримання принципів вільного ринку; підтримання суспільної довіри до | Завдання в межах компетенції |

| | | | |
|---|---|---|---|
| | | галузі колективного інвестування і створення умов для розвитку здорової конкуренції на фінансовому ринку | |
| Надзвичайні ризики | Чисті ризики | Оцінка впливу даних ризиків на стан інститутів коллективного інвестування і фінансових ринків; мінімізація масштабів і наслідків катастроф; організація усунення наслідків тих чи інших подій | Завдання в межах компетенції |

У таблиці 3.18 розкриті функції ключових суб'єктів процесу управління ризиками ПІФ.

Таблиця 3.18

Ключові суб'єкти процесу управління ризиками ПІФ

| Ключові учасники управління ризиками | Функції по управлінню ризиками | Значення | |
|---|---|---|---|
| | | Стратегічний рівень | Оперативний рівень |
| Системні учасники:<br>- органи державного регулювання; | Оптимізація і моніторинг. | Рішуче | Непрямий |
| - саморегулюючі організації | Розробка рекомендацій і методик з управління ризиком та контроль за їх дотриманням | Рішуче | Непрямий |

| | | | |
|---|---|---|---|
| Інституціональні учасники:<br>- АІФ , що забезпечують суб'єкти і непрямі суб'єкти колективних інвестиційних фондів (В особі акціонерів-засновників, Ради директорів, і виконавчого менеджменту, внутрішнього аудиту) | призначення ключових учасників; розробка, реалізація і перевірка дотримання політики управління ризиками | Рішуче | Рішуче |
| - зовнішні аудитори | Оцінка і виводи | Непряме | Непряме |
| Громадськість / споживачі послуги колективного довірчого управління:<br>- Потенційні інвестори;<br>- Власники інвестиційних паїв (акцій) колективного інвестиційного фонду;<br>- Рейтингові агентства і засоби масової інформації;<br>- Аналітики | Відповідальні дії | --/-- | Непряме |

Важливо враховувати й інші критерії, наприклад технологічні або соціальні. У першу чергу рішення щодо прийняття ризиків потрібні в тій області, яка представляється в результаті аналізу найбільш вразливою. За деяких умов (наприклад при жорстких бюджетних обмеженнях) частину ризиків, які управління оцінює як незначні, буде ігноруватися. У такій ситуації говорять, що може

проводитися активна політика у відношенні до ризику, і пасивна – по відношенню до іншого. Поєднання активної і пасивної стратегій при управлінні ризиком є важливим результатом даного етапу [94, с.64].

Досить багата світова практика управління портфелями цінних паперів, що формувалася протягом кількох десятиліть, показує, що побудувати ідеальну модель ефективного управління ризиками з точними рекомендаціями практично неможливо. Фондовий ринок – це мобільна, постійно змінююча економічна система. Методи управління ризиками, які давали позитивні результати вчора, можуть сьогодні нанести збитків.

Проте в процесі аналізу зарубіжного та вітчизняного досвіду формування та управління портфелями цінних паперів галузі колективних інвестицій виявлено, що чітко сформульована система ризик -менеджменту, яка базується на використанні сильних сторін принципів портфельного інвестування, таких як: грамотна диверсифікація портфеля цінних паперів, використання лімітування по окремих емітентах, ранжування цінних паперів за класами ризику й обмеження збитків по портфелю дозволяють істотно згладити вплив основних груп ризиків на керовані активи.

Розвиток системи ризикменеджменту інвестиційних портфелів ПІФ має виражатися, у першу чергу, у виробленні системи заходів ефективного реагування на зміни ринку, до яких належать:

- система лімітів, накладає обмеження на максимальну частку окремого емітента, галузі, класів активів за категоріями і ступеня ризику, ліквідності і потенційної прибутковості;
- розробка стратегій хеджування портфелів пайових фондів;
- створення методики оперативної реструктуризації інвестиційного портфеля ПІФ.

Процес формування портфеля ПІФ складається з наступних етапів:

1) визначення первісного складу портфеля відповідно до законодавчо накладаються обмеженнями та внутрішніми положеннями, розробленими керуючою компанією;
2) вибір стилю управління ПІФ (активний, активно-пасивний чи пасивний);
3) оцінка прийнятного рівня ризику та прибутковості в даному типі фонду;
4) розробка методики відбору інвестиційних інструментів та управління ризиками портфеля ПІФа.

Можна скласти певний алгоритм вибору активів для створення портфеля ПІФ, що надалі надасть безпосередній вплив на вартість чистих активів фонду і, власне кажучи, на вартість самого фонду в цілому. Даний алгоритм подано на рисунку 3.13. Надалі, коли портфель ПІФа буде сформований, необхідний його постійний моніторинг шляхом проведення оцінок ефективності управління портфелем і системи прийняття рішень про реформування структури портфеля пайового фонду. На цьому заснована збалансована методика управління інвестиційним портфелем. Потенційна прибутковість акцій, як правило, вища, ніж в облігацій. Коли ринок акцій має яскраво виражений зростаючий тренд, доцільно збільшити частку акцій у портфелі пайового фонду до 90-95 %. При зниженні ринку акцій, навпаки, збільшується частка облігацій та грошових коштів. У цьому випадку з портфеля продаються акції і купуються облігації. Частка облігацій може варіювати від 10 до 35 % портфеля. При різких сильних падіннях фондового ринку з тенденцією до продовження знижень можливий переклад до 30-40 % портфеля в грошові кошти. Надалі при підтвердженні завершення низхідної тенденції на фондовому ринку, частка акцій у портфелі відновлюється. Ця стратегія, як правило, дозволяє продавати деяку частину акцій за вищими цінами і купувати за нижчими.


1. Аналіз поточної макроекономічної ситуації
Аналіз ситуації у світовій фінансовій системі і в Україні, аналіз рівня ліквідності і потоків капіталу, прогноз динаміки світових і фінансових сировинних
Визначення поточного тренда
Вибір співвідношення різних видів активів за ступенем ризику (акції різних класів ліквідності, облігації, грошові кошти) в рамках лімітів по
2. Прогноз динаміки окремих галузей економіки
Фундаментальний аналіз перспектив конкретних галузей
Вибір зростаючих галузей
Вибір галузей, що володіють найбільшим потенціалом зростання
Вибір «захисних» галузей
3. Аналіз бізнесу окремих емітентів
Фундаментальний аналіз (оцінка потенціалу паперів, виходячи з їх справедливої
Технічний аналіз (вибір найбільш вдалого моменту придбання активів)
Ситуаційний аналіз (значне підвищення ліквідності цінних паперів, допуск до торгів на закордонних біржах і т.п.)
Вибір емітентів, що володіють потенціалом зростання бізнесу або зростання курсової вартості цінних

У портфелях ПІФ акцій для досягнення максимальної прибутковості при низхідному тренді на фондовому ринку можливий переклад частини акцій у сектори ринку, які є захисними, тобто мають слабку кореляцію з загальноринковим індексом.

Крім того, можливе включення в портфель пайового фонду цінних паперів європейських та американських міжнародних корпорацій. Їх основними перевагами є: низька волатильність курсової вартості, виняток внутрішньокраїнні ризики і висока ліквідність.

Цінні папери компаній країн, що розвиваються (наприклад, Індії та Китаю), дозволять хеджувати портфель ПІФа від ризиків, пов'язаних зі зниженням вартості сировини. Оскільки вказані країни є в першу чергу імпортерами сировини, при зниженні вартості сировинних активів відбувається зростання котирувань компанії Індії та Китаю, у той час як в Україні спостерігається негативна динаміка фондових індексів.

Що стосовно ПІФ в Україні, то ми спостерігаємо позитивну динаміку зростання за останні 5 років (табл. 3.19). Так ми бачимо, що приріст вартості паїв у першій десятці лідерів складає майже 75% за 5 років і майже 57% - за період з 28.09.12 до 30.09.13 роки (табл. 3.20). Слід відмітити, що перші місця за даними 5 років і останнього року, належать саме диверсифікованим відкритим пайовим фондам.

Сукупність методів ризик менеджменту це цілісний опис заходів, які необхідно вживати при керуванні ПІФ, їх інформаційне та ресурсне забезпечення, критерії ефективності їх виконання. Система розподілу відповідальності за прийняті рішення, диверсифікація портфеля та стилю керування ПІФ, розробка стратегій хеджування та методика вибору фінансових інструментів – ефективне використання цих засобів управління ризиками безпосередньо мають вплив на вартість чистих активів і як наслідок загальну вартість ПІФ.

Таблиця 3.19

Ренкінг інвестиційних фондів по прибутковості (ТОП 20)
з 30.09.08 до 30.09.13 рр., [95]

| N | Назва фонду | Тип фонду | Пай на 30.09.08 | Пай на 30.09.13 | Приріст, % |
|---|---|---|---|---|---|
| 1 | ОТП Классический | Диверсифікований, Відкритий, Пайовий | 922,32 | 1614,9 | 75,09 |
| 2 | Альтус Сбалансированный | Диверсифікований, Відкритий, Пайовий | 1284,55 | 2198,88 | 71,18 |
| 3 | Альтус – Стратегический | Диверсифікований, Відкритий, Пайовий | 1013,76 | 1678,47 | 65,57 |
| 4 | Платинум | Диверсифікований, Інтервальний, Пайовий | 169,33 | 244,88 | 44,62 |
| 5 | ТАСК Ресурс | Диверсифікований, Відкритий, Пайовий | 716,45 | 951,79 | 32,85 |
| 6 | Спарта Сбалансированный | Диверсифікований, Відкритий, Пайовий | 101,74 | 132,54 | 30,27 |
| 7 | ІТТ-Финанс | Недиверсифікований, Закритий, Корпоративний | 1049,09 | 1321,72 | 25,99 |
| 8 | Дельта-фонд сбалансированный | Диверсифікований, Відкритий, Пайовий | 920,89 | 1001,86 | 8,79 |
| 9 | ОТП Сбалансированный | Диверсифікований, Інтервальний, Пайовий | 913,79 | 967,72 | 5,9 |
| 10 | Достаток | Диверсифікований, Інтервальний, Пайовий | 7,92 | 7,56 | -4,55 |
| 11 | КИНТО-Классический | Диверсифікований, Відкритий, Пайовий | 366,62 | 345 | -5,9 |
| 12 | КИНТО-Народный | Диверсифікований, Інтервальний, Пайовий | 1295,25 | 1207,53 | -6,77 |

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 13 | Дельта-фонд денежного рынка | Диверсифікований, Відкритий, Пайовий | 959,48 | 884,78 | -7,79 |
| 14 | УНИВЕР.УА/ Владимир Великий: Фонд Сбалансированный | Диверсифікований, Відкритий, Пайовий | 1369,73 | 1246,86 | -8,97 |
| 15 | Сбалансированный фонд "Паритет" | Диверсифікований, Інтервальний, Пайовий | 1289,5 | 1148,53 | -10,93 |
| 16 | СПИНАКЕР | Недиверсифікований, Закритий, Корпоративний | 1256,18 | 1111,24 | -11,54 |
| 17 | Дивидендный фонд "АнтиБанк" | Недиверсифікований, Закритий, Пайовий | 936,3 | 693,99 | -14,31 |
| 18 | СЭМ Ажио | Диверсифікований, Відкритий, Пайовий | 730,68 | 559,33 | -23,45 |
| 19 | Синергия Риал Истейт | Недиверсифікований, Закритий, Корпоративний | 29473,83 | 22265,18 | -24,46 |
| 20 | ІТТ-Капитал 2 | Недиверсифікований, Закритий, Корпоративний | 422,83 | 294,15 | -30,43 |

Таблиця 3.20

Ренкінг інвестиційних фондів по прибутковості (ТОП 20)
за рік (з 28.09.12 до 30.09.13), [95]

| N | Назва фонду | Тип фонду | Пай на 28.09.12 | Пай на 30.09.13 | Приріст % |
|---|---|---|---|---|---|
| 1 | Андромеда | Диверсифікований, Відкритий, Пайовий | 1143,4 | 1782,08 | 55,86 |
| 2 | Орион | Диверсифікований, Відкритий, Пайовий | 1107,65 | 1551,52 | 40,07 |
| 3 | Инвестиционный Капитал Фонд Облигаций | Недиверсифікований, Закритий, Пайовий | 1511,16 | 2074 | 37,25 |
| 4 | Центавр | Диверсифікований, | 1016,5 | 1304,51 | 28,33 |

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | Закритий, Пайовий | | | |
| 5 (+4) | УНИВЕР.УА/ Атаман: Фонд Перспективных Акций | Диверсифікований, Інтервальний, Пайовий | 617,3 | 769,34 | 24,63 |
| 6 (+1) | Альтус – Депозит | Диверсифікований, Відкритий, Пайовий | 1311,37 | 1547,97 | 18,04 |
| 7 (-1) | Оптимум | Диверсифікований, Інтервальний, Пайовий | 918,41 | 1080,6 | 17,66 |
| 8 (+4) | Тройка Диалог Облигации | Диверсифікований, Відкритий, Пайовий | 1184,44 | 1369,98 | 15,66 |
| 9 (+4) | Альтус – Сбалансированный | Диверсифікований, Відкритий, Пайовий | 1905,49 | 2198,88 | 15,4 |
| 10 (+4) | ОТП Классический | Диверсифікований, Відкритий, Пайовий | 1400,61 | 1614,9 | 15,3 |
| 11 | Альтус – Стратегический | Диверсифікований, Відкритий, Пайовий | 1458,49 | 1678,47 | 15,08 |
| 12 (+14) | Бонум Оптимум | Диверсифікований, Відкритий, Пайовий | 46,83 | 53,58 | 14,41 |
| 13 | Запорожские ферросплавы | Диверсифікований, Інтервальний, Пайовий | 10,96 | 12,37 | 12,86 |
| 14 (+2) | СЕБ фонд облигационный | Диверсифікований, Відкритий, Пайовий | 1884,96 | 2105,08 | 11,68 |
| 15 (+3) | ОТП Сбалансированный | Диверсифікований, Інтервальний, Пайовий | 892,59 | 967,72 | 8,42 |
| 16 (+1) | Райффайзен денежный рынок | Диверсифікований, Відкритий, Пайовий | 1553,69 | 1676,96 | 7,93 |
| 17 (+4) | БИЗАНЬ | Недиверсифікований, Закритий, Корпоративний | 1371,09 | 1472,07 | 7,36 |

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 18 (+9) | Сбалансированный фонд "Паритет" | Диверсифікований, Інтервальний, Пайовий | 1074,44 | 1148,53 | 6,9 |
| 19 (+4) | СЭМ Ажио | Диверсифікований, Відкритий, Пайовий | 526,86 | 559,33 | 6,16 |
| 20 (+10) | Дельта-фонд денежного рынка | Диверсифікований, Відкритий, Пайовий | 855,59 | 884,78 | 3,41 |

Таким чином, в умовах ризикованої атмосфери бізнесу підвищення надійності галузі колективного інвестування є спільним завданням низки ключових суб'єктів, відповідальних за управління різними аспектами ризиків функціонування інститутів колективного інвестування. При управлінні ризиками всі вони прагнуть до досягнення системо утворюючу мети колективного інвестора - максимізації його вартості (цінності). Але кожен учасник реалізує свої функції та завдання і використовує свої методи управління ризиком.

# РОЗДІЛ 4. СУЧАСНІ МЕТОДИ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ КОРПОРАТИВНИХ СТРУКТУР В УКРАЇНІ

## 4.1. Оцінка вартості публічних компаній на ринку M & A України

### 4.1.1. Еволюція поглядів на процеси злиття-поглинання і їх типологія

Сучасний розвиток світової економіки виражається в її глобалізації, диверсифікації, технологічному прогресі, лібералізації ринків. Кожен цей чинник окремо і в поєднанні з іншими викликає необхідність перегляду прогнозів і переоцінки власних активів корпорацій у всьому світі. Глобалізація світової економіки ставить перед корпораціями різних країн проблему виживання в умовах жорсткої, посиленої конкуренції, змушуючи їх шукати нові шляхи підвищення своєї конкурентоспроможності на світовому ринку. Значна кількість корпорацій досягають цієї мети за допомогою різного роду трансформацій.

Трансформація як організаційно-економічні перетворення підприємств, при яких змінюється склад юридичних осіб, що беруть участь в перетворенні, є невід'ємною складовою динаміки розвитку корпорацій у зовнішньому середовищі. Можна виділити вісім видів трансформацій [1, С. 19], які наведені на рисунку 4.1.

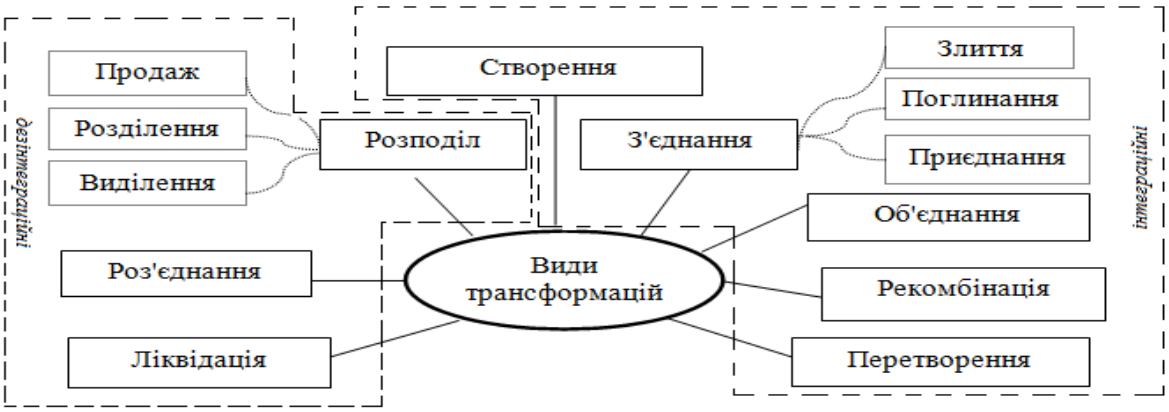



Рис.4.1. Види трансформацій організацій

Оскільки під представленими видами трансформацій можуть ховатися різні поняття, зробимо термінологічне уточнення.

Під створенням слід розуміти виникнення нової юридичної особи з наділенням її певними правами й обов'язками. Пов'язано з виявленням незадоволеної або не цілком задоволеної потреби економіки в деяких видах товарів або послуг, з пошуком і заняттям вільної ринкової ніші. Істотним питанням при створенні нового підприємства є його початкове й подальше фінансування. Знайти кошти для початку нового і, відповідно, ризикованого бізнесу завжди складно, тому навіть у США, при добре розвиненому фінансовому ринку, частка власних коштів, вкладених підприємцями у фінансування нового бізнесу, складає, за оцінками експертів, близько 50%.

До дезінтеграційних трансформацій належить розподіл, що являє собою сукупність продажу, поділу та виділення, а також роз'єднання й ліквідацію.

Проведений аналіз розподілів і роз'єднання підприємств, описаних в економічній літературі за останні роки, дозволив виділити найбільш поширені варіанти розподілу й роз'єднання підприємств.

Найбільш поширеним варіантом розподілу є продаж частини бізнесу, бізнес-одиниці підприємства. При цьому покупцем виступають інше підприємство, юридичні та фізичні особи. Продаж окремих підрозділів або дивестування передбачає продаж цього підрозділу третій особі. На відміну від виділення материнська компанія отримує реальні грошові кошти в результаті проведення подібного роду реструктуризації.

Якщо будь-який підрозділ виставляється на відкритий продаж широкому колу осіб, то подібна операція називається виділенням. Виділення частини підприємства — створення з відділення компанії окремої юридичної особи, при якому підприємство передає частину своїх прав і обов'язків підприємству, що було створене, без припинення своєї діяльності. Виділення бізнесу як складова частина

корпоративної стратегії, також може здійснюватися за рахунок використання механізму злиття й поглинань. Для цих цілей компанія може проводити виділення і продаж окремих підрозділів.

Існує кілька варіантів поділу: розбивка компаній і відділення. У результаті розбиття материнська компанія припиняє свою діяльність із передачею всіх прав і обов'язків знову створюваним незалежним підприємствам. Склад юридичних осіб повністю змінюється. При відділенні частина акціонерів отримує частку в новій компанії взамін своєї частки в материнській компанії в певному співвідношенні.

Причини, що спонукають корпорації здійснювати продаж, виділення або розділення своїх підрозділів, очевидні. Основна з них — підвищення ефективності ведення бізнесу. Найчастіше в складі компанії присутні збиткові підрозділи, що займаються не основним видом діяльності. Виділення подібного бізнесу дозволяє менеджменту компанії концентрувати свою увагу на основному виді діяльності, усуваючи непотрібні витрати на підтримку не основного і неприбуткового напряму. До того ж якщо різні напрямки бізнесу стають незалежними, досить просто побачити справжню ефективність кожного з них і на підставі цього адекватно розподіляти винагороду управлінського персоналу.

Роз'єднання — підприємства, що виходять з об'єднання, не змінюють свого юридичного статусу, їх права та обов'язки залишаються без зміни.

Ліквідація відповідної юридичної особи — припинення дії його прав і обов'язків без переходу до інших осіб. По суті це може бути або концентрований перехід капіталу в іншу галузь або сферу діяльності, або дисперсія (розпилення) капіталу по численних кредиторах і ліквідація капіталу як цілого. Нарешті, можливе й розорення власників бізнесу.

Рекомбінація — створення спільних підприємств і франчайзинг. Два або більше вже існуючих підприємств об'єднують зусилля і створюють нове спільне підприємство. Кожне з існуючих

підприємств виділяє частину своїх ресурсів, зазвичай у кооперації (один партнер представляє виробничі потужності, інший — технологію та фінанси), і новостворене підприємство виступає по відношенню до них як дочірнє.

Перетворення або викупи через механізми боргового фінансування (LBO - leveraged buyout) являє собою фінансовий механізм, за допомогою якого публічна корпорація перетворюється в приватну корпорацію з припиненням своєї діяльність та передачею своїх прав і обов'язків знову створеному підприємству. Група зовнішніх або внутрішніх інвесторів викуповує всі акції корпорації, що знаходяться в обігу, причому викуп на 80-90% фінансується за рахунок емісії боргових зобов'язань.

Глобалізація фінансових ринків і нові стандарти інформаційної прозорості призводять до появи нового виду учасників ринку - raiders («загарбників»), мета яких — агресивне скуповування недооцінених компаній з метою короткострокового підвищення їх ринкової вартості і подальшого перепродажу. При цьому, як правило, компанія розбивається на окремі підрозділи і розпродається по частинах. Саме рейдери найчастіше застосовують викуп компанії з використанням боргового фінансування. Ставлення суспільства і бізнесу до рейдерів явно неоднозначне. З одного боку, вони виконують роль «санітарів лісу», змушуючи компанії підвищувати свою ефективність і конкурентоспроможність, з іншого боку, конфлікт між короткостроковими і довгостроковими цілями бізнесу призводить до протилежного ефекту: компаніям доводиться дбати насамперед про підвищення курсу своїх акцій, підвищення поточних (квартальних) прибутків. «Тиск біржі» як реакція на подію стає важливішою за саму подію.

Об'єднання — підприємства, що входять в об'єднання, не змінюють свого юридичного статусу, їх права та обов'язки залишаються без зміни. Склад юридичних осіб зберігається.

Сукупність злиття, приєднання та поглинання являє собою з'єднання.

Вважають, що в реорганізації шляхом злиття повинні брати участь приблизно рівні за своїм економічним потенціалом суб'єкти, а для приєднання характерно, що більш економічно слабке підприємство приєднується до сильнішого.

Поглинання підприємств — взяття одним підприємством іншого під свій контроль, управління ним з придбанням абсолютного або часткового права власності на нього [2, С. 14-15]. Поглинання компанії найчастіше здійснюється шляхом скупки всіх акцій підприємства на біржі, що означає придбання цього підприємства.

У сучасній теорії корпоративних фінансів терміни «злиття», «приєднання» та «поглинання» не мають чіткого розмежування і зазвичай вживаються спільно. Загальноприйнятий у міжнародній практиці термін M & A (Mergers and acquisitions) дорівнює поняттю «злиття і поглинання» компаній.

У роботі «Принципы корпоративных финансов»[3] автори не дають однозначного визначення термінам «злиття» і «придбання» («поглинання»), і розглядають злиття і придбання як одне з рішень довгострокової фінансової політики компанії. Такого роду рішення, на їхню думку, мають більш складні наслідки, що важко піддаються аналізу й кількісній оцінці порівняно з інвестиціями в нові виробничі потужності.

У роботі «Рынок корпоративного контроля»[4] автори визначають поглинання як «... оплачену угоду, в результаті якої відбувається перехід прав власності на корпорацію, що найчастіше супроводжується заміною менеджменту купленої корпорації та зміною її фінансової та виробничої політики». Термін злиття, на думку цих авторів, слід вживати стосовно «дружнього поглинання», що підтримується менеджментом компанії, яка поглинається.

Авторами роботи «Основы корпоративних финансов»[5] в основу визначення операцій по злиттю і поглинанню були покладені

юридичні процедури. У роботі виділяються три основні види юридичних процедур, які компанія може використовувати для придбання іншої компанії:

• злиття або консолідація;

• придбання контрольного пакета акцій;

• придбання активів.

При цьому автори роботи вказують на відсутність значущих відмінностей між цими видами з економічної точки зору.

У роботі «Acquisitions, and Corporate Restructurings» [6] міститься детальний опис різновидів угод злиттів і придбань, опис та аналіз історичних етапів розвитку злиттів і придбань, опис тактики проведення угод, механізмів захисту від поглинань, способів фінансування придбань, аналіз податкових наслідків та особливості бухгалтерського відображення операцій, пов'язаних зі злиттями й придбаннями. Кілька окремих глав також присвячені загальним методам оцінки компаній і зачіпають методику проведення фінансового аналізу.

З точки зору прийняття стратегічних рішень у фінансовому менеджменті угоди на ринку M & A розглядають автори роботи «Фінанси»[7]. Причинами злиттів і поглинань автори виділяють ефект синергії, економії на податках, вигоди від операцій на фондовому ринку, розуміючи під останніми можливість отримання контролю над компанією в результаті угод злиттів і поглинань виходячи з ціни, меншої ніж внутрішня ринкова вартість компанії. Факторами, які стоять за можливістю контролювати компанію шляхом злиття або поглинання за ціною нижче її ринкової вартості, автори називають погане управління компанією, а також наявність у сторони-ініціатора угоди унікальної інформації.

Автор роботи «Основы финансового менеджмента» [8] відносить злиття і поглинання до спеціальної галузі фінансового менеджменту і визначає, що злиття і поглинання являють собою джерело зміни структури капіталу компанії. Рушійним мотивом

злиттів і поглинань Ван Хорн Д. бачить збільшення добробуту акціонерів, відзначаючи, що рішення щодо подібних угодах повинні прийматися всіма акціонерами спільно. Поглинання компаній автор пропонує розглядати як один із видів капіталовкладень, відзначаючи, що основна відмінність полягає в труднощах визначення початкових витрат (інвестицій) при поглинанні компанії, оскільки вони є об'єктом торгу при укладанні угоди. Засоби оплати поглинання, при цьому, поділяються на грошові кошти та акції. Автор стверджує, що компанія повинна домагатися оптимального розподілу між різними засобами оплати з тим, щоб збільшити добробут акціонерів у довгостроковому періоді.

Однією з умов оцінки поглинання, що передбачається, незалежно від джерел його фінансування, автор бачить незмінність структури капіталу протягом тривалого періоду часу. Зосередившись на аналізі вільних грошових потоків у результаті угод злиттів і поглинань, автор також зауважує можливості зміни ризикованості грошових потоків об'єднаної компанії внаслідок злиттів і поглинань.

Автори роботи «Стоимость компаний: оценка и управление» [9] розглядають угоди по злиттю і поглинанню як одну з можливостей зовнішнього поліпшення корпорації в рамках програми її реструктуризації, орієнтованої на збільшення ринкової вартості. Злиття та поглинання розглядаються як «зовнішня альтернатива внутрішньому зростанню». При оцінці вартості корпорації при операціях злиття і поглинання компаній, а також розрахунку вартісного ефекту для корпорації - ініціатора угоди автори рекомендують проводити аналіз впливу на вартість альтернативних стратегій розвитку компанії. До альтернативних стратегій розвитку корпорації вони відносять: внутрішнє зростання, збереження компанії в колишньому стані, можливості злиття або поглинання потенційного контрагента по угоді конкурентами компанії.

При обґрунтуванні доцільності угоди та прийнятті рішення про початок її реалізації автори радять проводити зіставлення

потенційних переваг, які отримує корпорація-ініціатор від угоди, з потенційними перевагами, які можуть отримати конкуренти.

Злиття й особливо поглинання далеко не обмежуються юридичними

формами їх здійснення, а поширюються на всі без винятку економічні форми взаємодії бізнес-середовища, наслідком яких є розширення господарської влади одних економічних агентів за рахунок зниження господарського (економічного) суверенітету інших, тобто обмеження правомочностей останніх на свою користь [10, С. 26].

При угодах і злиття, і поглинання відбувається передача корпоративного контролю в усіх формах, включаючи купівлю та обмін активами. До них належать самі злиття (з'єднання компаній в одну), поглинання, придбання компаній, викуп акцій позиковими коштами, вороже поглинання, рекапіталізація, зміна структури власності, виділення і продаж бізнес-одиниці, а також усі інші угоди, які мають на увазі передачу корпоративного контролю з рук одних акціонерів іншим.

Злиття і поглинання являють собою процедуру зміни власника або зміни структури власності компанії, будучи кінцевою ланкою в системі заходів з її реструктуризації.

Таким чином, під «злиттям-поглинанням» підприємства будемо розуміти процес, метою якого є розширення сфери впливу і господарської влади однієї компанії (компанії-ініціатора) шляхом взяття під контроль іншої компанії (компанії-цілі), придбання абсолютного або часткового права власності на її активи, збільшення добробуту акціонерів, отримання можливості зміни ризикованості грошових потоків об'єднаної компанії і досягнення конкурентних переваг на ринку.

Правильне визначення типу майбутньої угоди є одним з основних питань для компанії. У сучасному корпоративному менеджменті розрізняють безліч різноманітних типів злиття та

поглинання компаній. Найбільш важливими ознаками класифікації цих процесів [11. С.124-128] можна назвати такі (див. рис.4.2).

Залежно від національної приналежності компаній, що об'єднуються, за географічною ознакою можна виділити два види злиття компаній:

• національні злиття - об'єднання компаній у рамках однієї держави;

• транснаціональні злиття — характерні для компаній, які знаходяться або мають філії не менш ніж у двох різних країнах (transnational merger) [12].

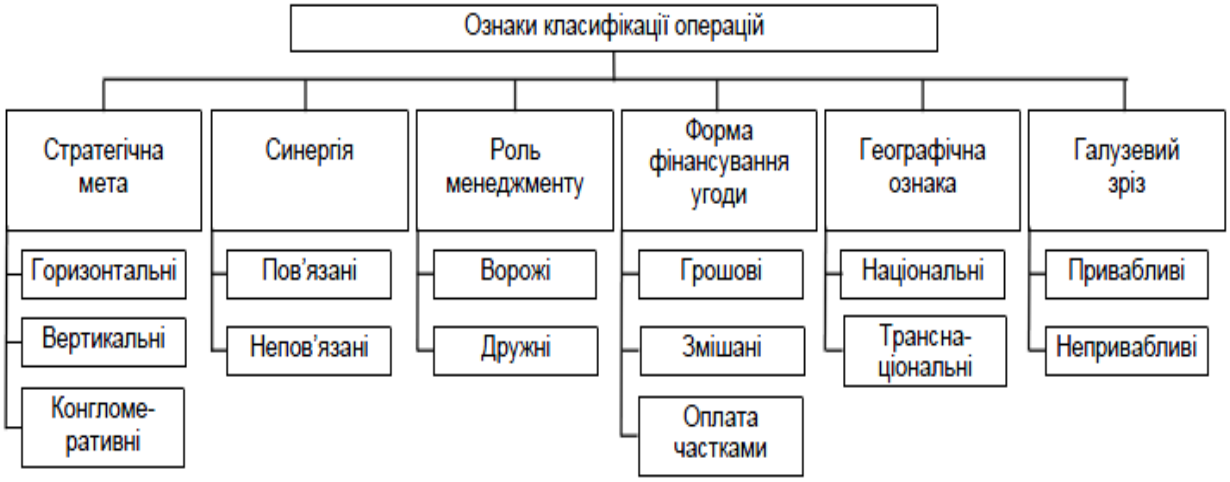



Рис.4.2. Класифікація операцій злиттів і поглинань

Залежно від ставлення управлінського персоналу компаній до угоди по злиттю - поглинанню компанії можна виділити:

• дружні злиття — злиття, при яких керівний склад та акціонери компанії-ініціатора і компанії-цілі підтримують цю угоду;

• ворожі злиття — злиття і поглинання, при яких керівний склад компанії-цілі не згодний з угодою, що готується і здійснює низку протизахоплюючих заходів. У цьому випадку пропозиція про скупку пакета акцій робиться безпосередньо власникам акцій компанії-цілі без будь-яких консультацій з менеджментом. Кожен власник вирішує самостійно, віддати свою частину чи ні.

Залежно від стратегічної мети й характеру інтеграції компаній доцільно виділяти такі види [13, С.11]:

• горизонтальні злиття — об'єднання компаній однієї галузі, що виробляють один і той же виріб або здійснюють одні й ті ж стадії виробництва;

• вертикальні злиття — об'єднання компаній різних галузей, пов'язаних технологічним процесом виробництва готового продукту, тобто розширення компанією-ініціатором покупки своєї діяльності або напопередні виробничі стадії, аж до джерел сировини, або на наступні — до кінцевого споживача. Наприклад, злиття гірничодобувних, металургійних і машинобудівних компаній. Таке злиття призводить до повної або часткової вертикальної інтеграції, яка створює конкурентні переваги, засновані на диверсифікації;

• конгломератні злиття — об'єднання компаній різних галузей без наявності виробничої спільності, тобто злиття такого типу — це злиття фірми однієї галузі з фірмою іншої галузі, яка не є ні постачальником, ні споживачем, ні конкурентом. Такого роду злиття призводить до утворення диверсифікованого портфеля, на відміну від синергетичного, що створюється при пов'язаних видах, тобто перших двох видах злиттів.

З точки зору отримання економічного ефекту злиття та поглинання необхідно класифікувати на пов'язані, у яких формується синергія, і непов'язані, де головною метою є диверсифікація економічних ризиків діяльності компанії:

• пов'язане злиття є стратегічним підходом до формування ринкової ціни, оскільки дає можливість використовувати зв'язки між ланками цінностей різних господарських підрозділів для зниження витрат, обміну досвідом і технологіями. Метою пов'язаних поглинань є придбання додаткових конкурентних переваг, які в підсумку будуть сприяти подальшому підвищенню ринкової вартості;

• непов'язане злиття здійснюється з метою отримання значних фінансових результатів, а відносини стратегічної відповідності відсуваються на другий план. Респондентами такого роду поглинань виступають компанії, вартість яких занижена. Крім того, це можуть

бути компанії, які мають фінансові проблеми. Такі компанії можуть розглядатися як об'єкт довгострокових капіталовкладень, а також компанії, які мають великі можливості для зростання, але позбавлені інвестиційних ресурсів.

З фінансової точки зору операції злиття-поглинання поділяють за способом оплати угод та отримання наступного контролю над корпоративною власністю. Наприклад, на світовому ринку M & A у 2001 р. близько 60% вартості найбільших операцій (більше ніж 100 млн. дол. США) були оплачені грошовими коштами і менше ніж 2% пайовою участю. До 2006 р. ситуація різко змінилася — більше 50% вартості угод були оплачені акціями і тільки 17% грошовими коштами [14, С.124-129]. Така зміна зумовила «розпорошення» акціонерної власності компаній, що беруть участь в угоді. У грошових операціях роль обох сторін визначена, і обмін грошей на акції завершує просту передачу власності. При обміні акціями, у деяких випадках власники акцій компанії, що поглинається в підсумку, можуть володіти більшою частиною компанії-ініціатора угоди.

Компанії, які «платять акціями», переводять частину своїх ризиків, пов'язаних з недосягненням підвищення ринкової вартості, на компанію-ціль, розділяючи її пропорційно між акціонерами обох компаній у нової комбінованої компанії. Рішення використовувати акції замість грошових коштів може вплинути і на норму прибутку акціонерів. Якщо компанія приймає рішення фінансувати злиття додатковою емісією, то додаткова вартість для акціонерів компанії-ініціатора зменшиться. Як свідчить практика фінансування, обмін акціями стає все більш популярною технікою здійснення більшості операцій на ринку M & A.

Тип злиттів залежить від ситуації на ринку, а також від стратегії діяльності компаній і ресурсів, якими вони володіють.

Основними принципами розвитку великих компаній у 80-ті роки минулого сторіччя були економія, гнучкість і маневреність. Однак

уже в другій половині 90-х років XX століття ці принципи доповнилися посиленою орієнтацією на експансію і зростання. Великі компанії прагнуть знаходити додаткові джерела розширення своєї діяльності, серед яких одним із найбільш популярних є злиття та поглинання компаній. Причому прагнення компаній до укрупнення і розширення сфер і масштабів діяльності так само природно, як бажання будь-якого живого організму вижити.

Розширюючи свої можливості, компанії створюють стратегії диверсифікації і реструктуризації. З цієї точки зору, угоди щодо корпоративного контролю:

1) є природною реакцією корпорацій на мінливі світові ринки;

2) необхідні компаніям для постійної адаптації до умов мінливої економіки.

Компанії, які зробили ставку на експансію і / або диверсифікацію, неминуче зіткнулися з питанням, яким саме способом завойовувати нові ринки. З двох альтернатив: розвивати власне виробництво або купити / злитися з уже діючим підприємством — багато компаній пішли по другому шляху. Однак переваги у швидкості виходу на ринок і придбання ноу-хау в конкретній області (на конкретному ринку) доповнюються численними ризиками, пов'язаними з даною альтернативою. Тому при проведенні подібних угод необхідно звертати особливу увагу на оцінку потенційних вигод, які може отримати компанія-ініціатор у разі вдалого її проведення.

Необхідно відзначити, що для українського ділового співтовариства, а також з точки зору правового регулювання як процес придбання контролю над компанією, так і процес реорганізації компанії є новим явищем. Весь період існування української держави ознаменований низкою подій, які за своєю правовою суттю належать саме до процесів злиття і поглинань, дружніх, ворожих, конгломератних, горизонтальних, вертикальних. Найбільш яскравими прикладами злиття і поглинань служать історії

формування відомих фінансово-промислових груп: СКМ, Приват та інших. Останній час ознаменований активізацією процесів злиття та поглинання на банківському ринку, на ринку страхових послуг, а також на ринку нерухомості.

Для подальшого аналізу вважаємо за необхідне розглянути ринки злиття-поглинання розвинених країн і країн з транзитивною економікою, до яких входить і Україна, що на наш погляд, допоможе визначити основні тенденції та причини активізації процесів на ринку M & A, і доведе необхідність й актуальність питань необхідності оцінки ефективності злиттів-поглинань, знаходження оптимального методу оцінки і, відповідно, факторів вартості, компаній, що вступають у процес злиття-поглинання як до, так і після завершення цього процесу.

### 4.1.2. Аналіз стану основних тенденцій ринку злиттів-поглинань світу та країн з транзитивною економікою на прикладі України

У даний час ринок злиттів-поглинань — це потужний інструмент перерозподілу капіталу та власності, операції на якому складають трильйони доларів США та нараховують мільйони угод, що підтверджує актуальність розгляду цього ринку. Обсяг світового ринку злиттів-поглинань неухильно збільшувався до 2007 року: з 1,5 трлн. дол. США у 2004 році до 3,7 трлн. дол. США у 2007 році. Світова фінансова криза негативно вплинула на процеси злиттів і поглинань. Загальний обсяг світового ринку M & A у 2008 та 2009 роках склав 2,4 та 1,7 трлн. дол. США відповідно. До такого зниження призвів вплив низки факторів: крах на фондових біржах розвинених держав, складність з фінансуванням за рахунок власних і позикових коштів, скорочення прибутків корпорацій і, як наслідок, зменшення їх інвестиційних ресурсів. Але, незважаючи на тривалу фінансову кризу, обсяг світового ринку злиттів-поглинань поступово

зростає. Так у 2010 - 2012 роках він склав 2,1 трлн., 2,2 і 2,3 трлн. дол. США відповідно. Динаміка зміни кількості угод зі злиття-поглинання повторює вартісну, тобто спостерігається значний провал у кризові роки та поступове зростання в посткризовий період. При цьому, якщо проаналізувати динаміку обсягу та кількості ринку за останні 2012 та першу половину 2013 роки, то стає явною від'ємна тенденція, яка близька до показників кризи 2008-2009 рр., що замінюють зростання та становлення ринку M&A, які спостерігались у 2010-2011 рр. (рис. 4.3). Це є свідченням продовження впливу кризи 2009 року, насичення ринку та вибором стратегії очікування як інвесторами, так і продавцями.

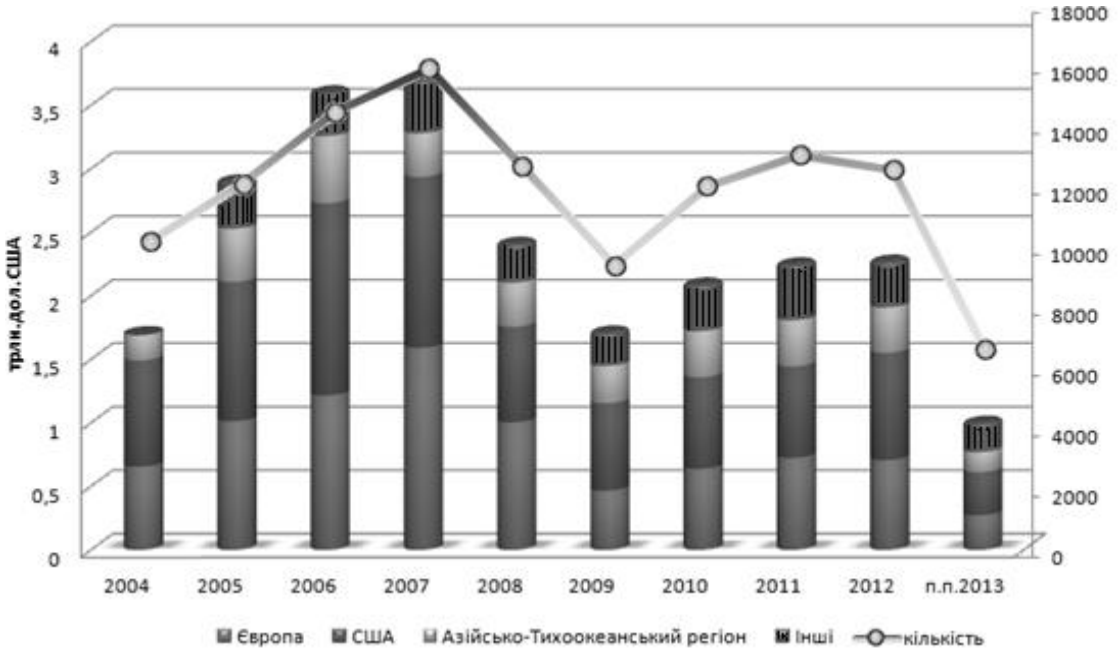



Рис.4.3. Динаміка світового ринку злиття-поглинання за 2004-2013 рр.

Якщо виділяти лідерів світового ринку злиття-поглинання, то за вартісною структурою, як і за кількістю здійснених операцій, найбільшу питому вагу займає незмінний лідер США, друге місце займають ринки західно-європейських країн. В останні роки спостерігається тенденція до збільшення питомої ваги Азійсько-Тихоокенського регіону, у країнах БРІК - чотирьох країнах, що швидко розвиваються: Бразилія, Росія, Індія та Китай (рис. 4. 4).

На думку компаній з високою капіталізацією, найбільш інвестиційно привабливими, крім БРІК, надалі стануть Австралія, Малайзія, Мексика й Аргентина. Цей тренд обумовлений кризою єврозони та зміною спрямованості інвестиційної стратегії країн, які накопичили великі резерви, наприклад КНР, тобто її переорієнтацію з державних і приватних боргових інструментів на матеріальні активи, наприклад: інфраструктурні об'єкти та корисні копалини.

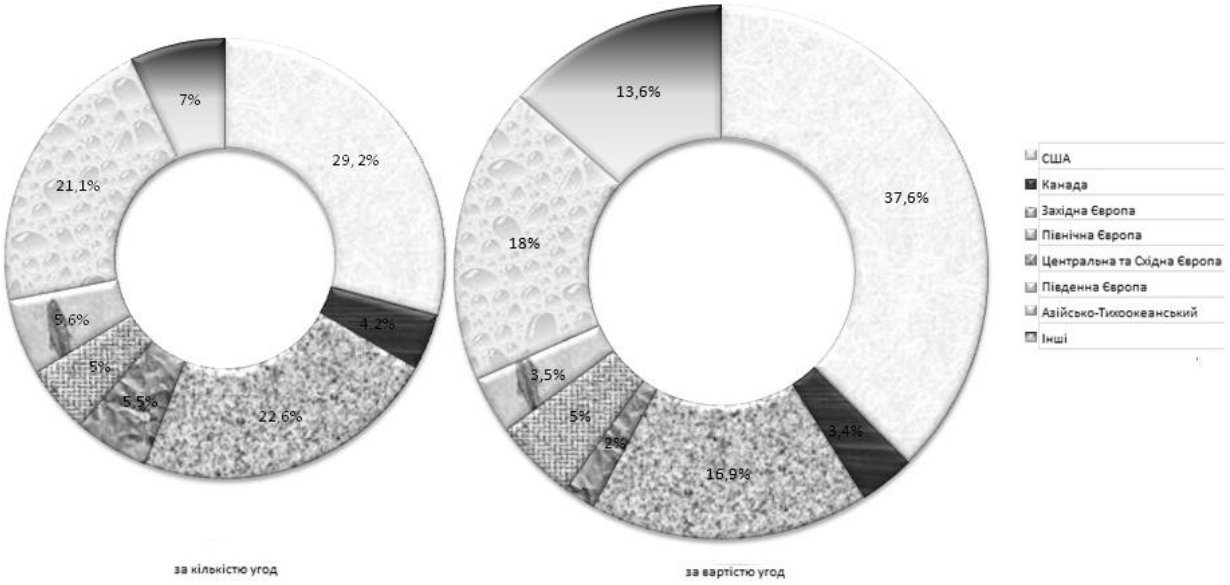



Рис. 4.4. Регіональний поділ світового ринку M & A за вартістю та кількістю угод

Існують регіональні та галузеві особливості функціонування ринку M & A з перевагою фінансового, енергетичного, промислового й телекомунікаційного секторів у США і Європі і енергетичного та ГМК в Азіатсько-Тихоокеанському регіоні та Росії (рис.4. 5 та рис.4. 6).

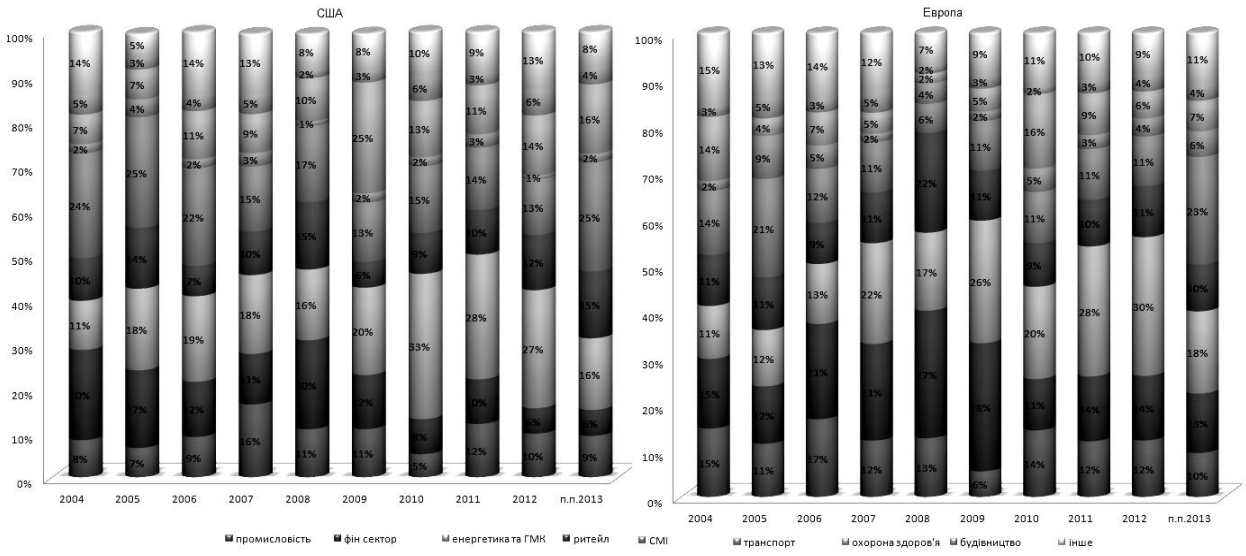



Рис. 4.5. Динаміка зміни галузевої структу риринку M&A США та Європи

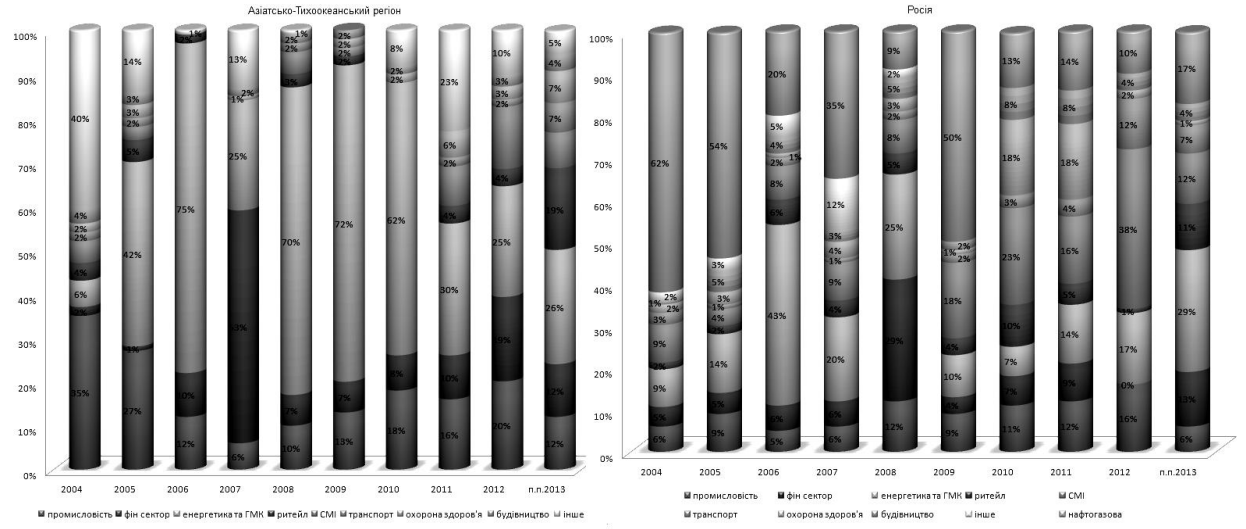



Рис. 4.6. Динаміка зміни галузевої структури ринку M&A Росії та Азіатсько-Тихоокеанського регіону

В останні роки спостерігається тенденція до зміни лідерів серед галузей за вартістю угод у бік телекомунікаційного, енергетичного секторів, а також сектора охорони здоров'я. На європейському ринку в посткризовий період помітно пожвавився споживчий сектор. Яскравим представником Тихоокенського регіону є Китай, який на ряду з розвиненими, потужними економіками США і Європи з кожним роком демонструє все більше зростання й активність, теж можна сказати і про ринок злиттів - поглинань. На відміну від США і Європи ринок злиттів у Китаї в кризові роки у вартісному вираженні

зменшився не значно, усього на 6900 млн. дол. США у 2009 році, а вже в першій половині 2010 року вартість проведених операцій склала 21200 млн. дол. США, що становить 78% обсягу ринку за попередній період. Це обумовлено тим, що темпи економічного зростання в країнах, що розвиваються, порівняно з розвиненими державами, у 2008 році ще залишалися на досить високому рівні, багато в чому завдяки менш тісному зв'язку їх фінансових систем з банківськими системами США і Європи, а також через досить сприятливу кон'юнктуру на світовому ринку сировинних товарів.

Варто зауважити, що різняться також і обсяги угод. Так, у США та Європі переважають угоди з вартістю понад 501 млн. дол. США, а в країнах, що розвиваються, їх вартість не перевищує 15-100 млн. дол. США, тобто значно нижче ніж у США і Європі. А ось кількість угод у посткризовий період різко скоротилася у світі в цілому.

Якщо проаналізувати динаміку зміни на світовому ринку методів фінансування угод M & A, то необхідно відмітити тенденцію до збільшення «оплати» злиттів і поглинань за допомогою позикового фінансування, а ось фінансування з використанням власного або акціонерного капіталу, як і змішане фінансування, відходить на другий план (рис. 4. 7).

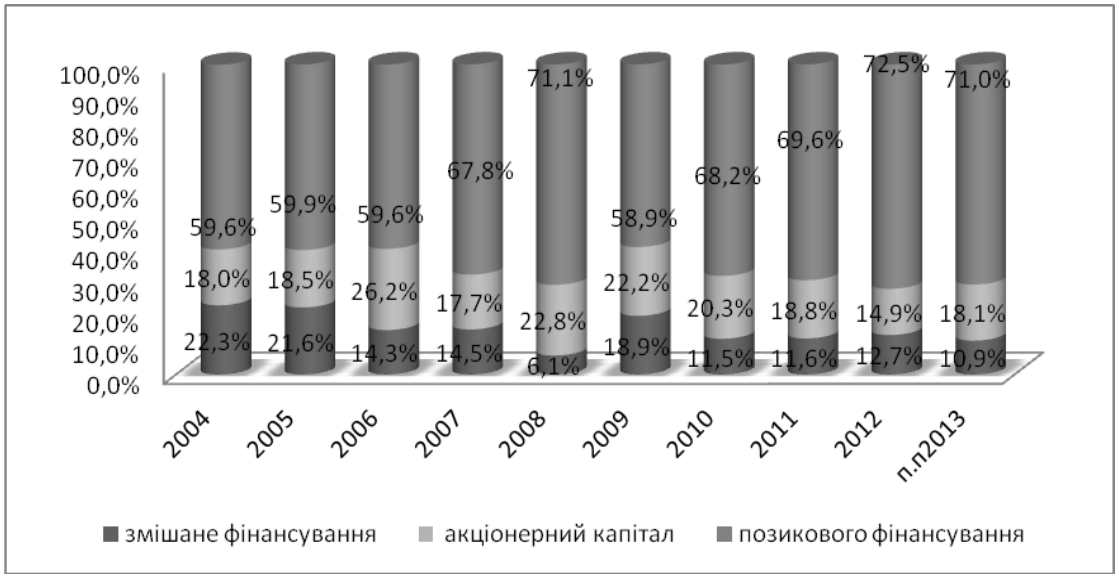



Рис. 4. 7. Динаміка зміни методів фінансування угод M & A у світі

Таким чином, кажучи про головні тенденції світового ринку злиттів і поглинань відмітимо появу досить вираженого процесу переходу від диверсифікованих інвестицій до більш концентрованої політики вибору найбільш привабливих інвестиційних об'єктів.

По суті, це позитивний процес, оскільки показує, що інвестори поступово переходять від невпевнених спроб піти від кризи шляхом розкидання активів по ринку, до обережного й обґрунтованого вибору бізнес-об'єктів для довгострокових інвестицій.

Типовим прикладом такої угоди можна навести придбання на суму у 2,9 млрд. євро групою інвесторів у складі таких найбільших гравців інвестиційного ринку EMEA, як Abu Dhabi Investment Authority, British ColumbiaInvestment Management, Macquarie і Meag Munich Ergo Asset Management, частини німецького гіганта Open Grid Europe GmbH, контролюючого більше 12 000 км європейської газотранспортної магістралі [15].

Угоди злиття-поглинання мають величезний вплив як на світове господарство, так і на країни з транзитивною економікою. Укрупнення бізнесу робить його більш впливовим, менш підвладним регулюванню й контролю з боку як національних урядів, так і міжнародних економічних і фінансових організацій.

Необхідно відмітити, що перехідна (транзитивна) економіка проміжний стан економіки в результаті соціально-економічних перетворень. Суть перехідності полягає в перетворенні соціалістичної планової економіки в капіталістичну ринкову. На стику старої й нової економічних систем і утворюється перехідна епоха, яка характеризує перетворенням усієї системи суспільних відносин, включаючи, перш за все, відносини власності. Економіка перехідного періоду має низку специфічних характеристик, які відрізняють її від економіки, що перебуває у відносно стаціонарному стані й розвивається на власній основі. По-перше, перехідна економіка характеризується нестійкістю розвитку. По-друге, є альтернативність розвитку. Економічні реформи спрямовані на досягнення певного очікуваного результату.

Однак ці реформи можуть і не виправдати очікувань. По-третє, особливий характер протиріч. В умовах перехідної економіки економічні протиріччя являють собою протиріччя розвитку (між новими і старими елементами виробничих відносин), а не протиріччя функціонування (всередині кожного виробничого відношення). По-четверте, історичність, тобто минущий характер перехідної економіки, яка змінюється періодом зрілого розвитку економічної системи. Тривалість перетворень у перехідній економіці пояснюється як складністю проходження процесів, так і інерційністю колишньої системи господарювання (неможливістю швидко змінити технологічний базис і структуру народного господарства, створити нові економічні інститути, навчити кадри).

Так, у Росії та в Україні процеси злиття банків і промислових підприємств почалися ще на початку і в середині 90-х років (формування офіційних і неофіційних фінансово-промислових груп). У результаті зміни макроекономічних умов протягом декількох років з'явилися рентабельні підприємства з досить великими потоками вільних грошових коштів. У той же час вони стикаються з об'єктивними обмеженнями для подальшого зростання за рахунок вимушеної взаємодії з неплатоспроможними споживачами продукції, постачальниками, що завищують вартість сировини, конкурентами з тієї ж галузі. Формуються міжгалузеві технологічні ланцюжки, призначені для більш ефективного управління активами. Цілі — отримання синергетичного ефекту за рахунок економії «на масштабі», зниження витрат на управління, фінансування, маркетинг; удосконалення технологічних ланцюжків; збільшення частки ринку.

Однак спочатку специфікою російських та українських злиттів і поглинань було те, що вони практично не торкатися організованого фондового ринку, і ринкова ціна акцій на вторинному ринку не мала істотного значення. Кілька найбільших російських «блакитних фішок», що котируються на фондових біржах і в РТС з відносно ліквідним ринком, найменшою мірою могли стати об'єктом

поглинання, навіть якщо їх ринкова вартість істотно занижена порівняно з потенційною. На відміну від традиційних форм злиттів і поглинань з досить високою часткою добровільних, «дружніх» злиттів, тут вони практично завжди носять жорсткий, вимушений характер. Одна з основних проблем злиттів і поглинань у країнах з транзитивною економікою — практично поголовна ідентичність менеджерів підприємств та їх власників.

Галузева структура ринку М & А Росії істотно відрізняється від структури США та Європи. У докризовий період явним лідером за вартістю проведених угод був нафтогазовий сектор, а за кількістю - фінансовий, харчової промисловості, нафтогазовий і споживчий. У посткризовий період основними галузями М & А є електроенергетика та ГМК, телекомунікаційна галузь і харчова промисловість (рис. 4. 6).

Трансформації, що відбуваються з українськими компаніями, мають специфіку триваючого перерозподілу власності і ринків між холдингами, які з'явилися в ході першої хвилі приватизації та є конгломератами різнопрофільних активів, придбання яких носило необдуманий стихійний характер і вело до появи численних галузевих ризиків. Збільшення операцій по злиттю-поглинанню в Україні сьогодні є спробою побудувати ефективно працюючий бізнес.

Варто зауважити, що даний ринок в Україні знаходиться на початковій стадії свого розвитку. Підтвердженням цього служить, на відміну від розвинених країн, відсутність відповідних законодавчо закріплених процедур реалізації можливих трансформацій, а поняття «поглинання підприємств» в українському законодавстві відсутнє і, відповідно, ніяк не регулюється. У зв'язку з цим виникає ще більш серйозна проблема — недостатній рівень захисту прав акціонерів від несподіваного і недружнього захоплення компанії.

У більшості М & А угод в Україні не є ні злиттям, ні поглинанням, у загальноприйнятому в усьому світі розумінні даних угод. Причиною цього є низка економічних, політичних і соціальних

факторів, у першу чергу нерозвиненість українського фондового ринку, а це означає складність визначення ринкової ціни акцій. Значно ускладнюють процес розвитку ринку злиття-поглинання в Україні ряд правових аспектів, відсутність відповідної нормативної бази, недостатня прозорість структури власності компаній і неготовність власників компаній до повної прозорості своїх намірів і діяльності, політична нестабільність та інші чинники.

В Україні злиття-поглинання відбувається в основному за участю і за ініціативою обмеженого кола великих компаній і носить характер поглинань (недружнього захоплення), а не злиттів, які не передбачають таких складних видів трансформацій, як рекомбінація, перетворення або викупи борговим фінансуванням (LBO). Більше того, реалізація таких процедур невигідна, оскільки придбання корпоративних прав, як спосіб приведення в життя цілей компанії щодо її розвитку, більш проста з точки зору правових питань і вигідна з економічної сторони.

Необхідно відзначити недостатній розвиток вітчизняного фондового ринку, відсутність чітких вимог до здійснення поглинань (недружніх придбань) і відповідних нормативних актів. А, відповідно, бажання підприємців створювати свої компанії у формі товариств з обмеженою відповідальністю та приватних компаній з метою зменшення загрози поглинання та захисту прав власності або акцій у статутному капіталі.

Не надає впевненості і бажання інвестувати в українські активи нестабільність політичної ситуації в країні. Ураховуючи той факт, що більшість трансакцій в Україні відбуваються за рахунок придбання іноземними компаніями українських підприємств, інвестор, який має намір зайти на відповідний український ринок, неодмінно звертає увагу на політичну ситуацію в країні, оскільки саме політична стабільність у державі є запорукою прогнозованої реалізації намічених цілей. В умовах коли політичні групи в Україні змінюють одна одну, дуже важко передбачити, чи буде прихід того чи іншого

іноземного інвестора відповідати інтересам правлячої політичної команди. Можливі також випадки, коли компанія-продавець, маючи істотну підтримку в політичних колах, намагається чинити вплив на іноземного інвестора за рахунок неформальних факторів, таких як тиск на органи влади, від яких залежить видача відповідних дозволів для завершення транзакції.

У сучасних конкурентних умовах випадки, коли здійсненню трансакції створюються перешкоди з боку держави, є неприйнятними. Перш за все вони створюють негативний імідж країни як потенційного об'єкта капіталовкладень, а також стримують розвиток ринку M & A-угод, оскільки навіть за умови належного виконання відповідних вимог, передбачених українським законодавством, позитивне завершення таких угод не є гарантованим.

В Україні за останні роки спостерігається тенденція до збільшення кількості угод зі злиття-поглинання. Активізація M & A в Україні є логічним продовженням поліпшення ситуації у світі. Найбільша кількість злиттів і поглинань спостерігається в енергетичному секторі. Слідом ідуть банківський бізнес і гірничодобувна галузь, на які в країнах, що розвиваються довелося близько 17% ринку. У 2012 році кількість угод зросла до 150. Однак обсяг українського ринку злиття-поглинання у посткризовий період істотно не змінюється (рис. 4. 8).

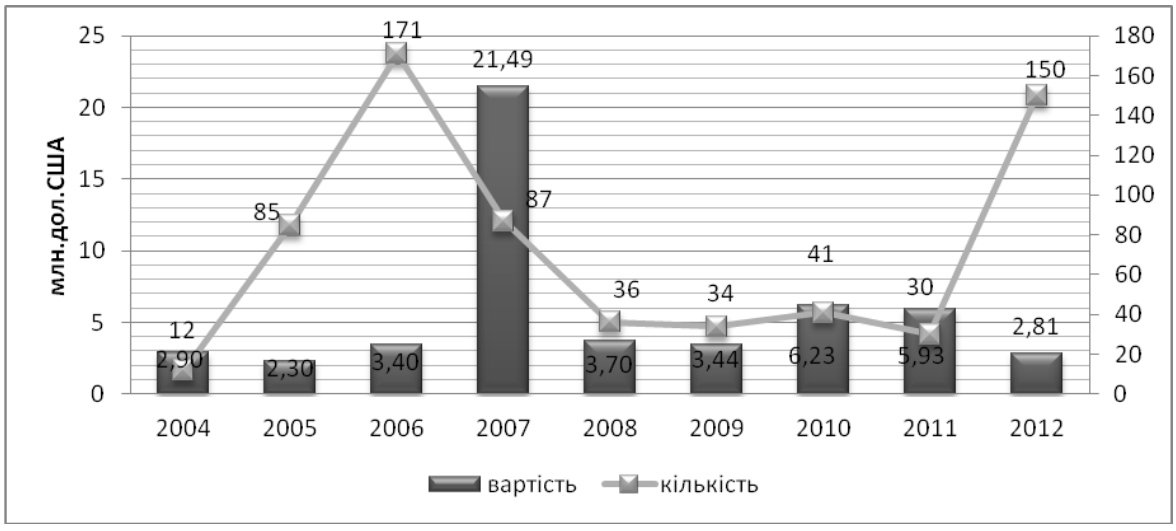


Рис.4.8. Динаміка зміни угод M & A в період 2004-2012 рр. в Україні

Необхідно відзначити, що українські компанії беруть участь на ринку M & A частіше як придбані компанії.

Якщо говорити про те, які угоди переважають на українському ринку зовнішні або внутрішні, то з упевненістю можна сказати, що однозначно внутрішні, причому основними покупцями є великі вітчизняні холдинги, зокрема група System Capital Management. Крім внутрішніх причин, пов'язаних з відсутністю боргового фінансування та падінням платоспроможного попиту в Україні, ця тенденція визначається низкою глобальних чинників:

• Вкрай низький інтерес інвесторів до ризику. Інвестиції в Україну
розглядаються інвесторами як одні з найбільш ризикованих і, відповідно,
зводяться до мінімуму.

• Світова економіка знаходиться в активній стадії зменшення боргового навантаження на акціонерний капітал (delevereging), що відповідно зменшує розміри вільного інвестиційного капіталу, особливо в ринки, що розвиваються, такі, як Україна.

• Інвестори, які розглядають інвестиційні можливості в Україні, віддають пріоритет компаніям у таких секторах, як виробництво продуктів харчування та роздрібна торгівля.

У цілому у 2009 році держава була змушена заміщувати приватний капітал у сегменті M & A, у венчурних і санаційних угодах. Нікуди не подівся продаж «проблемних активів» за ціною, нижчою від ринкової. Проявився тренд скупки активів, не запланованих бізнес-стратегіями компаній.

Спостерігається зацікавленість компаніями агропромислового комплексу як об’єкта поглинання. Так, за останні роки були завершені злиття Агрохолдингу «Авангард» (Івано-Франківська обл., Україна) і сільськогосподарської компанії «Ukrlandfarming» (Кіпр),

Агрохолдингу Sintal Agriculture (Харків, Україна) і сільськогосподарської компанії «Агріка» (Херсонська обл., Україна), що входить до складу інвестиційного портфеля Фонду прямих інвестицій Icon Private Equity (Росія). Фонд державного майна України (ФДМУ) оголосив про продаж 16 листопада 2011 на фондовій біржі «Іннекс» (Київ, Україна) 43,7% акцій ПАТ «Цар Хліб» (Севастополь, Україна), що входить до «Холдингову компанію (ХК) Хлібні інвестиції ». Усього до продажу було запропоновано 52,4 млн. акцій номіналом 0,25 грн.

Активність і зацікавленість проявляють і найближчі сусіди — російські корпоративні структури. Так, у 2010 році можна було спостерігати цілий ряд операцій з придбання українських активів російськими бізнесменами в різних галузях економіки. Так, показовими, на наш погляд, є придбання «ВЕБ» корпорації «Індустріальний союз Донбасу» за 1 млрд. дол. США, «Запоріжсталь» — за різними оцінками від 0,85 до 1,7 млрд. дол. США., а також завершення злиття Московської міжбанківської валютної біржі та Української біржі ПФТС, ціна операції 10 млн. дол. США [16].

Провівши аналіз галузевої структури ринку злиття - поглинання в Україні, варто зауважити, що в останні роки компанії галузі важкої промисловості та фінансової сфери поступаються галузям енергетики та ГМК і АПК як за вартістю, так і за кількістю угод (рис. 4. 9).

Володіння енергетичними ресурсами найближчим часом і в перспективі буде визначати розподіл сил у світі і дозволить диктувати свої правила. В Україні також розуміють світові тенденції і до участі у володінні та розподілі енергетичних ресурсів долучаються компанії, які намагаються перехопити контроль над вітчизняними розподільчими мережами. У свою чергу уряд бачить приватизацію енергетичної галузі як один із вигідних шляхів поповнення бюджету

необхідними коштами.

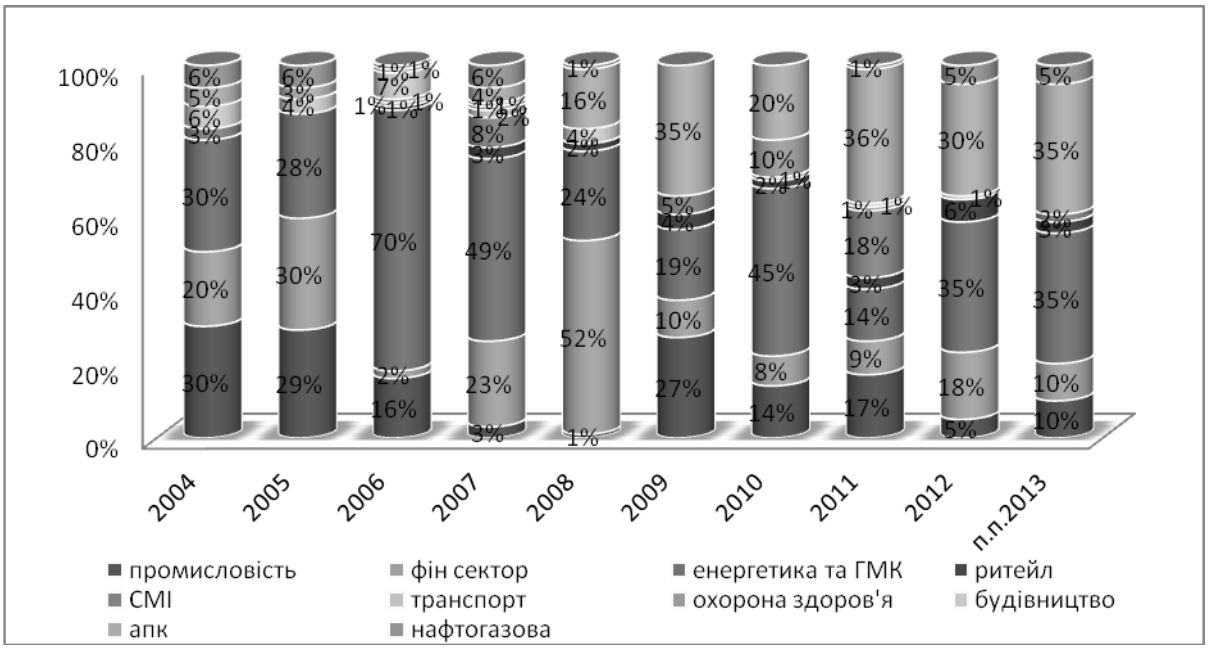



Рис. 4.9. Галузева структура ринку M&A в Україні за 2004-2013р.р. за вартістю проведених угод

Так, Кабінет Міністрів України затвердив перелік енергетичних компаній, які були приватизовані у 2011-2012 роках. На приватизаційний конкурс були виставлені 25% акцій ВАТ «Дніпроенерго» (Запоріжжя, Україна), 45,1% акцій ВАТ «Західенерго» (Львів, Україна), 25% акцій ВАТ «Київенерго» (Київ, Україна), 45% акцій ВАТ « Крименерго» (АР Крим), 50% акцій ВАТ «Вінницяенерго» (Вінниця, Україна), 50% акцій ВАТ «Закарпаттяобленерго» (Закарпатська область, Україна), 40% акцій ВАТ «Донецькобленерго» (Донецьк, Україна), 25,99 % акцій ВАТ «Тернопільобленерго» (Тернопіль, Україна), 45% акцій ВАТ «Чернівціобленерго» (Чернівці, Україна) і 45% акцій ВАТ «Черкасиобленерго» (Черкаси, Україна). Енергетичний холдинг ДТЕК (Київ, Україна) заявив про намір брати участь у конкурсах з приватизації ВАТ «Дніпроенерго», ВАТ «Західенерго», ВАТ «Київенерго» і ВАТ «Донецькобленерго» [17]. Вважаємо, що «військові дії» в цьому секторі найближчим часом будуть тільки наростати в силу зростаючої привабливості цих об'єктів

Не відстає за обсягами угод злиття-поглинання гірничо-металургійний комплекс України. Процеси реорганізації, що відбуваються в цих олігархічних угрупуваннях, укладаються в стратегію побудови вертикально інтегрованих холдингів, які мають замкнутий технологічний ланцюжок. Показовою в цьому сенсі є компанія System Capital Management (SCM), що створила холдинг «Метінвест», до складу якого увійшли як гірничодобувні підприємства, так і підприємства, що обслуговують цей процес - ВАТ ППП «Кривбасвибухпром», машинобудівні та ремонтні підприємства - ВАТ «КЗГО», ВАТ «КЦРЗ». Одночасно до складу компанії SCM входять металургійні підприємства «Азовсталь» і «Єнакіївський металургійний завод».

Ураховуючи вищенаведене можна відзначити, що в Україні М & А-угоди в класичному (чистому) вигляді відсутні. Проте ми частіше спостерігаємо не складний процес укладання та реалізації М & А-угод, а просту зміну власника, яка формально не вважається злиттям або поглинанням і називається субсидіарним злиттям. Такий вид злиття передбачає юридичне підпорядкування компанії-об'єкта покупцеві.

Проаналізувавши основні показники вітчизняного ринку М & А і сучасну ситуацію на ньому, можна визначити основні риси ринку М & А в країнах з транзитивною економікою:

1. Переважання горизонтальних угод на сучасному етапі проти вертикальних злиттів на початковому. Це означає, що в більшості галузей повним ходом йде укрупнення бізнесу. У першу чергу, дана тенденція стосується нафтогазової та металургійної галузей, які, мабуть, ще довго залишаться лідерами на ринку М & А.

2. Останнім часом відбуваються конгломеративні злиття. Наприклад, гірничодобувна компанія «Мечел» у Росії та «СКМ» в Україні в даний час складається з декількох практично рівних за розміром бізнесів: вугільного, сталеливарного і металургійного.

3. Негативною структурною особливістю ринку M & A є те, що технологічні галузі, такі як машинобудування, електроніка, інформаційні технології, істотно відстають від лідерів у цій галузі, що зайвий раз свідчить про орієнтацію російської економіки на виробництво сировини.

4. Яскраво виражена сировинна орієнтація економіки відбивається і на сумі операцій M & A. Фінансові можливості нафтовиків і металургів привели до їх абсолютного лідерства за даним показником.

5. Такий цивілізований тип угод, як LBO чи MBO залишається досить рідкісним явищем, що свідчить про недостатню роль менеджерів на ринку M&A.

6. Злиття стали набувати більшою мірою стратегічного характеру, мають більш цивілізовані форми, що, безумовно, є позитивною тенденцією. Наслідком цього стає зростання кількості регіональних і міжнародних угод, зниження числа ворожих захоплень.

7. Міжнародні та внутрішні ринки капіталу відіграють усе більшу роль у фінансуванні придбань. Розширилися можливості залучення капіталу шляхом випуску акцій та облігацій. Помітним джерелом фінансових ресурсів стали публічні розміщення акцій.

Глобальні тенденції вказують на те, що вітчизняні компанії будуть все більш активно залучені в процеси злиттів і поглинань компаній і опиняться перед необхідністю вдосконалювати свої підходи до злиттів-поглинань і продажу активів. Основною причиною цього є те, що великих привабливих активів, які можна отримати за ціною, значно нижчою від ринкової, в Україні, як і в Росії практично не залишилося. Тому кожне нове поглинання вимагає все більше ресурсів, внаслідок чого вони будуть більш ретельно плануватися й обґрунтовуватися, що у свою чергу, потребує більш ретельного підходу до оцінки вартості компаній у процесі злиттів-поглинань.

### 4.1.3. Основні теоретичні та методологічні підходи до оцінки вартості компаній у процесі злиття - поглинання

Оцінка вартості являє собою певний процес моделювання майбутніх грошових потоків та прийняття рішень про способи і методи оцінки цих потоків. Об'єктом оцінки є розрахунок вартості компанії-цілі як цілісного діючого бізнесу, системи, яка на ринку цілком може бути реалізована як весь комплекс, так і окремими підсистемами або навіть елементами. Фактично товаром можна назвати навіть не весь бізнес, як такий, а окремі складові цього єдиного цілого. При цьому метою є виділення тих елементів, які, як очікується, будуть виробляти грошові потоки, які покупцеві потрібно оцінити, щоб визначити вартість компанії в цілому. Відповідно вартість бізнесу є віддзеркаленням результатів його діяльності, а оцінка вартості передбачає оцінку мажоритарного й міноритарного пакета акцій підприємства, оцінку майнового комплексу (активів компанії) - будівель, споруд, мереж, комунікацій, земельних ділянок, транспортних засобів і устаткування, а також фінансових потоків підприємства. Не менш важливими є також персонал з його напрацьованими знаннями і досвідом, клієнтська база, мережі постачальників та споживачів.

Не знаючи вартості, досить складно робити обґрунтовані рішення щодо продажу або купівлі прав власника. Оцінка вартості компаній до і після злиття - поглинання є одним з основних елементів власне стратегії злиття і поглинань з двох причин. По-перше, оцінка вартості перспективних для злиття компаній є ключовим фактором оцінки економічної доцільності злиття або поглинання. По-друге, оцінка різних показників компаній після здійснення злиття дозволяє проаналізувати чинники, що вплинули на успіх чи невдачу злиття, і зробити висновки для подальшого здійснення фінансової стратегії.

Методологія оцінки вартості конкретного об'єкта залежить від виду вартості, що необхідно визначити в рамках того чи іншого завдання. Відповідно до стандартів оцінки існують такі види вартості - ринкова і відмінні від ринкової вартості, а саме: балансова; у ситуації поглинання компанією інших фірм і при проведенні реструктуризації часто визначається вартість компанії при реструктуризації; ліквідаційна вартість - вартість компанії, за яку вона може бути реалізована в разі банкрутства; уявлення про вартість майна для конкретного інвестора з урахуванням запланованих їм капіталовкладень і очікуваних вигод від використання майна в майбутньому відображає інвестиційна вартість; сукупна вартість (вид спеціальної вартості) відображає наявність в активу властивостей, які роблять його особливо привабливим для конкретного покупця [18].

При цьому під ринковою вартістю, як базовою і найбільш поширеною формою прояву категорії вартість розуміють «найбільш імовірну ціну, за якою об'єкт оцінки може бути відчужений на відкритому ринку в умовах конкуренції, коли сторони угоди діють розумно, маючи всю необхідну інформацію, а на величині ціни угоди не відбиваються які-небудь надзвичайні обставини». В економічній літературі синонімами ринкової вартості також виступають поняття фундаментальна і внутрішня вартість.

Аналіз економічної літератури дає можливість сформувати визначення фундаментальної вартості, як розрахункової величини акціонерного капіталу, заснованої на аналізі всіх фундаментальних фактів, які відображають суть бізнесу без урахування «надлишків» таких як гудвіл, базується на знаннях та обліку його фінансового та економічного стану, а також перспектив одержання прибутку та чистого доходу.

Деякі економісти вказують на взаємний зв'язок між вартістю акцій компанії і її ринковою капіталізацією. Відомий інвестор і вчений Дж.Сорос позначив взаємний зв'язок між рівнем цін акцій компанії і її фундаментальними економічними характеристиками,

вираженими через прибуток, поняттям рефлексивності [19]. Позитивна оцінка компанії фондовим ринком (високий показник P / E) згідно з теорією рефлексивності Сороса веде до підвищення прибутковості компанії. На доказ цієї ідеї Сорос наводить приклад, пов'язаний з ринком злиттів - поглинань. Так, у кінці 60-х рр. у США акції високотехнологічних оборонних компаній були переоцінені інвесторами. Даний факт дозволив цим компаніям поглинути кілька інших компаній з більш низьким P / E шляхом конвертації власних акцій у рамках додаткових емісій. У результаті цього прибуток на акцію головної компанії (у якої був вищий P / E) зросла.

Математично взаємозв'язок між ринковою капіталізацією та фундаментальною внутрішньою ринковою вартістю можна позначити таким чином:

$$MC = f(FV); \quad FV = g(MC), \tag{4.1}$$

де MC – ринкова капіталізація компанії;

FV – фундаментальна внутрішня ринкова вартість акцій компанії.

Ринкова вартість консолідованих компаній або активів у рамках злиття - поглинання виступає як величина, що не залежить від самої угоди злиття або поглинання та її фінансових умов. У рамках злиття й поглинання для оцінки ефективності угоди необхідно також визначення ринкової вартості консолідованої компанії.

Консолідована компанія – компанія, утворена в результаті реалізації угоди злиття, що діє як єдиний або сукупність контрольованих суб'єктів.

Виходячи з мотивації учасників угод злиттів–поглинань, реалізувати можливі синергетичні ефекти і збільшити вартість компанії в рамках оцінки вартості компанії. Також може виникати потреба в оцінці інвестиційної вартості, яка повинна бути більшою від ринкової вартості, що можливо в тому числі і за рахунок появи

синергії між даною компанією та іншими бізнес-активами даного інвестора. Інвестиційна вартість компанії в даному випадку враховує вартість синергитичного ефекту для компанії, яка ініціює операцію.

Взаємозв'язок обґрунтованої ринкової (РВ) та інвестиційної (ІВ) вартостей, які можуть виступати як об'єкти оцінки при злиттях - поглинаннях, можна показати такими залежностями:

РВ (А) + РВ (Б) + ІВ (синергії АБ) = РВ (АБ);

РВ (А) + ІВ (Б для А) = РВ (АБ);

РВ (Б) + ІВ (А для Б) = РВ (АБ);

ІВ (А для Б) = РВ (А) + ІВ (ефекту синергії між А і Б)

Взаємозв'язок між різними видами вартості на прикладі об’єднання компанії А і компанії Б (шляхом злиття-поглинання) можна продемонструвати таким рисунком:

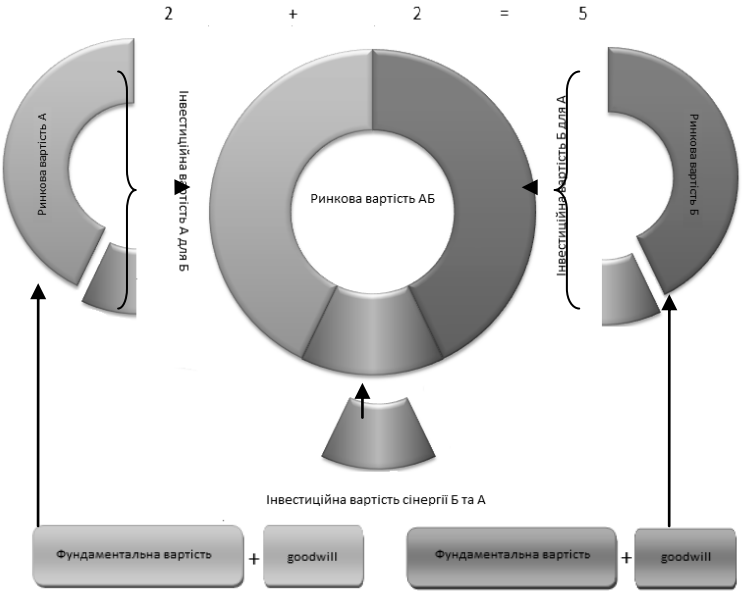



Рис. 4.10. Взаємозв'язок видів вартості в операціях злиття  поглинання

Таким чином, основною ознакою вибору адекватного виду вартості бізнесу у випадку проведення оцінки вартості публічних акціонерних компаній на ринку злиття-поглинання, на думку автора, є джерело формування доходу. Тому вважаємо за необхідне виділити

ті види вартості, що найбільше фіксують джерела формування доходу: обґрунтовану ринкову вартість, інвестиційну вартість, фундаментальну (внутрішню) вартість.

Актуальність питань аналізу методів оцінки підприємств у цілях злиття і поглинання була підтверджена вище. Для оцінки ефективності операцій злиттів - поглинань використовуються різні підходи, в основу яких покладені різні критерії. Так Р. Брейлі та С. Майерс як критерій ефективності угод М & А використовують вигоди, якй вимірюються показником чистої приведеної вартості (NPV) [20], П. Гохан називає даний ефект ефектом чистої вартості поглинання (NAV). А. Г. Грязнова, М. А. Федотова пропонують розраховувати чисту поточну вартість ефекту реструктурування [21].

У теорії і практиці оцінки бізнесу традиційно існує класифікація підходів до оцінки бізнесу за використаними вихідними даними: ринковий підхід (порівняння даного підприємства з аналогічними вже проданими капіталовкладеннями), прибутковий підхід (заснований на перерахунку очікуваних доходів), витратний підхід (заснований безпосередньо на обчисленні вартості активів підприємства за вирахуванням зобов'язань). Кожен із перерахованих підходів має свої методи. Розглянемо зміст, оптимальну сферу та необхідні умови застосування, переваги та недоліки кожного підходу і відповідних їм методів.

Особливістю ринкового підходу до оцінки власності є орієнтація підсумкової величини вартості, з одного боку, на ринкові ціни купівлі-продажу акцій, що належать подібним компаніям, з іншого боку, на фактично досягнуті фінансові результати. Найбільш вірогідною ціною вартості бізнесу, що підлягає оцінці, може бути реальна ціна продажу подібної фірми, зафіксована ринком. Цей підхід передбачає використання трьох основних методів, вибір яких залежить від цілей, об'єкта і конкретних умов оцінки: метод минулих операцій, метод компанії-аналога, метод галузевих коефіцієнтів.

Технологія застосування методу компанії-аналога і методу операцій практично збігається, відмінність полягає тільки в типі початкової цінової інформації: або ціна 1 акції, що не дає ніяких елементів контролю, або ціна контрольного пакета, що включає премію за елементи контролю. Певну складність має ситуація, у якій об'єкт оцінки та достовірна вихідна інформація, що в оцінювача, не збігаються. Наприклад, треба оцінити контрольний пакет підприємства в умовах, коли цінова інформація по аналогах наведена тільки фактично проданими міноритарними пакетами. Отже, у даному випадку оцінювач повинен провести необхідне коригування і збільшити заздалегідь розраховану вартість на величину премії за контроль.

Метод галузевих коефіцієнтів поки не отримав достатнього поширення у вітчизняній практиці, оскільки відсутня необхідна інформація, накопичена за період досить тривалого спостереження в умовах відносно стабільного ринку.

Основною перевагою ринкового підходу є те, що оцінювач орієнтується на фактичні ціни купівлі-продажу подібних підприємств. У даному випадку ціна визначається ринком, оскільки оцінювач обмежується тільки коригуваннями, що забезпечують порівнянність аналога з об'єктом, що підлягає оцінці. При використанні інших підходів оцінювач визначає вартість підприємства на основі проведених розрахунків. Цей підхід базується на ретроінформації, отже, відображає фактично досягнуті підприємством результати виробничо-фінансової діяльності, тоді як дохідний підхід орієнтований на прогнози відносно майбутніх доходів. Іншою перевагою ринкового підходу є реальне віддзеркалення попиту і пропозиції на даний об'єкт інвестування, оскільки ціна фактично досконалої операції найбільш інтегрально враховує ситуацію на ринку.

Разом з тим ринковий підхід має низку істотних недоліків, що обмежують його використання в практиці оцінки:

• абсолютно ідентичних компаній не існує;

• не дозволяє виявити потенційні джерела синергії;

• неможливо застосувати даний підхід до непублічних компаній

.

Навіть якщо вартість аналога відома за фактом продажу, не можна сказати, які конкретно фактори її сформували, чи не було при цьому тиску або невідомих взаємних зобов'язань продавця й покупця. Використання закордонних аналогів обмежується різницею законодавства, застосовуваних технологій, якості оцінюваних об'єктів, іншим рівнем ризику вкладень, різницею загального економічного положення країн, практично виключаючи можливість забезпечення об'єктивності такого порівняння.

Витратний підхід базується на визначенні витрат, необхідних для відтворення або заміщення об'єкта оцінки, з урахуванням його зносу. Він базується на ринковій вартості реальних активів підприємства, але не враховує майбутні доходи бізнесу та ситуацію на ринку. Даний підхід використовується в основному при оцінці вартості підприємств, для яких складно достовірно спрогнозувати майбутні доходи за специфікою діяльності, а також для компаній, близьких до банкрутства. Методами даного підходу є метод чистих активів та метод ліквідаційної вартості.

У деяких випадках ефект синергії від злиття оцінюється на основі витратного підходу як збільшення вартості майнового комплексу в міру його комплектування створеними або набутими матеріальними та нематеріальними активами до виникнення здатності випускати рентабельну продукцію, що користується попитом. Синергетичний ефект у цьому випадку, на думку С. В. Валдайцева [22], виявляється в нарощуванні вартості активів. Даний підхід до оцінки ефекту синергії дозволяє врахувати тільки одну форму його прояву − операційну синергію. До того ж, як зазначає Є.С. Федорова, часто купується бізнес, а не набір активів, отже, витратний підхід має обмежене застосування, оскільки не

враховуються нематеріальні активи, властиві бізнесу в цілому і відсутні в кожного індивідуального активу [23]. Тому ефект синергії, оцінено на основі даного підходу, виявиться значно заниженим.

Основним способом оцінки з метою злиття - поглинання є дохідний підхід, який визначає вартість на основі оцінки дисконтованих грошових потоків, що генеруються компаніями, оскільки рішення про інтеграцію є стратегічним, орієнтованим на майбутнє. Він є єдиним методом, що дозволяє враховувати майбутні зміни грошових потоків підприємства. Доходний підхід найбільш об'єктивний та інформативний: у його основі лежить принцип очікування, згідно з яким будь-який актив, що був придбаний з метою отримання доходів, коштує стільки, скільки прибутку він принесе в майбутньому з урахуванням фактора часу. Основними методами дохідного підходу є метод прямої капіталізації доходу та метод дисконтування грошового потоку (ДГП). В основі цих методів лежить аналіз та оцінка чистого операційного доходу та коефіцієнта капіталізації або дисконтування. Вибір конкретного методу залежить від обсягу наявної ринкової інформації щодо очікуваних доходів від володіння (користування) майном, стабільності їх отримання, мети оцінки тощо.

Метод ДГП дозволяє найбільш точно оцінити кожне з джерел синергії і витрати на інтеграцію і ніякий інший метод не дозволяє оцінити синергію так докладно [23, С. 46 – 55].

Відповідно до методу дисконтування поточна вартість при сформульованих припущеннях визначається таким чином:

$$PV_n = \frac{CF_n}{(1+r)^n} = CF_n \times k_d \quad , \qquad (4.2)$$

де $k_d$ - коефіцієнт дисконтування;

$CF_n$ - дохід від проекту за конкретний рік;

n - термін проекту в роках.

Ключовим моментом у визначенні поточної вартості компанії є вибір ставки дисконтування. На сьогодні відсутня єдина точка зору

щодо того, який показник слід вибирати як цю ставку. Так, Грязнова А. Г. визначає ставку дисконту як «інструмент» перекладання майбутнього грошового потоку у вартість на даний момент. Ставка дисконтування є рівнем прибутковості, на який погодився б інвестор, приймаючи рішення про вкладення грошей у конкретний проект (компанію). Чим вищий рівень ризику, пов'язаний з даним проектом, тим більш високу норму прибутковості вимагає інвестор. У зв'язку із цим, розрахунок ставки дисконту полягає в оцінці ризиків, пов'язаних з вкладенням грошей у конкретний актив.

Для оцінки синергії необхідно виявити її джерело (наприклад, у результаті об'єднання компанії А і Б відбудеться збільшення обсягів продажів за рахунок розширення каналів збуту, зміни якості та асортименту продукції  тощо). На основі даної інформації можна визначити прогнозовані операційні грошові потоки об'єднаної компанії і, знаючи нову ставку дисконтування, розрахувати поточну вартість компанії з урахуванням синергії.

Як тільки величина синергії розрахована, головним питанням для переговорів є визначення фінальної запропонованої ціни і премії. Якщо поглинаюча компанія платить премію, еквівалентну величині синергії, усі переваги виникають в акціонерів компанії-цілі, і злиття буде мати нульову чисту приведену  інвестиційну вартість для акціонерів поглинаючої компанії.

Основними недоліками підходу є:

- необхідність прогнозування довгострокового потоку доходів;
- вплив факторів ризику на прогнозований потік;
- проблематичність збору даних про прибутковість аналогічних об'єктів.

На відміну від витратного та порівняльного підходів, точність показників прибутку, що прогнозуються, багато в чому залежить від суб'єктивних уявлень оцінювача. З усіх трьох підходів ступінь суб'єктивізму в дохідному підході найвищий.

Необхідно також зазначити, що в сучасних працях економістів подано велику кількість методів і моделей дисконтування в рамках дохідного підходу, привезених з-за кордону: моделі постійного зростання FCFE (вільного грошового потоку на акціонерний капітал) і FCFF (вільного грошового потоку фірми), двофазні моделі дисконтування дивідендів (two-stage dividend discount model), модель EBO (Edwards-Bell-Ohlson valuation model), модель економічної доданої вартості Б. Стюарта (EVA), модель ринкової доданої вартості (MVA), модель доданої вартості для акціонерів А. Раппопорта (ALCAR або SVA), модель грошового потоку - рентабельності інвестованого капіталу (CFROI або CVA), модель реальних опціонів.

Більшість перерахованих теоретичних моделей неможливо застосувати для оцінки українського підприємства. По-перше, в Україні немає розвиненого ринку підприємств. По-друге, немає об'єктивної статистичної інформації про них. По-третє, у більшості випадків в аналітика недостатньо інформації про підприємство, а є тільки офіційна бухгалтерська звітність. У результаті аналітик або взагалі не може застосувати той чи інший метод розрахунку, або може, але при цьому зробить безліч яких-небудь експертних допущень, що часто призводить до істотного спотворення вартості.

Слід зазначити, що перераховані вище підходи і методи не тільки не є взаємовиключними, а й доповнюють один одного.

Найбільш ефективними в практичному використанні серед існуючих інструментів оцінки угоди з придбання бізнесу як окремого інвестиційного проекту, що володіє по своїй суті дохідною та витратною частинами, можуть бути методи оцінки, засновані на реальних опціонах ROV і метод NPV [21]. Даний метод дозволяє давати оцінки ймовірності майбутніх змін, забезпечувати прийняття рішень при об'єднанні й формуванні інтегрованого комплексу, ураховувати альтернативи використання фінансових ресурсів з одночасної реалізації декількох проектів довгострокового інвестування. Дана модель дозволяє приймати рішення про

необхідність і доцільність здійснення угоди по злиттю або поглинанню, є доповненням до традиційних методів і, на відміну від них, дозволяє врахувати дуже важливий аспект гнучкості в прийнятті проектних рішень, забезпечити облік альтернативності вибору.

Ураховуючи, що сфера застосування цієї методики практично необмежена і скрізь, де є невизначеність, можна знайти реальні опціони вважаємо дану методику найбільш придатною для оцінки компаній для цілей злиття - поглинання.

Одним з аспектів оцінки вартості компаній для цілей злиття-поглинання є можливість зниження ризиків, властивих грошовим потокам консолідованої компанії в результаті зростання розміру компанії.

Злиття-поглинання компаній з оплатою акціями компанії-покупця неминуче веде до зміни часток власників компаній, що беруть участь в угоді. У цих умовах відбувається не тільки створення нової вартості за рахунок виникнення ефекту синергії, але й перерозподіл вартості консолідованої компанії між її акціонерами. При цьому злиття-поглинання, що створює вартість для акціонерів компанії в цілому, може призводити до втрати вартості для окремих акціонерів, чиї пакети, що дають той чи інший рівень контролю, розмиваються.

Необхідно аналізувати не тільки справедливий розподіл вартості між сторонами угоди в особі конкретних компаній, але й між акціонерами цих компаній, які і будуть приймати рішення по тій чи іншій операції. На наведеній нижче діаграмі показано створення вартості для акціонера компанії А, що володіє 75% акцій, у результаті операції по злиттю з Б. При цьому вартість пакета акцій акціонера збільшується меншою мірою порівняно зі збільшенням вартості акціонерного капіталу А. Це відбувається за рахунок зниження «контрольності» пакета суперконтрольного (75% +1 акція) до контрольного. Дана угода при цьому все одно вигідна акціонеру,

оскільки сумарний вартісний ефект для даного акціонера (позначений на діаграмі яскраво-жовтим кольором) більше 0 (рис.4. 11).

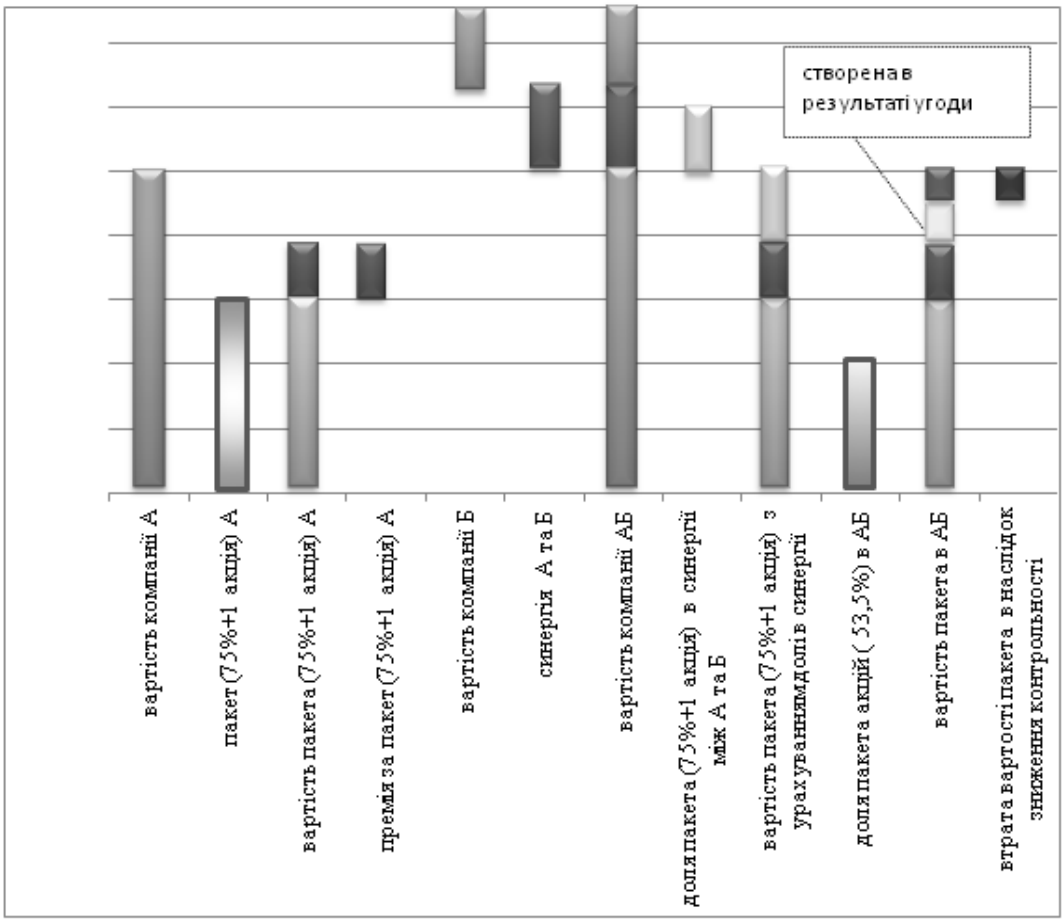



Рис. 4.11. Вплив злиття на вартість контрольного пакета акцій

У випадку, якщо акціонерами компанії є тільки раціональні інвестори, котрі переслідують інтереси по максимізації вартості своїх пакетів, можливо 3 ситуації з розподілом акцій будь-якої компанії: наявність в одних руках суперконтрольного пакета; наявність контрольного і блокуючого пакета; наявність 3 блокуючих пакетів.

Будь-яка угода, що руйнує дану "рівновагу", повинна вимагати додаткового аналізу з точки зору зміни розподілу прав акціонерів. Одним із наслідків злиття-поглинання, а також особливістю, що впливає на оцінку компаній, є істотна зміна структури капіталу компаній у результаті угод. Структура капіталу в процесі злиття-поглинання змінюється в результаті наступних причин:

- початкова відмінність у структурі капіталу консолідованих компаній;

- необхідність формування іншої оптимальної структури в результаті зміни ризиків та масштабу бізнесу, що є наслідком злиття-поглинання;

- особливості фінансування та структурування угод злиття-поглинання, зокрема включаючи ситуацію, коли операцію злиття-поглинання можна профінансувати лише в разі істотної зміни структури капіталу.

Проблемам впливу структури капіталу на вартість компанії присвячено багато роботи і наукові дискусії вчених-економістів XX-XXI століття, серед яких особливо виділяється робота нобелівських лауреатів F. Modigliani і M.H. Miller (MM) - The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. Наявність зв'язку між структурою капіталу компанії і її вартістю було доведено емпірично шляхом спостереження реакції фондового ринку на події, пов'язані зі зміною структури капіталу і способів фінансування господарської діяльності компаній. Оголошення про викуп акцій в акціонерів, виплата дивідендів, конвертація облігацій в акції та інші події, що змінюють структуру капіталу компанії, часто призводять до значних змін її ринкової вартості.

Визначившись з тим, що структура капіталу компанії в реальному господарському світі, безумовно, впливає на вартість компанії, наукове співтовариство намагається визначити підходи до визначення оптимальної структури капіталу – структури, при якій вартість компанії максимізується.

В основі кожного з методів дисконтування грошових потоків (вільний грошовий потік або грошовий потік для власного капіталу) лежить ідея про незмінну структуру капіталу. Тобто співвідношення між власним і позиковим капіталом установлюється на якомусь оптимальному незмінному рівні. Проте дана передумова рідко відповідає реальності. Для активно зростаючих компаній моделювання в рамках передумови про незмінність структури капіталу може призводити до істотних спотворень і прийняття

нераціональних економічних рішень. Ще більші спотворення можуть бути при оцінці компаній у рамках угод злиттів-поглинань. Навіть у разі прогнозної зміни структури капіталу в кожному з періодів проблема циклічності все одно не вирішується.

Рішення рівняння з розрахунку вартості компанії в результаті проблеми циклічності може призводити до двох однакових результатів вартості компанії (Enterprise Value) при різному співвідношенні власного і позикового капіталу. Це відбудеться при введенні умови про те, що необхідна кредиторам ставка прибутковості зростає зі збільшенням частки позикових джерел у структурі капіталу, що відповідає реальності.

У випадку, коли структура капіталу значно змінюється протягом прогнозного періоду під впливом зовнішніх факторів (більшість угод злиттів-поглинань), WACC істотно змінюється, що «загострює» проблему циклічності.

Таким чином, необхідна розробка моделі, яка дозволить оцінити економічну доцільність злиття-поглинання, урахувати вплив мінливої структури капіталу на вартість компанії, що особливо актуально для угод злиття-поглинання.

### 4.1.4. Оцінка фундаментальної вартості публічної компанії-цілі в процесі злиття-поглинання

На нашу думку, найповніше дозволяє оцінити економічну доцільності злиття-поглинання фундаментальна вартість акціонерного капіталу.

При оцінці фундаментальної вартості публічної компанії-цілі будемо використовувати метод дисконтованих грошових потоків (метод DCF). При цьому під величиною грошового потоку варто розглядати доходи компанії після сплати податків, але до виплати платежів, пов'язаних з позиковим фінансуванням, а також засобів, необхідних для здійснення реінвестування в основні засоби і

покриття поточних потреб в оборотному капіталі. У загальному вигляді вартість основної діяльності компанії буде дорівнювати розміру поточної вартості відповідного грошового потоку, дисконтованого за ставкою, що відображає ризик вказаного потоку.

Таким чином, загальна модель оцінки власного (акціонерного) капіталу компанії набуває такого вигляду:

$$FV=PV\ (CF_0) - Net\ Debt - PV\ (CF_{DIV}) + NA, \quad (4.3)$$

де FV - фундаментальна внутрішня вартість акціонерного капіталу;

PV ($CF_0$) − поточна вартість грошового потоку, створюваного компанією в процесі своєї основної операційної діяльності;

Net Debt − поточна вартість чистого боргу;

PV ($CF_{DIV}$) − поточна вартість потоку дивідендів за привілейованими акціями;

NA− поточна вартість неопераційних активів компанії, тобто тих активів, які безпосередньо не беруть участь у створенні основної продукції (наприклад, вкладення в непрофільні види бізнесу, придбання цінних паперів і т.п.).

Основним елементом у рівнянні (4.3), що вимагає додаткових дій для розрахунку, є поточна вартість грошового потоку, що створюється компанією в процесі своєї основної операційної діяльності або вартості очікуваного в майбутньому вільного грошового потоку (FCF, free cash flow). До вільного грошового потоку не належать ніякі грошові потоки, пов'язані з фінансуванням, зокрема процентні та орендні платежі і дивіденди. У моделі вартісної оцінки використовується саме вільний грошовий потік, оскільки він представляє грошові кошти, які створюються в основній діяльності компанії і доступні всім постачальникам капіталу - як позикового, так і акціонерного. У зв'язку з цим такий вид грошового потоку називають вільним грошовим потоком фірми (FCFF, free cash flow to firm), підкреслюючи, що він розподіляється між усіма агентами, які

фінансують діяльність компанії. На відміну від даного потоку, грошовий потік, який припадає тільки на частку власників звичайних акцій компанії, називають вільним грошовим потоком на акціонерний капітал (FCFE, free cash flow to equty).

Розглядаючи грошовий потік як суму коштів, які доступні всім категоріям постачальників капіталу, ставка дисконтування повинна відображати альтернативні витрати всіх джерел капіталу, зважених за відносним внеском кожного в сукупний капітал компанії. Отже, як ставку дисконтування можна використовувати середньозважену вартість капіталу (WACC).

Таким чином, вартість основної діяльності компанії, яка дорівнює поточній вартості вільного грошового потоку, дисконтованого за ставкою, що відповідає середньозваженій вартості капіталу, визначається таким співвідношенням:

$$V(CF_0) = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t},$$

(4.4)

де PV ($CF_0$) - поточна вартість основної діяльності компанії;

FCFF t - величина вільного грошового потоку фірми на кінець року t

$FCFF_0$ - значення грошового потоку на момент оцінки);

WACC - середньозважена вартість капіталу компанії;

Очевидно, що формула (4.4) має істотний недолік з точки зору практичної оцінки. Проблема пов'язана з нескінченним горизонтом прогнозування грошового потоку компанії, а, отже, і всіх результатів її економічної діяльності. Традиційне рішення зазначеної проблеми полягає в поділі нескінченного часового інтервалу на два відрізки: певний прогнозний період і весь наступний час. Тоді вартість основної діяльності дорівнюватиме сумі приведеного вільного грошового потоку протягом прогнозного періоду і приведеної вартості потоку після завершення прогнозного періоду:

$$PV(CF_0) = \sum_{t=0}^{N} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{CV}{(1+WACC)^N}, \quad (4.5)$$

де N - довжина прогнозного періоду;

CV - вартість основної діяльності після завершення прогнозного періоду, яку називають продовженою вартістю.

Для оцінки продовженої вартості використовуються прості формули, отримані з моделей дисконтування грошових потоків при спрощуючих передумовах. Зазначені передумови, як правило, стосуються постійних у нескінченній перспективі темпів зростання грошового потоку в цілому або окремих його елементів. Наприклад, якщо припустити, що величина вільного грошового потоку буде рости з постійним темпом g, починаючи з останнього моменту часу, що входить у прогнозний період, величина CV, яка безпосередньо випливає з відомої моделі Гордона, буде дорівнювати:

$$CV = \frac{\mathbf{FCFF_N} \text{ x } (\mathbf{1} + \mathrm{g})}{\mathbf{WACC} - \mathrm{g}}, \quad (4.6)$$

Визначення величини грошового потоку на акціонерний капітал (FCFE) можна привести до такого вигляду:

$$FCFE = (NP + A) - (CapEx + \Delta WC) - (\Delta Debt + Div_{pref}), \quad (4.7)$$

де NP - чистий прибуток звітного періоду;

A - амортизація основних засобів, нарахована в поточному періоді;

CapEx - капітальні витрати на відновлення основних засобів;

ΔWC - зміна оборотного капіталу (різниця між оборотними активами і поточним безвідсотковим боргом);

ΔDebt - зміна величини процентного боргу;

$Div_{pref}$ - виплачені в поточному періоді дивіденди за привілейованими акціями.

Рівняння (4.7) дозволяє представити грошовий потік на акціонерний капітал у розгорнутому вигляді, що відбиває всі

елементи, що формують дохід акціонерів компанії. Це, у свою чергу, дозволяє виявляти джерела зростання вартості акціонерного капіталу.

Таким чином, оцінка фундаментальної вартості акціонерного капіталу

може бути отримана як поточна вартість грошового потоку на акціонерний капітал. При цьому дисконтування здійснюється за ставкою, що відображає альтернативні витрати залучення акціонерного капіталу, яку називають вартістю акціонерного капіталу. Остаточно, формула для оцінки фундаментальної вартості акціонерного капіталу на основі зазначеного грошового потоку буде виглядати таким чином:

$$FV = \sum_{t=0}^{N} \frac{FCFE_t}{(1+k_e)^t} + \frac{CV_e}{(1+k_e)^N} \quad , \tag{4.8}$$

де CE - оцінка фундаментальної вартості акціонерного капіталу;

FCFE t - грошовий потік на акціонерний капітал на кінець року t;

$k_e$ - витрати на залучення коштів акціонерів;

CVe - вартість акціонерного капіталу на момент завершення прогнозного періоду (подовжена вартість акціонерного капіталу).

При цьому визначення величини продовженої вартості акціонерного капіталу здійснюється в рамках підходів, аналогічних методам визначення продовженої вартості основної діяльності компанії.

Запропонована модель аналізу грошових потоків публічної компанії-цілі дозволить:

- виділити потік грошових коштів від операційної діяльності, що лежить в основі оцінок вартості компанії із загального потоку грошових коштів від господарської діяльності;
- використовувати для розрахунків доступну інвесторам вихідну інформацію про компанії-цілі.

Слід зазначити, що розглянута вище модель не позбавлена певних теоретичних припущень. До них можна віднести такі:

- модель є детермінованою і припускає, що грошовий потік і можлива величина продовженої вартості міняються регулярним чином;
- величина вільного грошового потоку буде рости з постійним темпом g, починаючи з останнього моменту часу, що входить в прогнозний період.

### 4.1.5. Оцінка інвестиційної вартості одиничних акцій компаній в Україні в процесі злиття-поглинання

Як було показано раніше зацікавленими особами в оцінці інвестиційної вартості компанії-цілі і визначенні вартісного ефекту від запланованого злиття-поглинання є як менеджери консолідованих компаній, так і їх акціонери. При цьому кожна сторона, яка бере участь в угоді, проводить власну оцінку та аналізує вплив угоди на вартість компанії, що поглинається або власного бізнесу. При цьому в основі оцінок, що здійснюються, лежить основний постулат теорії фінансів: вартість будь-якого активу визначається його здатністю створювати грошові потоки.

Особливий попит на оцінку вартості бізнесу при операціях M &A народжують публічні компанії. Загальноприйнятою практикою при схваленні угод злиття-поглинання публічними компаніями є отримання висновку про справедливість фінансових умов угоди для акціонерів компанії (fairness opinion). Тим часом, згідно з даними міжнародної статистики, лише тільки 40% угод може бути визнано успішними з точки зору акціонерів, які підтримали їх. Решта 60% угод призводять до втрати вартості компаній-ініціаторів [ 9]. Це, перш за все, свідчить про помилки, допущені при плануванні операцій, головним чином, при неправильній оцінці вартості компаній.

Уявлення про вартість майна для конкретного інвестора з урахуванням запланованих їм капіталовкладень та очікуваних вигод

від використання майна в майбутньому відображає інвестиційна вартість [18].

В основі процедури оцінки лежить основний постулат теорії фінансів: вартість будь-якого активу визначається його здатністю створювати грошові потоки. При цьому інвестор може розраховувати або тільки на дивідендний дохід і зростання курсової вартості акцій, або тільки на курсову вартість акцій. Практичне використання запропонованої нами моделі полягає в можливості визначення вартості бізнесу через статистичну оцінку вартості одиничної акції і дисперсію відхилення цієї оцінки. При цьому дивідендний дохід замінюється грошовим потоком на власний акціонерний капітал, а курсова вартість − можливою ціною продажу бізнесу в кінці строку володіння.

В основу подальших міркувань покладена відома модель ціноутворення опціонів Блека-Шоулза [23]. У цій моделі автори зробили такі припущення: опціон може бути виконаний тільки в строк; немає транзакційних витрат або недосконалостей ринку; по акціях не виплачуються дивіденди; відома короткострокова процентна ставка, за якою суб'єкти ринку можуть і залучати кошти, і надавати позички; коливання цін на акції відбувається довільно.

Формула ціноутворення опціонів Блека-Шоулза (Black-Scholes pricing formula) виглядає таким чином:

$$C_0 = S_0 e^{-\delta T} N(d_1) - Xe^{-rT} N(d_2), \quad (4.9)$$

де

$$d_1 = \frac{ln\left(\frac{S_0}{X}\right)+(r-\delta+0.5\sigma^2)T}{\sigma\sqrt{T}},$$

$$d_2 = d_1-\sigma\sqrt{T},$$

$C_0$ - поточна вартість опціону «кол»; $S_0$ - поточний курс акції; N (d) - імовірність того, що значення нормально розподіленої змінної менш ніж d;

X - ціна виконання опціону; e - 2,71828-основа натурального логарифма;

δ - річна дивідендна прибутковість акції; r - безризикова процентна ставка; T - проміжок часу до терміну закінчення опціону (в роках); ln - натуральний логарифм; σ - стандартне відхилення прибутковості акції, що безперервно нараховується.

Розглянемо рівняння дисконтування доходу на одиничну акцію [24]:

$$X^0 = \sum_{t=1}^{N} \frac{q_t}{(1+r)^t} + \frac{X_N}{(1+r)^N}, \qquad (4.10)$$

де $X^0$ - поточна інвестиційна ціна акції;

N - передбачуваний термін володіння акцією (років);

$q_t$ - передбачуваний дивідендний дохід за t-й рік;

r - безризикова ставка прибутковості;

$X_N$ - передбачувана курсова вартість акції на момент продажу.

Використовуючи методичний підхід, викладений у роботі [25, С.138-159] представимо величини $q_t$, $X_N$ в наступному вигляді:

$$q_t = q \prod_{k=1}^{t}(1 + w_k)\ ;\ X_N = X_0 \prod_{k=1}^{N}(1 + j_k), \qquad (4.11)$$

де q - значення дивідендів, фактично виплачених за останній рік;

$w_k$ - відносна зміна дивідендного доходу за k-й рік;

$X_0$ - фактична курсова вартість акцій на початковий момент на відміну від поточної інвестиційної вартості $X^0$ акції на той же момент;

$j_k$ - відносна зміна курсової вартості на k-й період.

Припустимо також, що величини $w_k$ і $j_k$ при k = 1,2, ..., N, є випадковими та незалежними. Тоді з урахуванням (4.10) можна довести, що рівняння (4. 9) може набути такого вигляду:

$$M(X^0) = \frac{q\left[\left(\frac{1+w}{1+r}\right)^N e^{0.5N\sigma_w^2} - 1\right]}{\left[1 - \frac{1+r}{1+w} e^{-0.5\sigma_w^2}\right]} + X_0 \left[\frac{1+j}{1+r}\right]^N e^{0.5N\sigma_j^2}, \qquad (4.12)$$

де M ($X^0$) - математичне очікування поточної інвестиційної вартості акції;

$\sigma_w^2$ - дисперсія дивідендного доходу;

$\sigma_j^2$ - дисперсія курсової вартості акції.

У формулі (4.12) перший доданок - це оцінка грошового потоку дивідендного доходу, а другий - оцінка грошового потоку, викликаного зміною курсової вартості акцій.

Вивчення історичних даних щодо зміни грошового потоку і балансової вартості бізнесу дозволяє оцінити параметри відповідних розподілів. У запропонованій моделі проблема інформаційного забезпечення, яка є основною при використанні моделі Блека-Шоулза, знімається. При цьому припущення про те, що випадкові величини $w_k$ і $j_k$, які характеризують відносну зміну дивідендного доходу і курсової вартості акцій, незалежні і мають логнормальний розподіл залишаються.

Зокрема, якщо дивіденди не виплачуються (q = 0), ми отримаємо з (4.12) таке рівняння:

$$M(X^0) = X_0 \left[\frac{1+j}{1+r}\right]^N e^{0.5N\sigma_j^2}, \tag{4.13}$$

Формула (4.13) дозволяє оцінити інвестиційну вартість одиничної акції в розрахунку тільки на можливе зростання її курсової вартості в майбутньому. Ця формула відкриває можливість оцінки одиничних акцій у вітчизняних умовах, коли дивіденди, як правило, не виплачуються, а самі акції не котируються на ринку цінних паперів. У цьому випадку як $X_0$ можна використовувати середню витратну (балансову) вартість акції, а як відносні зміни вартості акції, використовувати відносні зміни балансової вартості акціонерного капіталу, з ретроспективних балансових звітів компанії.

Для визначення ставки капіталізації дивідендного доходу скористаємося такими міркуваннями.

Нехай $M(X^0) = X_0$. Це означає, що поточна інвестиційна вартість та фактична курсова вартість акцій на початковий момент співпадають. Величина $M(X^0)$ в цих міркуваннях буде невідомою величиною, яка визначається з рівняння (4.12):

$$M(X^0) = q\left[\frac{1}{1-\left(\frac{1+j}{1+r}\right)^N e^{0.5N\sigma_j^2}}\right]\frac{\left[\left(\frac{1+w}{1+r}\right)^N e^{0.5N\sigma_w^2}-1\right]}{\left[1-\frac{1+r}{1+w}e^{-0.5\sigma_w^2}\right]}, \quad (4.14)$$

Слід зазначити, що отримане значення математичного очікування поточної інвестиційної вартості має економічний сенс тільки в тому випадку, коли знаменник першого дробу в (4.14) позитивний. Тому справедлива умова:

$$k = \left(\frac{1+r}{1+w}e^{0.5\sigma_w^2}-1\right)\frac{1-\left(\frac{1+j}{1+r}\right)^N e^{0.5N\sigma_j^2}}{1-\left(\frac{1+w}{1+r}\right)^N e^{0.5N\sigma_w^2}}, \quad (4.15)$$

Тоді (4.14) можна подати у вигляді формули методу прямої капіталізації дивіденду:

$$M(X^0) = \frac{q}{k}, \quad (4.16)$$

де k - ставка капіталізації, яка визначається за формулою (4.15).

Незважаючи на те, що показники нинішніх та майбутніх грошових потоків компаній мають головне значення при оцінці ефективності їх злиттів, вони недостатні для прийняття рішень про інвестування в консолідацію. Цей узагальнюючий показник дозволяє встановити ціну компанії-цілі, але не дає уявлення, за рахунок яких чинників формується вартість розглянутого бізнесу. Для того щоб відповісти на ці питання, слід використовувати приватні показники оцінки ефективності інвестування при злитті активів компаній.

Приватні показники оцінки інвестування при злитті активів компаній призначені для того, щоб планувати і контролювати ступінь відповідності очікуваних і фактичних результатів інтеграції бізнесу. Показники призначені для вимірювання ефектів, досягнення яких виступало цілями злиття. Тому склад таких показників може охоплювати широкий перелік усіх можливих ефектів, що досягаються при злитті компаній.

Отже, для будь-яких цілей інвестування на ринку M & A для планування й контролю діяльності нової структури слід використовувати таку систему показників:

- операційної діяльності: коефіцієнт прибутковості виробничої діяльності, рівень рентабельності, оборотність чистих активів;

- інвестиційної діяльності: ставка прибутковості активів, ставка прибутковості на власний капітал, ставка прибутковості на акціонерний капітал, потік грошових коштів на акцію;

- фінансової діяльності: коефіцієнт прибутковості по прибутку до сплати податків і відсотків, поточна прибутковість, мультиплікатор грошових потоків, співвідношення позикового і власного капіталу.

Приватні показники використовуються для оцінки змін фінансових показників структури, що поглинається, а також для оцінки різноманітних видів ризиків і втрат, що виникають у результаті інвестування при злитті.

Таким чином, моделі, представлені формулами 4.14, 4.15 і 4.16, дозволяють отримати оцінки інвестиційної вартості одиничних акцій компанії-цілі в процесі злиття-поглинання на підставі дослідження статистичних даних про зміни дивідендного доходу в часі і зміні курсової вартості акцій за той же часовий період. Отримані оцінки являють собою імовірні величини (математичне очікування) поточної вартості та дають змогу оцінити ризики, які супутні отриманню відповідного доходу. Використання розглянутих моделей дозволяє оцінити вартість міноритарних пакетів.

Використання приватних показників оцінки ефективності інвестування дозволяє компанії-ініціатору прораховувати вплив на вартість акціонерного капіталу цільового бізнесу змін фінансових показників, а також різних видів ризику. Наприклад, до приватних показників можна віднести зміну чистого грошового потоку на акціонерний капітал, середньозважені витрати на акціонерний

капітал, втрати від звільнення кваліфікованого персоналу компанії-цілі.

Обрану систему приватних показників слід розраховувати за даними діючої в компанії системи бухгалтерського обліку і звітності. Прийняту систему приватних показників слід використовувати для оцінки та контролю фактичних і очікуваних результатів інвестування M & A.

## 4.2. Оцінка вартості акцій приватних акціонерних товариств

### 4.2.1. Теоретико-методологічна основа моделі оцінки акцій приватних акціонерних товариств (ПрАТ)

Складність процесу оцінки вартості акцій ПрАТ пов'язана з тим, що якщо для публічних акціонерних товариств інформація про їх діяльність є більш доступною і процес оцінки акцій ПАТ більш зрозумілий, то інформація про діяльність ПрАТ залишається всередині компанії і не виноситься за її межі, тому й процес оцінки акцій приватного АТ є складним, трудомістким процесом, що вимагає особливої уваги.

Акції підприємства є найбільш цікавим інвестиційним активом з точки зору переваг по відношенню до інших інвестиційних інструментів. І хоча вже існує дуже багато досліджень, присвячених вивченню загальних закономірностей цього інструменту, усе ще існує необхідність для дискусій і досліджень у сфері оцінки вартості акцій, особливо для ринків, що розвиваються, до яких належить і український фондовий ринок.

Акції підприємства є інструментом для акумулювання тимчасово вільних грошових коштів та їх подальшого ефективного використання підприємством. Тобто акція є одним із джерел формування фінансових ресурсів компанії.

Процес оцінки звичайних акцій являє собою визначення вартості фінансового інструменту, який здатний приносити прибуток. Акції здатні приносити прибуток своєму власникові у вигляді дивідендів та збільшення вартості підприємства. У свою чергу, підвищення дивідендів і зростання вартості акції відбувається тільки тоді, коли поліпшуються фінансові показники компанії, відбувається розширення бізнесу, збільшується вартість активів.

Головним моментом процедури оцінки акцій є чітке визначення виду вартості, що підлягає оцінці, оскільки акції як фінансовий інструмент мають декілька видів вартості:

- *ринкова вартість* – ціна операції з активом, яка зафіксована організатором торгів;

- *фундаментальна вартість* – це ціна угоди, передбачувана в деякий момент часу, яка розрахована на підставі фінансової (звітної) інформації компанії. Ця ціна акції (або «фундаментальна» вартість) може називатися ще «теоретично правильною», «обліковою», «внутрішньою» або дійсною (оціночною) вартістю акції. Вона визначається аналітиками (оцінювачами) на основі розрахунків за різними методиками і має велике значення при визначенні рівня «недооціненість» або «переоціненість» ринком тих чи інших цінних паперів. Якщо дійсна (фундаментальна) вартість акції компанії значно нижча від їхньої ринкової ціни, ціну такої акції слід вважати завищеною (переоціненою ринком) і від придбання таких акцій краще утриматися. Якщо ж внутрішня вартість акції набагато вища від поточної ринкової ціни, то ринкові очікування сильно занижені і, отже, акції недооцінені. Такі акції називаються «акціями зростання» і вважається, що вони мають високий потенціал збільшення курсової вартості;

- *інвестиційна вартість* – це передбачувана в деякий момент часу ціна угоди, яка є прийнятною для конкретного інвестора, що використовує ту чи іншу модель оцінки або їх комбінацію (тобто це вартість, яка найбільш за все цікавить інвестора – вона відображає

дохідність і прибутковість акцій), це вартість, за якою, з точки зору інвестора, повинен продаватися цінний папір на фондовому ринку відповідно до його характеристик.

Для визначення вартості акцій непублічної компанії (акцій, які не торгуються на біржі) необхідно визначити вартість самого бізнесу (вартість самої компанії або вартість власного капіталу). Тобто оцінка акцій підприємства являє собою визначення вартості компанії (бізнесу), а точніше тієї частки вартості, яка припадає на оцінюваний пакет акцій.

Особливістю бізнесу як системи є те, що він має властивість самозбереження, витрачаючи частину ресурсів на цілі капіталізації та оптимізації діяльності (надлишково накопичені фінансові ресурси або капіталізуються, або розподіляються серед власників), а що стосується пайових майнових прав власників бізнесу, то вони є відчужуваними, і є товаром для обміну. Отже, вартість майнових прав залежить як від вартості накопичених ресурсних компонент системи, так і від темпів їх зростання й ефективності функціонування бізнесу як системи. Тобто сам по собі бізнес, за умови його розвитку (тобто темпи розширення вищі від вартості грошей), можна представити як інвестиційний актив, оскільки в цьому випадку його вартість буде вища від вартості його складових і тим самим буде мати інтерес для інвесторів.

Сьогодні оцінка бізнесу приватного акціонерного товариства є однією з найважливіших задач корпоративного управління. Завдяки оцінці бізнесу стає можливим визначення конкурентоспроможності та успішності компаній на ринку, визначення рівня розвитку конкретної компанії. При знаходженні вартості бізнесу враховується здатність компанії приносити прибуток, який є головною умовою для постійного збільшення вартості компанії (бізнесу). А постійне збільшення вартості бізнесу є головною метою сучасного менеджменту, що чітко відображено в концепції VBM (Value Based Management) – управління, націлене на створення вартості.

Менеджер, орієнтований на вартість, відрізняється здатністю адекватно оцінювати підприємство (очима стороннього спостерігача) і готовністю використовувати будь-яку можливість для примноження вартості. Вартість підприємства є всеохопним показником, що відображає результативність діяльності. ІЗ збільшенням вартості компанії збільшується капітал, вкладений в неї акціонерами, що дозволяє отримати дохід від перепродажу належних їм акцій і підвищує інвестиційну привабливість бізнесу.

Дана концепція управління компанією є потужним управлінським інструментом й орієнтована на збільшення цінності бізнесу і, відповідно, на збільшення добробуту власників компанії (акціонерів).

При цьому, однією з ключових у концепції управління вартістю є проблема вимірювання вартості, тобто вибору компанією адекватної моделі оцінки.

Існуючі методи оцінки акцій є суперечливими і жоден із розроблених методів не можна назвати загальноприйнятим. Сьогодні оцінка акцій непублічних компаній не здійснюється будь-яким методом ізольовано. Як правило, підбираються ті способи і методики, які дають найбільш чітке уявлення про дійсну вартість. Наприклад, часто використовується такий механізм – визначається декількома способами приблизна вартість акцій конкретного підприємства. Наприклад, такими способами можуть бути: визначення ринкової вартості акцій певного підприємства за ринковою вартістю акцій компанії, які схожі з даним підприємством за видом діяльності; також може використовуватися вартість акцій на момент проведення останньої оцінки компанії. Потім, привласнивши цим способам визначення ринкової вартості акцій підприємства вагові коефіцієнти, можна привести їх до одного показника. Але ця методика, як і всі існуючі, має низку істотних обмежень і не може вважатися універсальною.

Сьогодні для оцінки акцій українські оцінювачі змушені користуватися зарубіжним досвідом, який не враховує українську специфіку. Це багато в чому призводить до отримання неточних результатів в оцінці й зумовлює гостру проблемність даної галузі оцінки в Україні. Все це призводить до того, що проблема адекватної оцінки вартості бізнесу залишається актуальною і сьогодні, особливо для компаній, акції яких не обертаються на організованому фондовому ринку.

Існуючі підходи та моделі оцінки, які використовуються сьогодні, не придатні для оцінки акцій приватних акціонерних товариств. Багато прогресивних підходів на сьогоднішній день можуть забезпечити досить точну і якісну оцінку, але для їх використання необхідно отримувати таку інформацію, яка не може бути залучена з традиційної фінансової (бухгалтерської) звітності. Більшою мірою це стосується прибуткового підходу.

Незважаючи на те, що більшість із них ґрунтуються на концепції ціннісно-орієнтованого менеджменту (VBM), що є позитивним моментом, оскільки, з одного боку примноження багатства є головною метою підприємців займатися бізнесом, і цілком логічним є те, що основним критерієм економічного благополуччя компанії для акціонерів є її вартість. З іншого боку, підвищення вартості компанії впливає і на економіку країни в цілому, оскільки із збільшенням вартості компанії (її акцій) зростає інвестиційна привабливість підприємства, а отже, можливості розширення і розвитку бізнесу, впровадження нових технологій виробництва (у тому числі енергозберігаючих та екологічно безпечних), виконання соціальних зобов'язань перед працівниками. Наслідком цього є збільшення прибутку підприємств і податкових відрахувань до бюджетів усіх рівнів, що в результаті сприяє перерозподілу ресурсів у реальний сектор економіки і тим самим підвищенню добробуту всього суспільства.

Проте існуючі моделі оцінки включають такий показник як середньозважені витрати на капітал, розрахунки якого не підтверджуються. Більш логічними і несуперечливими є моделі, що використовують для оцінки альтернативних витрат на капітал не похідні показники, як ставка середньозважених витрат на капітал (модель дисконтування вільних грошових потоків), а безпосередні оцінки альтернативних витрат на власний капітал (модель залишкового чистого прибутку). Саме модель залишкового чистого прибутку є однією з найбільш адекватних моделей оцінки фундаментальної вартості (цінності) власного капіталу організації, а показник – залишковий чистий прибуток – може бути визнаний як найбільш адекватний показник створення організацією нової вартості (цінності) протягом звітного періоду і, отже, найбільш адекватний показник фінансових результатів діяльності організації у звітному періоді. Вибір моделі залишкового чистого прибутку пояснюється тим, що ця модель долає суперечності моделі дисконтування грошових потоків.

Так, показник залишкового прибутку, на відміну від показника вільних грошових потоків, дозволяє побудувати факторну систему, яка заснована на показниках, за якими організація фактично звітує, самі фактори є вимірні показники існуючої звітності (рентабельність продажів, рентабельність активів і капіталу, оборотність активів та ін.). Крім того, сам показник залишкового прибутку верифікується і зрозуміліший менеджерам, які можуть вплинути на нього своєю діяльністю.

Таким чином, проаналізувавши найбільш вживані теорії ціноутворення інвестиційних активів (акцій підприємства), можна відмітити необхідність усунення нової концепції, яка б урахувала позитивні сторони вже наявних моделей оцінки інвестиційних активів та особливості розвитку оцінки вартості бізнесу в Україні (відсутність ефективного ринку цінних паперів, економічна та політична нестабільність та ін.). Для досягнення цієї мети необхідно з

огляду на ті недоліки і позитивні сторони, які є на сьогоднішній день у різних моделей, створити максимально адекватну модель оцінки акцій приватних акціонерних товариств, тобто розробити модель оцінки акцій. Основна мета і новизна моделі, яка пропонується, буде полягати в тому, щоб показати, що аналізуючи динаміку звітних фінансових показників бізнесу, можна прогнозувати оцінку бізнесу ринком. Але перед цим необхідно виділити ще декілька позитивних моментів, які притаманні існуючим моделям оцінки акцій (бізнесу) і які були б корисні для створюваної моделі.

Як відомо, оцінка непублічної компанії – дуже складний і трудомісткий процес, який передбачає вибір кількох найбільш важливих факторів, які впливають на формування вартості компанії. Тобто, для створюваної моделі нам потрібно буде виділити кілька ключових факторів вартості. Під фактором вартості мається на увазі будь-який параметр, від якого залежить вартість компанії. Фактором вартості в пропонованій моделі оцінки вартості називається будь-яка величина, що входить у цю модель оцінки.

Для того щоб перевірити правильність вибору основних факторів, що впливають на вартість компанії, у процесі тестування моделі знайдемо кореляцію між ринковою капіталізацією і виділеними ключовими факторами.

Оскільки для цієї моделі ми вибираємо кілька ключових факторів, то доцільним було б використання моделі арбітражного ціноутворення (APM). Ця модель обрана нами як найбільш підходяща у зв’язку з її перевагами: вона базується на значно меншій кількості припущень про характер фондового ринку, ніж CAPM, вона виходить з припущення про зв'язок прибутковості цінного папера з деякою кількістю невідомих факторів і що цінні папери або портфелі з однаковою чутливістю до факторів ведуть себе однаково і, отже, повинні мати однакові очікувані прибутковості. В іншому випадку виникає ситуація арбітражу і подальше її усунення інвесторами.

Модель АРМ спочатку розроблялася як альтернатива САРМ для добре диверсифікованих портфелів, однак за логікою арбітражні передумови теоретично повинні поширюватися і на окремі активи.

Основним її недоліком є те, що ця модель явно не вказує на чинники ціноутворення та їх кількість, тому виділивши ключові фактори формування вартості, можемо ліквідувати цей недолік. Оскільки вартість компанії є функцією від якості управління бізнесом, то для побудови чинників, що формують вартість компанії, може бути використана методика аналізу ефективності власного капіталу, яка була розроблена фірмою «Dupont». Згідно з методикою цієї фірми рентабельність власного капіталу залежить від певних складових компонентів, які подані на рис. 4.12 і 4.13 [28].

$$\begin{aligned}
&Рентабельность_собственного_капитала = \\
&= Рентабельность_продаж \times Оборот_активов \times Мультипликатор_капитала = \\
&= \frac{Чистая_прибыль}{Выручка} \times \frac{Выручка}{Активы} \times \frac{Активы}{Собственный_капитал} = \\
&= \frac{Чистая_прибыль}{Собственный_капитал}
\end{aligned}$$

Рис. 4.12. Рівняння «Dupont»

Дане рівняння показує, як облікові показники впливають на рентабельність власного капіталу компанії. Це рівняння для більшої наочності можна показати в більш розширеному, більш детальному вигляді, що дозволить побачити всі складові виділених фірмою «Dupont» параметрів, які так чи інакше впливають на вартість капіталу компанії (рис. 4.13).

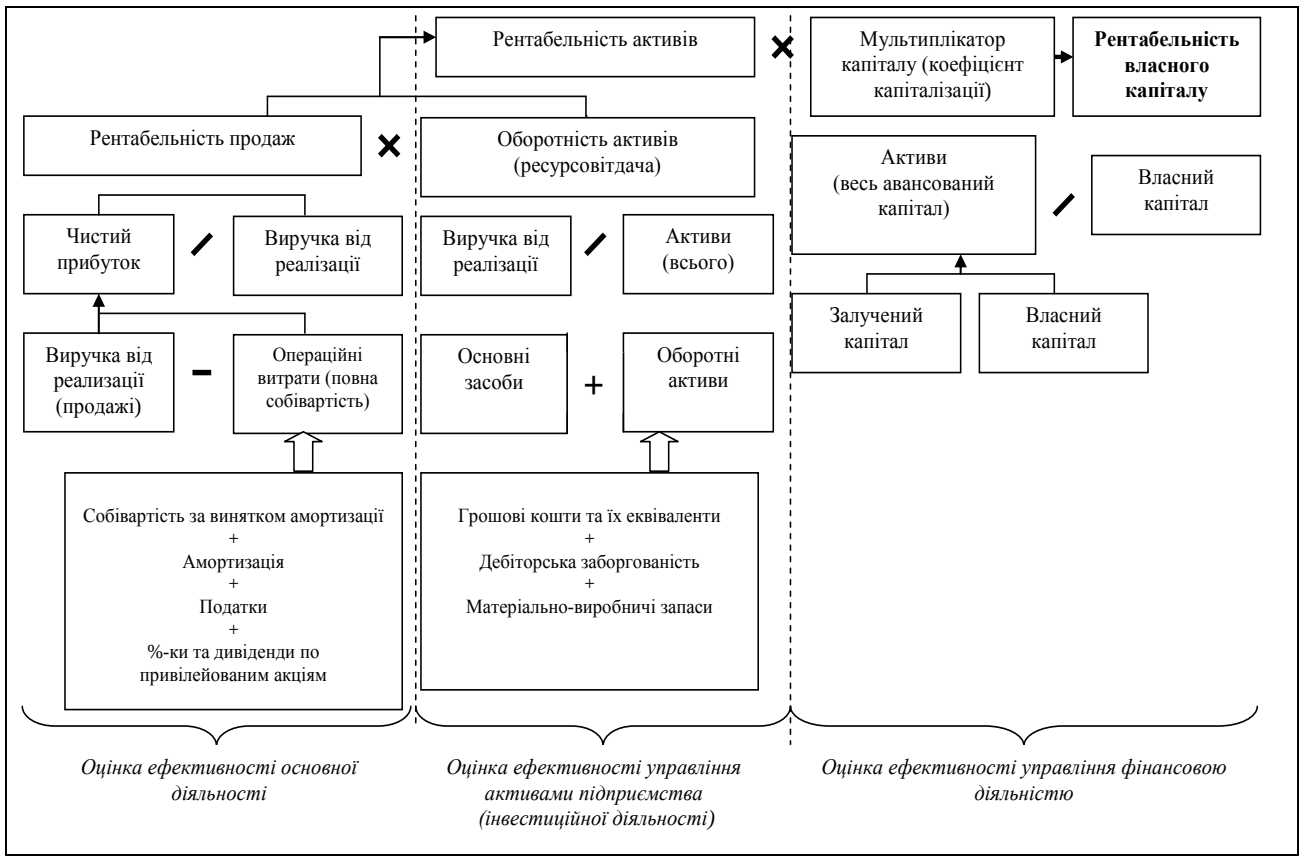



Рис. 4.13. Система факторів оцінки ефективності компанії *(Dupont)*

Вибір в якості основного показника – показника рентабельності власного капіталу, пов'язаний з тим, що він є найбільш важливим для акціонерів компанії, тому що характеризує прибуток, отримуваний власниками з одиниці вкладених у підприємство коштів. Однак, як видно з рис. 4.12, рентабельність власного капіталу залежить від певних складових компонент:

- *рентабельності продажів* – коефіцієнт показує, яку суму чистого прибутку отримує підприємство з кожної гривні проданої продукції або скільки коштів залишається у підприємства після покриття собівартості продукції, виплати відсотків по кредитах і сплати податків. Цей коефіцієнт характеризує найважливіший аспект діяльності компанії – реалізацію основної продукції і дозволяє оцінити частку собівартості в продажах;

- *оборотність активів* (ресурсовіддача) – показник відображає, скільки разів за період обертається капітал, вкладений в активи підприємства (тобто інтенсивність використання активів);

- *мультиплікатор капіталу* (коефіцієнт капіталізації або його ще називають фінансовим левериджем) – показник відображає структуру капіталу, авансованого в діяльність підприємства і являє собою відношення всього авансованого капіталу підприємства до власного капіталу. Цей показник, з одного боку, характеризує фінансову стійкість і ризикованість бізнесу, а з іншого – дає оцінку ефективності використання компанією позикових коштів [28].

Таким чином, з усього цього випливає те, що згідно з моделлю «Dupont» ефективність бізнесу залежить від трьох основних чинників: ефективності продажів (тобто одержання максимального виторгу при витрачанні мінімального обсягу ресурсів); оборотності активів (тобто швидке перетворення наявних у компанії активів у виручку); ступеня використання позикових ресурсів (придбання активів не на власні кошти, а за рахунок позикових коштів). Отже, отримані певні значення цих факторів можуть використовуватися для здійснення підприємством певної політики в основних сферах діяльності (цінова політика, вибір оптимального обсягу продажів, управління активами, вибір оптимальної структури капіталу тощо). Головною метою моделі «Dupont» є виявлення чинників, що визначають ефективність функціонування бізнесу, оцінка ступеня їх впливу і складання тенденції в їх зміні та значущості, а головна ідея цієї моделі полягає в тому, що будь-який бізнес можна представити як взаємопов'язану систему рухів фінансових ресурсів, які викликані управлінськими рішеннями, що в кінцевому підсумку викликають поліпшення або погіршення економічного впливу на компанію [28].

З рис. 4.13 видно, що подана докладна схема системи драйверів оцінки ефективності компанії охоплює всі основні функції менеджменту, що робить її близькою до концепції ціннісно-орієнтованого менеджменту (VBM).

Таким чином, пропонована модель оцінки інвестиційних активів буде будуватися на такій теоретико-методологічній основі: концепції ціннісно-орієнтованого менеджменту (VBM), внутрішні з точки зору компанії фактори створення вартості (методика «Dupont»), модель залишкового прибутку, фундаментальні арбітражні передумови (модель АРМ) (рис. 4.14).

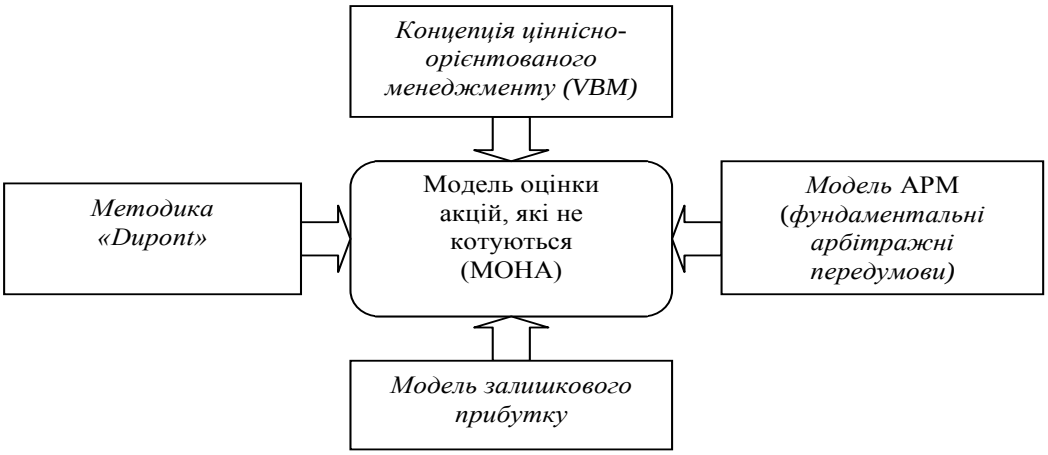



Рис. 4.14. Теоретико-методологічна основа моделі, яка пропонується

Відповідно до головної мети створення нової моделі оцінки і теорій, на основі яких будується пропонована модель оцінки, назвемо її як модель оцінки акцій приватних акціонерних товариств або модель оцінки акцій, які не котируються на фондовому ринку («МОНА») [29].

Однією з головних задач моделі, яка пропонується, – пояснення функціональної залежності між вартістю бізнесу та динамікою його облікових показників. Так, на рис. 4.15 подана схему формування прогнозної капіталізації компанії і місце запропонованої моделі в ланцюжку визначення вартості бізнесу.

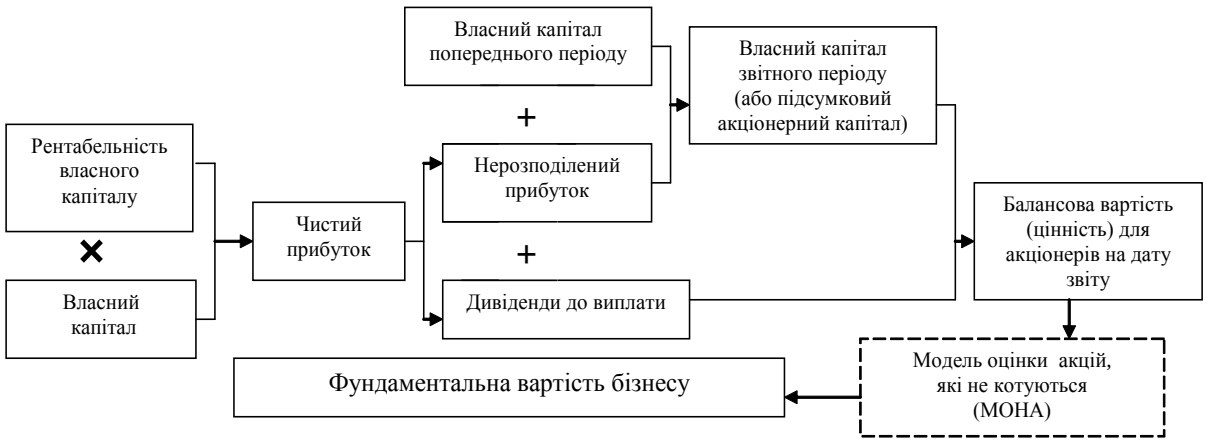



Рис. 4.15. Місце запропонованої моделі в ланцюжку визначення вартості бізнесу

Як видно з рис. 4.13 і 4.15 існує безліч різних чинників, що впливають на вартість компанії, кожен із яких по-своєму впливає на її вартість. Крім того, фактори вартості корисні тим, що допомагають відшукувати перспективні можливості вилучення вартості та спрямовувати зусилля організації в ці пріоритетні області.

Усі фактори створення вартості тісно взаємопов'язані і переплітаються між собою, а розгляд їх впливу на вартість відокремлено один від одного недоцільно, оскільки може призвести до неправильних кінцевих результатів. Однак, використовуючи добре відомий «принцип Парето», ми можемо вибрати для створюваної моделі оцінки кілька ключових факторів вартості, які складаючи 20% усіх факторів, визначають 80% вартості компанії.

Найбільш значимими факторами створення вартості, на нашу думку, є такі: показник дивідендних виплат, сукупного грошового потоку від операційної та інвестиційної діяльності і величини власного акціонерного капіталу фірми. Тобто, нас, перш за все, цікавить динаміка параметрів часткової вартості: здійснені інвестиції (накопичений власний акціонерний капітал фірми) і періодичні платежі на користь інвесторів (дивіденди). Вибір показника дивідендних виплат як одного із значущих чинників створення вартості пов'язане з тим, що постійно виплачувані дивіденди викликають посилення ефекту фінансового важеля і коливання рівня

доходів, невиплата дивідендів – негативно позначається на вартості компанії (вартості її акцій).

Як видно з рис. 4.15, результуючий вплив грошового потоку відбивається на рахунку власного капіталу у вигляді періодичного приросту нерозподіленого прибутку і визначає динаміку для накопиченої (розширеної) часткової вартості. Очевидно, що ці параметри взаємодіють один з одним на функціональній основі і впливають на сукупний добробут інвестора.

Таким чином, усі значущі фактори вартості компанії потрапили в поле нашого розгляду і саме з них починається ланцюжок визначення фундаментальної (внутрішньої) вартості компанії (рис. 4.16) та подальше її порівняння з ринковою вартістю.

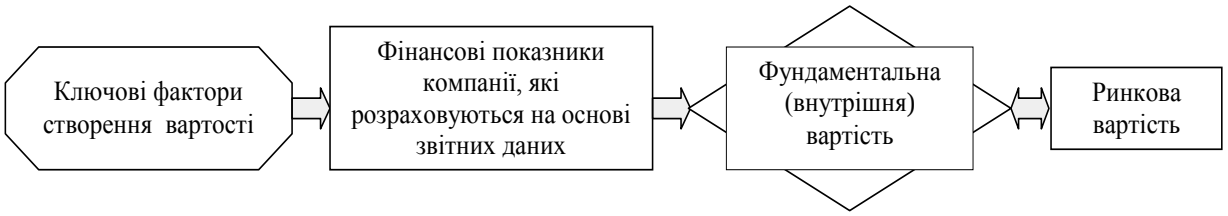



Рис. 4.16. Послідовність визначення фундаментальної (внутрішньої) вартості компанії

Отже, для того, щоб остаточно переконатися в правильності вибору нами основних факторів, що впливають на вартість компанії, у процесі тестування моделі ми знайдемо кореляцію між ринковою капіталізацією і ключовими факторами. Інакше кажучи, критерієм адекватності нашого методу оцінки буде обрана кореляційна залежність між розрахунковою (фундаментальною) вартістю бізнесу і поведінкою фондового ринку (капіталізацією компаній за даними фондового ринку).

### 4.2.2. Модель оцінки акцій приватних акціонерних товариств

Для приватних акціонерних товариств, акції яких не обертаються на фондовому ринку, визначення їх вартості є дуже складним процесом, тому ми вирішили приділити цій проблемі особливу увагу, розробивши певну модель оцінки акцій приватних

акціонерних компаній (або модель оцінки некотируваних акцій – *«МОНА»*).

У пропонованій моделі для визначення зміни в часі вартості інвестиційного активу *(X)*, може бути використане рівняння прискореного безперервного розширення (рівняння рівноперемінного або рівноприскореного руху), оскільки бізнес можна розглядати як інвестиційний актив тільки в тому випадку, якщо існує можливість його розвитку (розширення):

$$X(t) = X(t_0) + V_0 t + \frac{at^2}{2} \quad , \qquad (16)$$

де

*X(t)* – вартість активу X в момент часу t;

*X(t0)* – вартість активу X в момент часу t0;

*V0* – початкова швидкість розширення системи;

*a* – прискорення розширення системи;

*t* – безперервно змінюваний час;

*t0* – момент інвестування.

Або це рівняння ще можна записати так:

$$X(t) = X(t_0) + X(t_0) * gt + \frac{at^2}{2} \quad ,$$

(17)

Тому що $V_0 = X(t_0) * g$,

де $g$ – безперервний темп розширення системи.

Дане рівняння відповідає будь-якому поступальному рівноприскореному руху або нарощуваному процесу і найбільш точно відображає середньострокову динаміку економічної системи і в цьому плані характеризує її найкращим чином.

Припустимо, що даний актив *(X)* купується на позикові кошти, тоді будь-який інвестор, який купив цей актив, сподівається в майбутньому не лише погасити зобов'язання, а й отримати певний прибуток. Що стосується зобов'язань з виплати кредитів, то для ілюстрації взаємозв'язку дискретних і безперервних еквівалентних ставок можна навести таке рівняння:

$$u = \ln(1 + r), \qquad (18)$$

де

u – постійна безперервна ставка нарощення зобов'язань за кредитом;

r – ринкова дискретна ставка;

ln – натуральний логарифм.

Звідси можна написати рівняння для безперервного нарощування одиниці вартості кредитних зобов'язань:

$$e^{ut} = (1 + r)^t, \qquad (19)$$

де

*u* – безперервний темп зростання кредитних зобов'язань;

*r* – еквівалентна ринкова дискретна ставка;

*e* – постійне число, рівне 2,7278…;

*t* – безперервно змінюваний час.

Оскільки рівноважний стан є найбільш ефективним, то розроблювана модель системи повинна будуватися на рівноважних принципах, тому для рівноважного стану системи (тобто яка виключає арбітраж) відповідне рівняння рівноваги запишеться у вигляді:

$$X(t) = L(t),$$

де *L (t)* – функція безперервно нарощуваних зобов'язань за кредитом, яка дорівнює добутку інвестиційної вартості активу *X* на одиницю безперервного нарощення одиниці вартості кредитних зобов'язань, тобто $L(t) = Xi(t_0)\, e^{ut}$,

де *Xi (t0)* – інвестиційна вартість активу *X* для інвестора в момент інвестування.

Отже, ми можемо записати дане рівняння у більш розгорнутому вигляді:

$$Xi(t_0)\, e^{ut} = X(t_0)\left(1 + gt + \frac{at^2}{2}\right). \qquad (20)$$

Звідси виходить, що якщо з рівняння (20) виразити інвестиційну вартості $Xi(t_0)$, то вона дорівнюватиме:

$$Xi(t) = \frac{X(t)(1+gt)+\frac{at^2}{2}}{e^{ut}}. \qquad (21)$$

Оскільки пропоновану модель ми плануємо використовувати для оцінки акцій приватних акціонерних товариств, то основними вхідними даними, як ми вже відзначали вище, будуть звітні дані, які представлені для дискретних станів корпорацій на звітні дати (річні періоди). Тому, щоб ми могли використовувати ці дані, необхідно виразити безперервні параметри моделі: прискорення і темп розширення в отриманому виразі через дискретний темп зростання і, отже, через періодичні облікові дані компанії, що дасть можливість використовувати модель як інструмент для ціннісно-орієнтованого менеджменту (VBM), тим самим розвиваючи концепцію управління бізнесом.

Для цього в модель оцінки інвестиційних активів (17) введемо рівність $t = n$, де $n$ – кількість років, за які аналізуються облікові дані певної корпорації і знайдемо стан активу $X(t)$ для $t = n = 2$, через попередні його стани (тобто при $t= n =0$ та при $t= n =1$).

Після певних перетворень маємо такий вид виразів, що пов'язує дискретний і безперервний темпи розширення системи:

Для $g$ (тобто безперервний темп розширення системи):

$$g = \frac{2p}{2+p} \quad . \qquad (22)$$

Вираз для прискорення, записаний через дискретні значення:

$$a = X_0 \frac{2p^2}{2+p} \quad . \qquad (23)$$

Тепер, коли ми виразили безперервні параметри моделі (прискорення і темп розширення) через дискретний темп зростання, модель оцінки вартості інвестиційного активу $X$ стала придатною для використання періодичних облікових даних конкретної компанії.

Тому, повернувшись до виразу (21), який відповідає інвестиційній вартості активу $X$ та враховуючи виділені нами ключові

фактори, що впливають на вартість компанії, можемо записати модель для розрахунку фундаментальної вартості власного капіталу корпорації:

$$ФС = \frac{CK_0 \left(1 + gt_{оптим} - \frac{at_{оптим}^2}{2}\right)}{e^{ut_{оптим}}}, \qquad (24)$$

де

$ФС$ – фундаментальна вартість (цінність) капіталу для акціонера;

$CK_0$ - підсумковий (звітний) акціонерний капітал;

$u$ - безперервний темп зростання кредитних зобов'язань;

$t_{оптим}$ - момент часу, при якому вартість переваг від інвестування максимальна;

$g$ - безперервний темп розширення системи;

$a$ - безперервне прискорення розширення системи.

Таким чином, за допомогою запропонованої розрахункової моделі (24), яка визначається вхідними параметрами, що розраховуються відповідно до вищенаведених формул і однією екзогенною (зовнішньою) величиною – ставкою відсотка, можна охарактеризувати конкретний бізнес (вартість конкретного бізнесу).

Однак для того, щоб створювана модель відображала більш реальний стан бізнесу, необхідно врахувати певний можливий ризик.

Для цього включимо *коригуючий коефіцієнт R,* який і буде враховувати певні ризики і витрати інвестування, і буде представляти собою певний відсоток – знижку до кінцевого підсумкового результату. Цей коефіцієнт буде дорівнювати *(1-h)*, де *h* – коефіцієнт, який ураховує всі ризики при оцінці вартості компанії (її акцій). За допомогою коефіцієнта *h* будуть ураховуватися такі фактори, як ліквідність акцій, ступінь контролю та інші. Розмір коефіцієнта *h* був приблизно визначений у проміжку від 0,1 до 0,5, і надалі сам коригуючий коефіцієнт *R* в пропонованій моделі розраховується як *(1-h)*, а кінцевий результат (значення фундаментальної вартості) помножується на коефіцієнт *R.* Саме цей прийом дозволив нам

абстрагуватися від питань вивчення і дослідження другорядних чинників – інших можливих ризиків інвестування.

Таким чином, формула для розрахунку вартості бізнесу набуває такого вигляду:

$$ФС = \frac{CK_0\left(1+gt_{оптим}\right)\frac{at_{оптим}^{\ 2}}{2}}{e^{ut_{оптим}}} * R \quad . \qquad (25)$$

Як видно з цієї формули, включення додаткового коригуючого коефіцієнта не на багато ускладнило початковий її вигляд і є доцільним при використанні пропонованої моделі для оцінки акцій приватних акціонерних товариств.

Узагальнюючи все вищесказане про пропоновану методику оцінки акцій непублічних компанії, можна розробити певний алгоритм дій для використання моделі «МОНА» на практиці і, зокрема, для проведення її тестування (рис. 4.17).

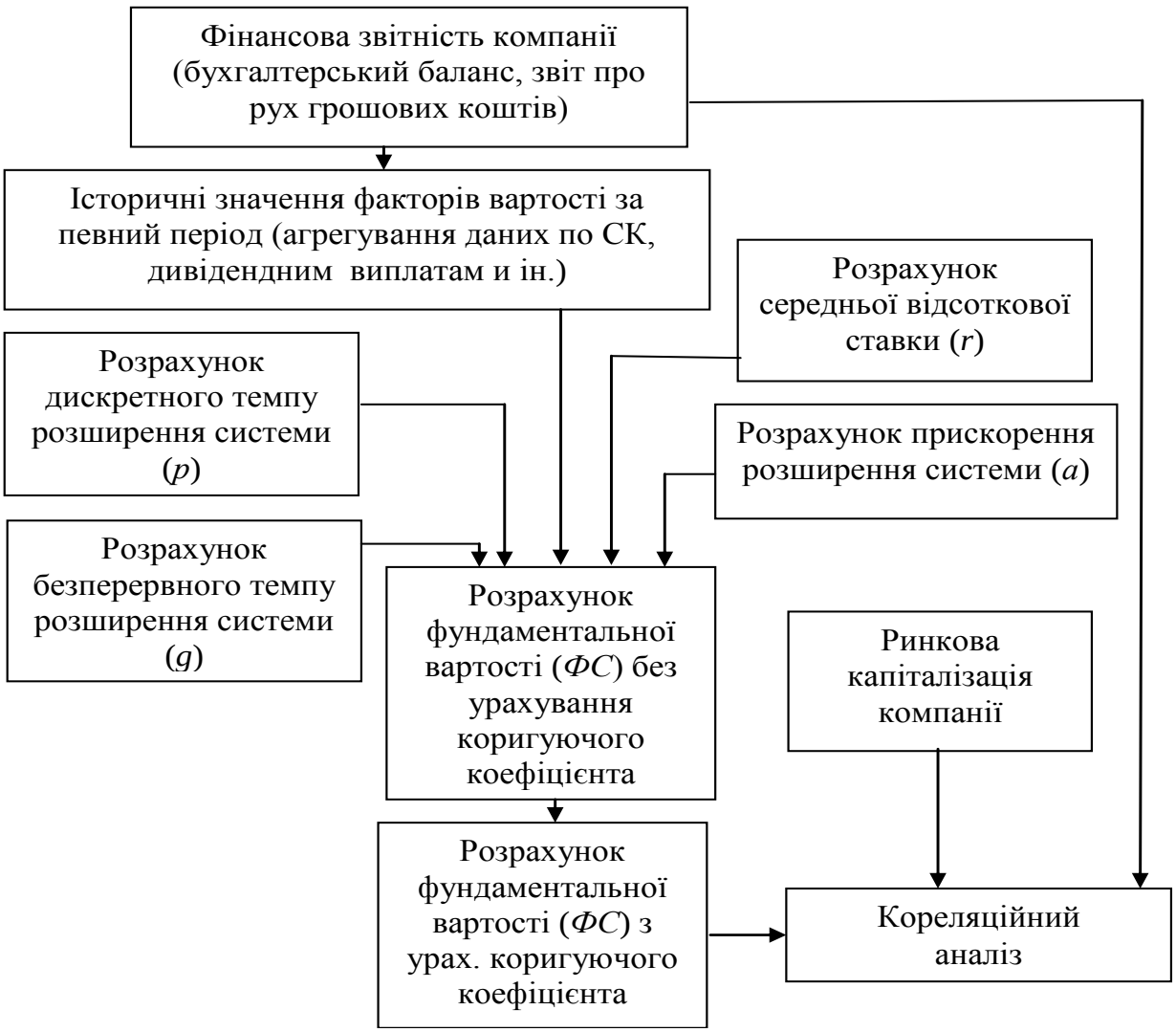



Рис. 4.17. Алгоритм дій при оцінці компанії за методом «МОНА»

Таким чином, при розробці моделі оцінки акцій, які не котуються (*«МОНА»)* був здійснений перехід від параметрів вимірювання ринкової вартості акцій до оцінки динаміки сукупного добробуту інвестора, тобто до фактичного його відображення у фінансовій звітності бізнесу.
Крім того, завдяки дії зворотного зв'язку, яка представлена в моделі у вигляді єдиного зовнішнього параметру (відсоткової ставки) можливим стало автоматичне приведення системи в рівноважний стан, оскільки, як уже зазначалося, рівноважний стан є найбільш ефективним станом. По відношенню до реального бізнесу, характеристики якого змінюються з часом, цей рівноважний стан

буде виглядати як динамічно рівноважний стан (тобто рівноважний стан на певний момент часу).

Пропонована модель оцінки є синтетичною, бо спирається на основні підходи в оцінці вартості (витратного, порівняльного, дохідного), а з методологічної точки зору це метод «системного підходу». Саме застосування системного підходу дало можливість представити бізнес як взаємопов'язану систему рухів фінансових потоків, які викликані управлінськими рішеннями.

Модель ґрунтується на зв'язку управління фінансовими процесами на підприємстві та управління рентабельністю власного капіталу через стандартні облікові параметри. Перевагою і новизною пропонованої моделі є те, що завдяки детермінованості вхідних факторів (внутрішніх чинників створення вартості) і наявності всього лише одного зовнішнього фактора (відсоткової ставки) її можна буде використовувати для оцінки акцій приватних акціонерних товариств [30].

### 4.2.3. Аналіз достовірності результатів моделі оцінки вартості акцій приватних акціонерних товариств (ПрАТ)

Модель оцінки вартості компанії (бізнесу) можна визначити як певний алгоритм, що дозволяє розрахувати вартість акцій у певний момент часу. Для того, щоб будь-яка модель була визнана придатною, вона повинна відповідати певним сформованим критеріям. По-перше, модель, яка вибирається компанією як інструмент оцінки, повинна бути достовірною. Це означає, що модель повинна відображати економічні процеси створення внутрішньої (фундаментальної) вартості. Наступним важливим критерієм, якому повинна відповідати модель, це – придатність. Відповідність моделі цьому критерію означає, що вона відповідає одночасно таким вимогам як: зрозумілість, несуперечливість, облікова можливість, прогнозованість, верифікованість (тобто підтвердження розрахунків).

Що стосується запропонованої моделі оцінки, то, крім того, що вона буде тестуватися за даними критеріями, вона буде мати ще один додатковий критерій. Тобто, спочатку пропонована модель буде протестована на перші два критерії: достовірності та застосовності, а потім наша модель буде протестована на відповідність її додатковому параметру. Цим додатковим параметром буде критерій поясненості. Цей критерій означає те, що показники, на основі яких буде розраховуватися фундаментальна вартість компанії, повинні бути пов'язані з ринковою вартістю власного капіталу (з ринковою капіталізацією). Тобто, додатковим критерієм оцінки запропонованої нами моделі буде рівень кореляційної залежності фундаментальної вартості компанії (прогнозованої капіталізації компанії) і фактичної ринкової. Якщо модель за результатами тестування дасть деякі правдоподібні оцінки залежності між фундаментальною та ринковою вартістю, то тоді вона може бути визнана адекватним інструментом фінансового менеджменту. Якщо модель буде здатна тією чи іншою мірою пояснити зміни ринкових цін, то вона може бути визнана як модель, пов'язана з концепцією управління вартістю компанії. Саме рівень кореляційної залежності фундаментальної вартості компанії та фактичної ринкової обраний нами як додатковий критерій оцінки запропонованої моделі, оскільки, на нашу думку цей критерій є найбільш правильним і відповідним. Якщо за критерій адекватності методу оцінки вибирати відображення поведінки фондового ринку, тобто близькість оцінок за методом і капіталізацією компаній за даними фондового ринку (який прийнятий як критерій оцінки багатьох існуючих моделей), то він не достатньо точно відображає реальну ситуацію.

Так, у моделях оцінки внутрішньої (фундаментальної) вартості власного капіталу бізнесу надмірно концентрується увага на ринковій вартості акції як основному носієві інформації про весь пайовий капітал. Це підтверджує і демонструє нещодавня фінансово-економічна криза, яка чітко показала неспроможність тих моделей, які орієнтовані на ринкову

вартість компанії. Їх неспроможність виявляється в тому, що розкручений фондовим ринком капітал уже досяг дуже високого рівня капіталізації, але при цьому його зв'язки з реальним сектором вітчизняної економіки виявилися нікчемними. Тобто, відірваність фінансового сектора (висока прибутковість цінних паперів) від реального сектора не може служити адекватним критерієм оцінки вартості бізнесу. Факт існування такого індикатора вартості, як курс акції є позитивним, але, замикаючись лише на дослідженні його поведінки, важко пояснити причину додаткової ринкової вартості (MVA), за яку інвестор голосує реальними грошима.

Перш ніж перейти до тестування моделі, необхідно зазначити, що для будь-якого методу оцінки можна виділити послідовність (ланцюжок) з декількох обов'язкових послідовних рішень, прийняття яких є необхідним при оцінці вартості певної компанії. Ці чотири послідовних види рішень подано на рис. 4.18.

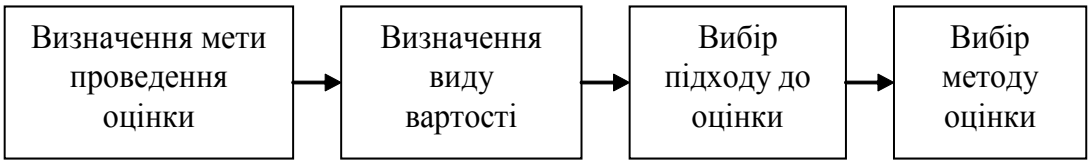



Рис. 4.18. Рішення, що приймаються при оцінці вартості компанії

Як видно з даного рисунка, цими рішеннями є: визначення мети проведення оцінки, визначення виду вартості, вибір підходу до оцінки компанії і вибір методу оцінки. Для пропонованої нами моделі оцінки приватних акціонерних товариств цей ланцюжок рішень буде виглядати таким чином (рис. 4.19).

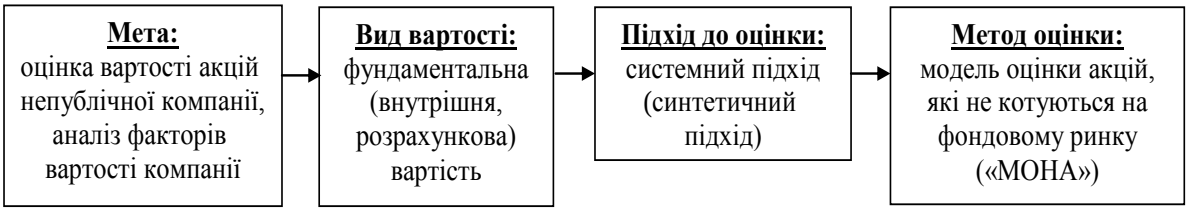



Рис. 4.19. Рішення, що приймаються при оцінці вартості компанії за моделлю «МОНА»

Як уже зазначалося, пропонована модель заснована на кількох ендогенних факторах (показники фінансової звітності компанії та їх функціональних залежностях) і одному єдиному екзогенному факторі (відсоткова ставка за кредитні ресурси). Найбільш значущими (ключовими) чинниками створення вартості були вибрані параметри: дивідендних виплат, величина власного акціонерного капіталу фірми і сукупного грошового потоку від операційної та інвестиційної діяльності. Ці параметри були обрані в процесі аналізу схеми «Дюпон» і правильність їхнього вибору буде нами перевірена за допомогою дослідження кореляції ринкової вартості компанії (ринкової капіталізації) з показниками її фінансової звітності.

Для тестування моделі «МОНА» можна виділити шість основних етапів, які подано на рис. 4.20.




Рис. 4.20. Схема плану тестування моделі «МОНА»

При виборі періоду тестування пропонованої моделі ми виходили з того, що для оцінки приватних акціонерних товариств нам потрібні їхні історичні дані за декілька років. Тому, при проведенні тестування, ми спиралися тільки на ті дані, які є доступними як для публічних, так і для непублічних корпорацій.

Для тестування моделі був обраний часовий інтервал з 2004 року до 2011 рр., оскільки за цей період на певних сайтах у відкритому доступі можна отримати необхідні нам для розрахунку фінансові дані компаній.

Тобто, розрахунок внутрішньої вартості для компаній проводився до 2011 року включно, тому що це є останнім роком, за який є необхідні дані.

Об'єктами оцінки нами були обрані такі підприємства:

1. ПАТ «Мотор Січ»
2. ПАТ «Одескабель»
3. ПАТ «Центренерго»
4. ПАТ «Алчевський металургійний комбінат»
5. ПАТ «Фармація»
6. ПАТ «Одеський коровай»
7. ПАТ «Рівнеазот»
8. ПАТ «Житомирський маслозавод»
9. ПАТ «Суднoплавна компанія "Укррічфлот"»
10. ПАТ «Запорізький завод феросплавів»

При виборі цих підприємств як об'єктів оцінки нами застосовувалися такі параметри: компанія, обрана для оцінки, повинна надавати своєчасну прозору та достовірну інформацію (тобто транспарентність компанії), компанія повинна мати історичні значення як даних фінансової звітності за останні 7 років, так і дані ринкової капіталізації на українському фондовому ринку за останні 4 роки, бо сама ринкова капіталізація закладається як один із критеріїв оцінки результатів; відсутність фактів масштабного розподілу

капіталу, оскільки в цьому випадку виникає велика невизначеність майбутніх подій під впливом різних факторів.

Крім того, обрані нами підприємства належать до різних галузей економіки, що при позитивному тестуванні моделі дасть можливість зробити висновок про те, що застосування її можливо не тільки в конкретній галузі, тобто модель не залежить від галузевої приналежності оцінюваного підприємства.

Третім етапом тестування пропонованої моделі є збір необхідної інформації про обрані об'єкти оцінки. До такої інформації належать: ринкові дані про капіталізацію компаній за 2007-2011 роки, дані бухгалтерської та фінансової звітності підприємства (дані власного капіталу, показники дивідендних виплат), дані про кредитну ставку за весь досліджуваний період.

При цьому, усі ці дані повинні бути взяті на кінець звітного періоду, оскільки в іншому випадку при розбіжності даних у часі створюється умова для появи в них різного роду відхилень. Отже, час обліку використовуваних даних і момент оцінки повинні бути максимально погоджені між собою.

З цією метою в нашій моделі ця проблема невідповідності буде вирішена тим, що буде проведене коригування всієї використовуваної інформації (фінансової та бухгалтерської звітності, кредитної ставки) до загального тимчасового еталону, яким виступає момент оцінки (тобто кінець звітного періоду).

Сама інформація може бути взята з декількох джерел: фондовий ринок (ринкова капіталізація), оцінювана компанія (звітність компанії), різна статистична інформація (дані по кредитній ставці, подані на сайті НБУ), маркетингові дослідження та ін. Головним є те, щоб інформація охоплювала фінансові показники підприємств за аналізований період, а також показники процентної ставки по кредитах.

Для цього побудуємо, на основі даних фінансової звітності компаній, агреговану таблицю історичних значень факторів моделі, необхідних для розрахунку фундаментальної вартості (табл. 4.1) [26].

*Таблиця 4.1*

**Історичні значення факторів моделі для розрахунку внутрішньої (фундаментальної) вартості, тис. грн.**

| № д/п | Назва підприємства | 2004 | | 2005 | | 2006 | | 2007 | | 2008 | | 2009 | | 2010 | | 2011 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | СК | ДВ | СК | ДВ | СК | ДВ | СК | ДВ | СК | ДВ | СК | ДВ | СК | ДВ | СК | ДВ |
| 1 | ПАТ «Мотор Січ» | 1306177 | 2388 | 1353540 | 2701 | 1393750 | 3013 | 1789919 | 4753 | 1804562 | 0 | 2546257 | 5941 | 3799732 | 19804 | 5108798 | 12521 |
| 2 | ПАТ «Одескабель» | 1040440 | 0 | 2055552 | 0 | 2090009 | 0 | 2202234 | 0 | 1591661 | 0 | 1604667 | 0 | 1572443 | 0 | 1796660 | 0 |
| 3 | ПАТ «Центренерго» | 20886000 | 1385 | 21004004 | 5273 | 22146698 | 44179 | 22403033 | 0 | 20327677 | 680 | 17969333 | 23402 | 18178233 | 110 | 18640122 | 2699 |
| 4 | ПАТ «Алчевський металургійний комбінат» | 898667 | 961 | 7958563 | 0 | 19630001 | 0 | 35969355 | 0 | 34215226 | 0 | 23833466 | 0 | 9212006 | 0 | 9831840 | 0 |
| 5 | ПАТ «Фармація» | 8100 | 0 | 5283 | 0 | 3077 | 0 | 4302 | 0 | 2989 | 0 | 3948 | 0 | 6385 | 0 | 8049 | 0 |
| 6 | ПАТ | 44 | 0 | 51 | 0 | 52 | 0 | 57 | 0 | 83 | 0 | 85 | 0 | 85 | 89 | 82 | 2 |

| | | | | | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | «Одеський коровай» | 438 | | 561 | | 285 | | 368 | | 552 | | 871 | | 901 | 3 | 659 | |
| 7 | ПАТ «Рівнеазот» | 3676613 | 0 | 3718005 | 0 | 3400094 | 0 | 2393414 | 0 | 3225773 | 0 | 3250332 | 0 | 8517 | 0 | -2627269 | 0 |
| 8 | ПАТ «Житомирський маслозавод» | 673317 | 0 | 771577 | 0 | 948588 | 0 | 113897 | 0 | 138651 | 0 | 172678 | 0 | 202903 | 0 | 237053 | 0 |
| 9 | ПАТ «Судноплавна компанія "Укррічфлот"» | 552064 | 2392 | 557545 | 3354 | 544369 | 4254 | 617350 | 4459 | 745059 | 5278 | 798919 | 3415 | 657338 | 9 | 632362 | 3 |
| 10 | ПАТ «Запорізький завод феросплавів» | 197435 | 0 | 420653 | 0 | 424742 | 0 | 466904 | 0 | 631233 | 0 | 483628 | 7 | 537649 | 20 | 232018 | 469 |

СК – власний капітал компанії ДВ – дивідендні виплати

Далі необхідно знайти чому дорівнює середня відсоткова ставка по кредитах за 2005-2011 рр., ураховуючи те, що для більш точного розрахунку, логічним є використання середньої кредитної ставки за останній місяць звітного періоду, бо саме ці дані будуть найбільш наближеними до дати аналізу і краще за все підходять для наших практичних розрахунків. Отримані дані наведено в табл. 4.2 [27].

*Таблиця 4.2*

Середня відсоткова ставка за грудень кожного звітного періоду

| Рік | Відсоткова ставка,% |
|---|---|
| 2005 | 14,5 |
| 2006 | 15 |
| 2007 | 14,4 |
| 2008 | 24,3 |
| 2009 | 20,5 |
| 2010 | 14,4 |
| 2011 | 16,6 |

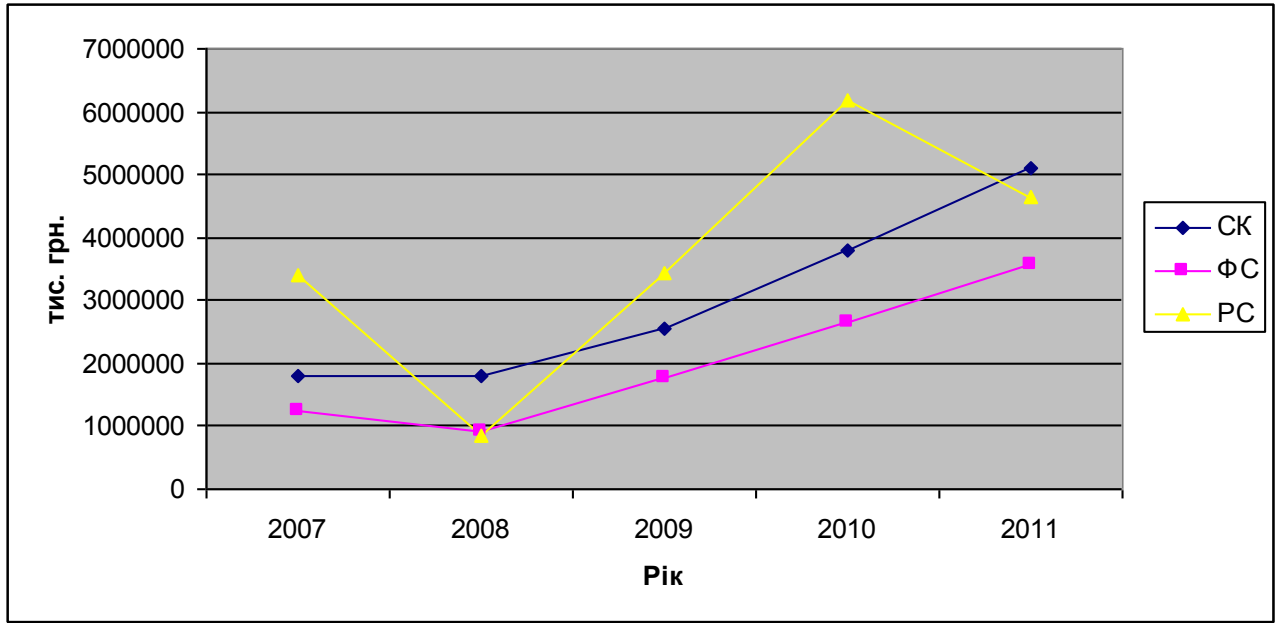
Крім цих даних, для наших розрахунків внутрішньої (фундаментальної) вартості нам також знадобляться ставки податків за дивідендними виплатами та приросту капіталу, їх значення з 2004 до 2010 року такі: ставка податку на приріст капіталу з 2004 до 2010 року дорівнює 25%, з 2011 року ця ставка склала 21%; ставка податку по дивідендних доходах становила 13% з 2004 до 2006 року, а з 2006 року до 2011 року вона складала 15%. Тепер, коли в нас є всі необхідні дані для розрахунку, можемо перейти до четвертого етапу і розрахувати фундаментальну (внутрішню) вартість акцій обраних нами компаній. Розрахунок фундаментальної вартості власного капіталу на основі розробленої моделі для кожної компанії на кінець кожного звітного періоду вибраного тимчасового інтервалу буде здійснюватися з використанням алгоритму дій для оцінки вартості підприємства за методикою «МОНА».

Результати розрахунків подані в таблицях (4.3-4.12).

*Таблиця 4.3*

Розрахунок фундаментальної вартості акцій ПАТ «Мотор Січ» за 2007-2011 рр.

| Рік | СК тис. грн. | Нпр | ДВ тис. грн. | Нд | БС | pk | r | M(p) | g | a | ак | u | топтим | ФСбн (без урах. корег. коеф.) | ФС (с урах. корег. коеф.) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2004 | 1306177 | 0,25 | 2388 | 0,13 | | | | | | | | | | | |
| 2005 | 1353540 | 0,25 | 2701 | 0,13 | 1344049 | 0,03 | 0,145 | | | | | | | | |
| 2006 | 1393750 | 0,25 | 3013 | 0,13 | 1386319 | 0,02 | 0,150 | | | | | | | | |
| 2007 | 1789919 | 0,25 | 4753 | 0,13 | 1695012 | 0,22 | 0,144 | 0,053 | 0,052 | 4961 | 0,003 | 0,135 | 0,000 | 1789919 | 1252943 |
| 2008 | 1804562 | 0,25 | 0 | 0,13 | 1800901 | 0,01 | 0,243 | 0,032 | 0,031 | 1794 | 0,001 | 0,218 | 0,000 | 1804562 | 902281 |
| 2009 | 2546257 | 0,25 | 5941 | 0,15 | 2365883 | 0,31 | 0,205 | 0,074 | 0,072 | 13604 | 0,005 | 0,186 | 0,000 | 2546257 | 1782380 |
| 2010 | 3799732 | 0,25 | 19804 | 0,15 | 3503197 | 0,38 | 0,144 | 0,090 | 0,086 | 29142 | 0,008 | 0,135 | 0,000 | 3799732 | 2659812 |
| 2011 | 5108798 | 0,21 | 12521 | 0,15 | 4844537 | 0,27 | 0,166 | 0,318 | 0,274 | 445635 | 0,087 | 0,154 | 0,000 | 5108799 | 3576159 |



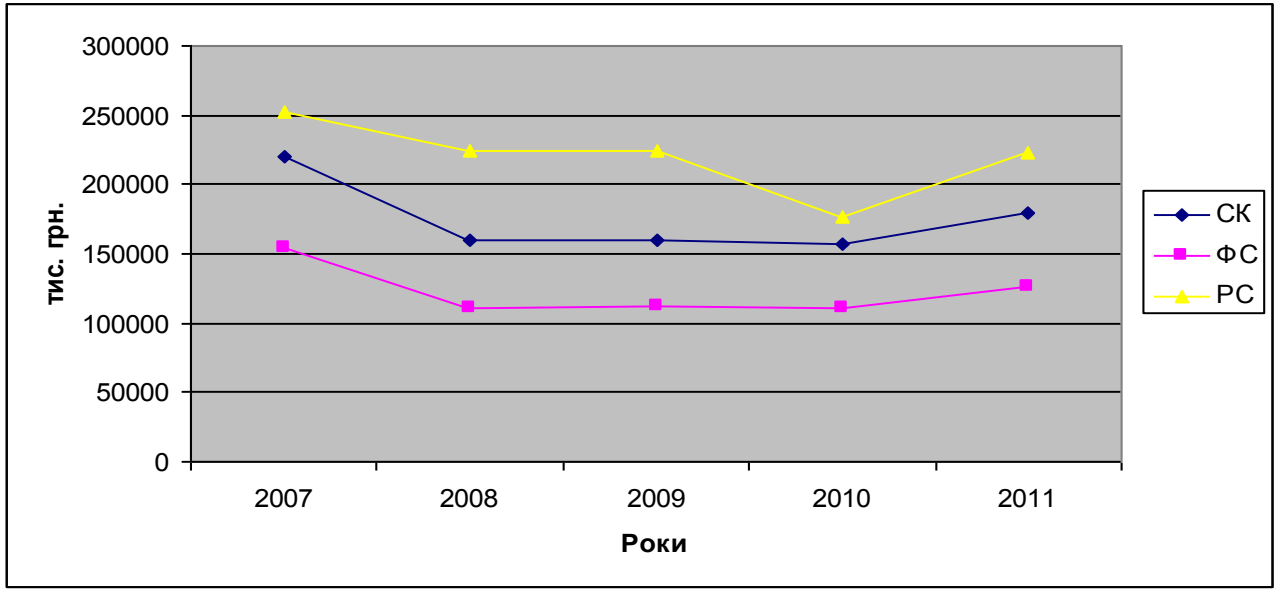

| ФС | РС | кореляц |
|---|---|---|
| 1252943 | 3413389 | |
| 902281 | 859726 | |
| 1782380 | 3426606 | 0,77 |
| 2659812 | 6187756 | |
| 3576159 | 4633917 | |
| СК | РС | кореляц |
| 1789919 | 3413389 | |
| 1804562 | 859726 | |
| 2546257 | 3426606 | 0,70 |
| 3799732 | 6187756 | |
| 5108798 | 4633917 | |
| БС | РС | кореляц |
| 1695012 | 3413389 | |
| 1800901 | 859726 | |
| 2365883 | 3426606 | 0,67 |
| 3503197 | 6187756 | |
| 4844537 | 4633917 | |

Рис. 4.21. Зіставлення балансових, розрахункових та ринкових значень капіталу ПАТ «Мотор Січ»

*Таблиця 4.4*

Розрахунок фундаментальної вартості акцій ПАТ «Одескабель» за 2007-2011 рр.

| Рік | СК тис. грн. | Нпр | ДВ тис. грн. | Нд | БС | pk | r | M(p) | g | a | ак | u | tоптим | ФСбн (без урах. корег. коеф.) | ФС (с урах. корег. коеф.) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2004 | 104040 | 0,25 | 0 | 0,13 | | | | | | | | | | | |
| 2005 | 205552 | 0,25 | 0 | 0,13 | 180174 | 0,73 | 0,145 | | | | | | | | |
| 2006 | 209009 | 0,25 | 0 | 0,13 | 208145 | 0,01 | 0,150 | | | | | | | | |
| 2007 | 220234 | 0,25 | 0 | 0,15 | 217427,43 | 0,04 | 0,144 | 0,072 | 0,069 | 1099,155 | 0,005 | 0,135 | 0,000 | 220233 | 154163 |
| 2008 | 159161 | 0,25 | 0 | 0,15 | 174429,13 | -0,21 | 0,243 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,218 | 0,000 | 159161 | 111413 |
| 2009 | 160467 | 0,25 | 0 | 0,15 | 160140,50 | 0,01 | 0,205 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,186 | 0,000 | 160467 | 112327 |
| 2010 | 157243 | 0,25 | 0 | 0,15 | 158049,00 | -0,02 | 0,144 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,135 | 0,000 | 157243 | 110070 |
| 2011 | 179660 | 0,21 | 0 | 0,15 | 174952,43 | 0,11 | 0,166 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,154 | 0,000 | 179660 | 125762 |



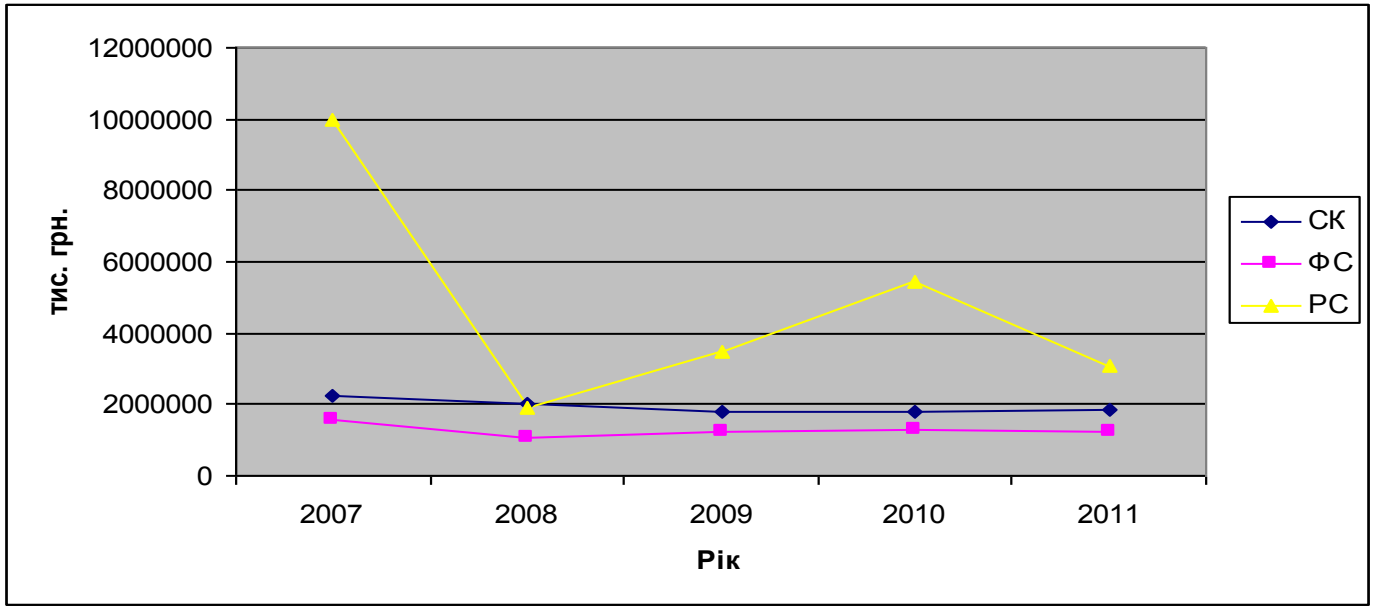

| ФС | РС | кореляц |
|---|---|---|
| 154163 | 252000 | |
| 111413 | 224000 | |
| 112327 | 224000 | 0,73 |
| 78621 | 176400 | |
| 125762 | 222880 | |
| СК | РС | кореляц |
| 220234 | 252000 | |
| 159161 | 224000 | |
| 160467 | 224000 | 0,73 |
| 157243 | 176400 | |
| 179660 | 222880 | |
| БС | РС | кореляц |
| 217427 | 252000 | |
| 174429 | 224000 | |
| 160141 | 224000 | 0,78 |
| 158049 | 176400 | |
| 174952 | 222880 | |

Рис. 4.22. Зіставлення балансових, розрахункових та ринкових значень капіталу ПАТ «Одескабель»

*Таблиця 4.5*

Розрахунок фундаментальної вартості акцій ПАТ «Центренерго» за 2007-2011 рр.

| Рік | СК тис. грн. | Нпр | ДВ тис. грн. | Нд | БС | pk | r | M(p) | g | a | ак | u | topтим | ФСбн (без урах. корег. коеф.) | ФС (с урах. корег. коеф.) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2004 | 2088600 | 0,25 | 1385 | 0,13 | | | | | | | | | | | |
| 2005 | 2100404 | 0,25 | 5273 | 0,13 | 2102041 | 0,01 | 0,145 | | | | | | | | |
| 2006 | 2214698 | 0,25 | 44179 | 0,13 | 2224560 | 0,06 | 0,150 | | | | | | | | |
| 2007 | 2240303 | 0,25 | 0 | 0,13 | 2233902 | 0,01 | 0,144 | 0,015 | 0,015 | 492,7 | 0,000 | 0,135 | 0,000 | 2240303 | 1568212 |
| 2008 | 2032767 | 0,25 | 680 | 0,13 | 2085243 | -0,07 | 0,243 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,218 | 0,000 | 2032767 | 1016383 |
| 2009 | 1796933 | 0,25 | 23402 | 0,15 | 1875783 | -0,08 | 0,205 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,186 | 0,000 | 1796933 | 1257853 |
| 2010 | 1817823 | 0,25 | 110 | 0,15 | 1812694 | 0,01 | 0,144 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,135 | 0,000 | 1817823 | 1272476 |
| 2011 | 1864012 | 0,21 | 2699 | 0,15 | 1856606 | 0,02 | 0,166 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,154 | 0,000 | 1864012 | 1230248 |



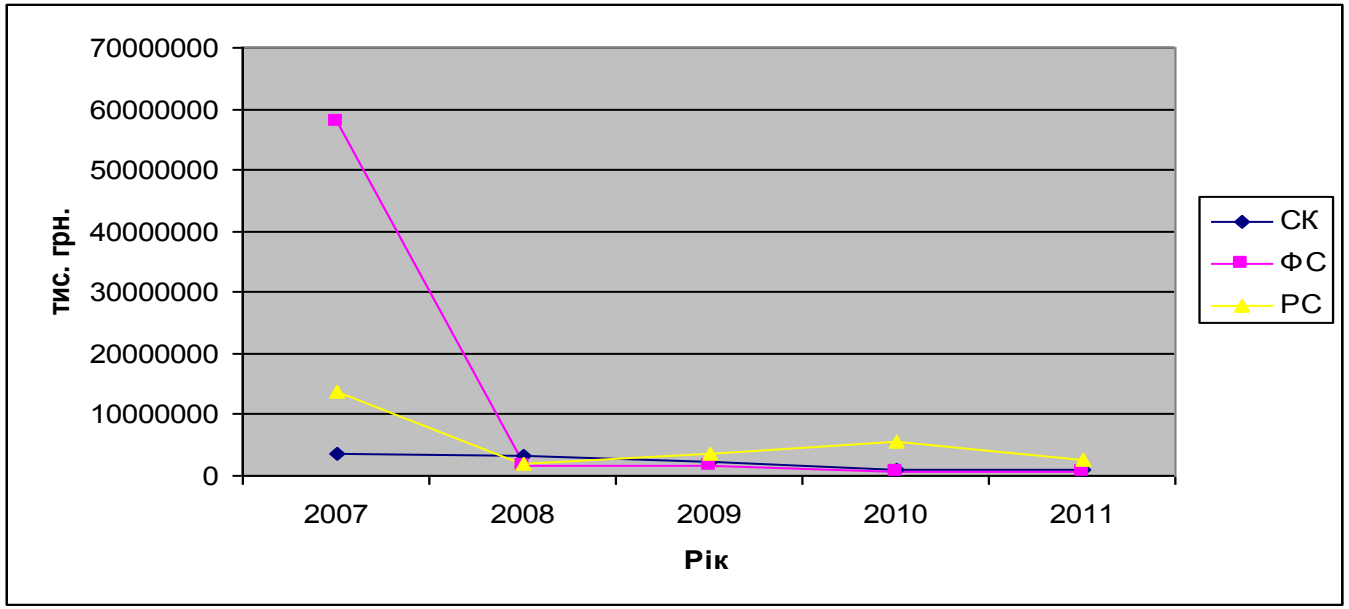

| ФС | РС | кореляц |
|---|---|---|
| 1568212 | 9968451 | |
| 1016383 | 1920917 | |
| 1257853 | 3501979 | 0,95 |
| 1272476 | 5415508 | |
| 1230248 | 3106714 | |
| СК | РС | кореляц |
| 2240303 | 9968451 | |
| 2032767 | 1893211 | |
| 1796933 | 3501979 | 0,65 |
| 1817823 | 5415508 | |
| 1864012 | 3106714 | |
| БС | РС | кореляц |
| 2233902 | 9968451 | |
| 2085243 | 1893211 | |
| 1875783 | 3501979 | 0,55 |
| 1812694 | 5415508 | |
| 1856606 | 3106714 | |

Рис. 4.23. Зіставлення балансових, розрахункових та ринкових значень капіталу ПАТ «Центренерго».

*Таблиця 4.6*

Розрахунок фундаментальної вартості акцій ПАТ «Алчевський металургійний комбінат» за 2007-2011 рр.

| Рік | СК тис. грн. | Нпр | ДВ тис. грн. | Нд | БС | pk | r | M(p) | g | a | ак | u | топтим | ФСбн (без урах. корег. коеф.) | ФС (с урах. корег. коеф.) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2004 | 89867 | 0,25 | 961 | 0,13 | | | | | | | | | | | |
| 2005 | 795863 | 0,25 | 0 | 0,13 | 619364 | 5,89 | 0,145 | | | | | | | | |
| 2006 | 1963001 | 0,25 | 0 | 0,13 | 1671217 | 1,10 | 0,150 | | | | | | | | |
| 2007 | 3596935 | 0,25 | 0 | 0,13 | 3188452 | 0,62 | 0,144 | 1,593 | 0,887 | 5082899 | 1,413 | 0,135 | 14,170 | 8254555 | 5778188 |
| 2008 | 3421526 | 0,25 | 0 | 0,13 | 3465378 | -0,04 | 0,243 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,218 | 0,000 | 3421525 | 1710763 |
| 2009 | 2383346 | 0,25 | 0 | 0,15 | 2642891 | -0,23 | 0,205 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,186 | 0,000 | 2383346 | 1668342 |
| 2010 | 921206 | 0,25 | 0 | 0,15 | 1286741 | -0,46 | 0,144 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,135 | 0,000 | 921206 | 644844 |
| 2011 | 983184 | 0,21 | 0 | 0,15 | 970169 | 0,05 | 0,166 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,154 | 0,000 | 983184 | 688229 |




| ФС | РС | кореляц |
|---|---|---|
| 57781889 | 13660885 | |
| 1710763 | 2062020 | |
| 1668342 | 3544098 | 0,96 |
| 644844 | 5477241 | |
| 688229 | 2577525 | |
| СК | РС | кореляц |
| 3596935 | 13660885 | |
| 3421526 | 2062020 | |
| 2383346 | 3544098 | 0,43 |
| 921206 | 5477241 | |
| 983184 | 2577525 | |
| БС | РС | кореляц |
| 3188452 | 13660885 | |
| 3465378 | 2062020 | |
| 2642891 | 3544098 | 0,30 |
| 1286741 | 5477241 | |
| 970169 | 2577525 | |

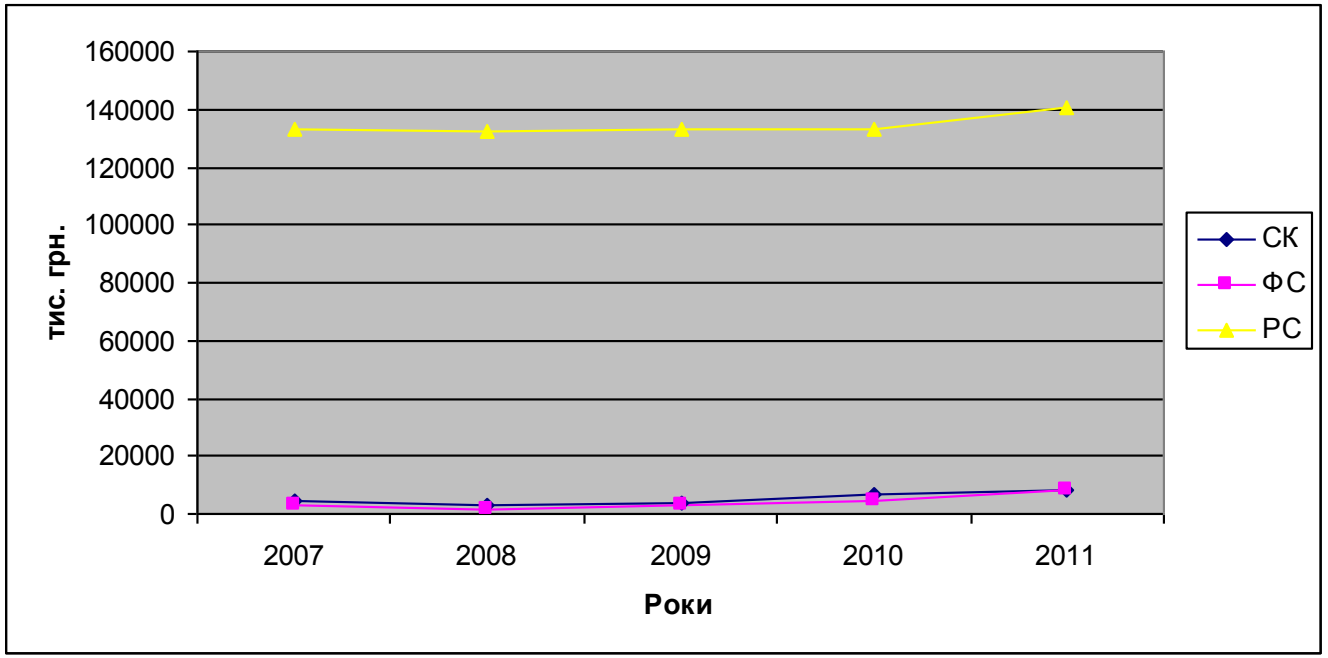
Рис. 4.24. Зіставлення балансових, розрахункових та ринкових значень капіталу ПАТ «Алчевський металургійний комбінат».

*Таблиця 4.7*

Розрахунок фундаментальної вартості акцій ПАТ «Фармація» за 2007-2011 рр.

| Рік | СК тис. грн. | Нпр | ДВ тис. грн. | Нд | БС | pk | r | M(p) | g | a | ак | u | tоптим | ФСбн (без урах. корег. коеф.) | ФС (с урах. корег. коеф.) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2004 | 8100 | 0,25 | 0 | 0,13 | | | | | | | | | | | |
| 2005 | 5283 | 0,25 | 0 | 0,13 | 5987 | -0,26 | 0,145 | | | | | | | | |
| 2006 | 3077 | 0,25 | 0 | 0,13 | 3629 | -0,31 | 0,150 | | | | | | | | |
| 2007 | 4302 | 0,25 | 0 | 0,13 | 3996 | 0,30 | 0,144 | -0,092 | -0,096 | 38,031 | 0,009 | 0,135 | 0,000 | 4302 | 3011 |
| 2008 | 2989 | 0,25 | 0 | 0,13 | 3317 | -0,23 | 0,243 | -0,081 | -0,085 | 20,541 | 0,007 | 0,218 | 0,000 | 2989 | 1494 |
| 2009 | 3948 | 0,25 | 0 | 0,15 | 3708 | 0,24 | 0,205 | 0,103 | 0,098 | 40,132 | 0,010 | 0,186 | 0,000 | 3948 | 2764 |
| 2010 | 6385 | 0,25 | 0 | 0,15 | 5776 | 0,46 | 0,144 | 0,158 | 0,147 | 148,150 | 0,023 | 0,135 | 4,113 | 6542 | 4579 |
| 2011 | 8049 | 0,21 | 0 | 0,15 | 7700 | 0,21 | 0,166 | 0,303 | 0,263 | 642,367 | 0,078 | 0,154 | 8,525 | 12192 | 8534 |

| ФС | РС | кореляц |
|---|---|---|
| 3011 | 133333 | 0,95 |
| 1494 | 132549 | |
| 2764 | 133372 | |
| 4579 | 133451 | |
| 8534 | 140392 | |
| СК | РС | кореляц |




| | | |
|---|---|---|
| 4302 | 133333 | |
| 2989 | 132549 | |
| 3948 | 133372 | 0,82 |
| 6542 | 133451 | |
| 8094 | 140392 | |
| БС | РС | кореляц |
| 3996 | 133333 | |
| 3317 | 132549 | |
| 3708 | 133372 | 0,89 |
| 5776 | 133451 | |
| 7700 | 140392 | |

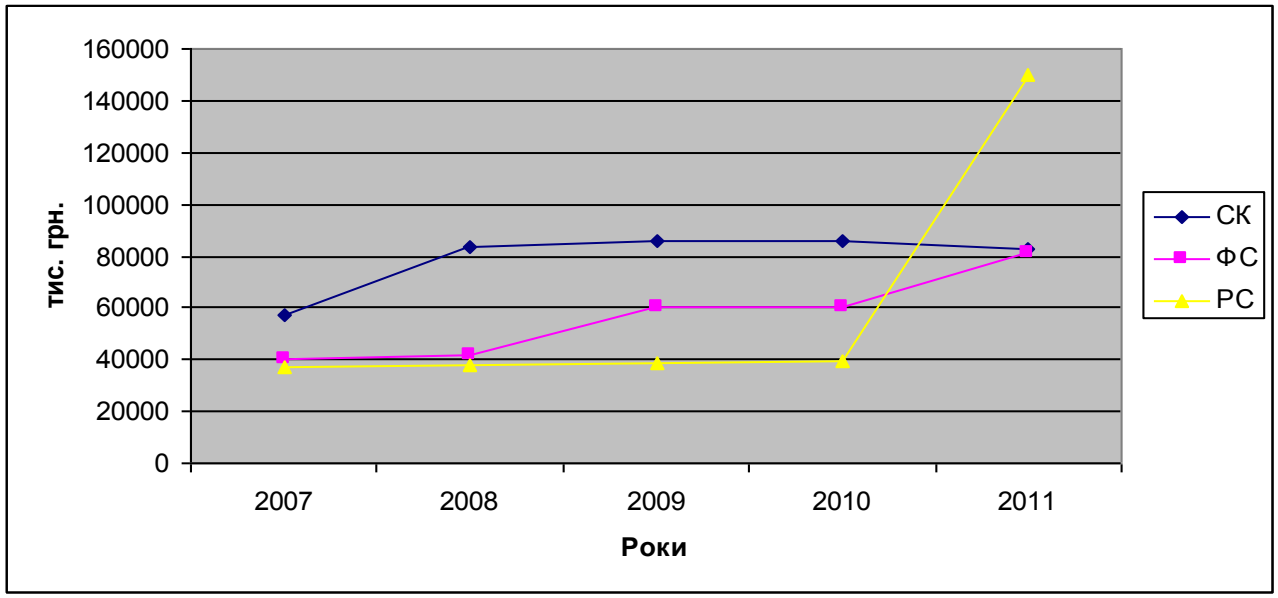
Рис. 4.25. Зіставлення балансових, розрахункових та ринкових значень капіталу ПАТ «Фармація»

*Таблиця 4.8*

Розрахунок фундаментальної вартості акцій ПАТ «Одеський коровай» за 2007-2011 рр.

| Рік | СК тис. грн. | Нпр | ДВ тис. грн. | Нд | БС | pk | r | M(p) | g | a | ак | u | топтим | ФСбн (без урах. корег. коеф.) | ФС (с урах. корег. коеф.) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2004 | 44438 | 0,25 | 0 | 0,13 | | | | | | | | | | | |
| 2005 | 51561 | 0,25 | 0 | 0,13 | 49781 | 0,12 | 0,145 | | | | | | | | |
| 2006 | 52285 | 0,25 | 0 | 0,13 | 52104 | 0,01 | 0,150 | | | | | | | | |
| 2007 | 57368 | 0,25 | 0 | 0,13 | 56097 | 0,07 | 0,144 | 0,045 | 0,044 | 114,557 | 0,002 | 0,135 | 0,000 | 57367 | 40157 |
| 2008 | 83552 | 0,25 | 0 | 0,13 | 77006 | 0,34 | 0,243 | 0,064 | 0,062 | 332,123 | 0,004 | 0,218 | 0,000 | 83552 | 58486 |
| 2009 | 85871 | 0,25 | 0 | 0,15 | 85291 | 0,02 | 0,205 | 0,080 | 0,077 | 533,494 | 0,006 | 0,186 | 0,000 | 85871 | 60110 |
| 2010 | 85901 | 0,25 | 893 | 0,15 | 86653 | 0,01 | 0,144 | 0,040 | 0,039 | 135,935 | 0,002 | 0,135 | 0,000 | 85901 | 60131 |
| 2011 | 82659 | 0,21 | 2 | 0,15 | 83342 | -0,03 | 0,166 | 0,001 | 0,001 | 0,025 | 0,000 | 0,154 | 0,000 | 82659 | 74393 |

| ФС | РС | кореляц |
|---|---|---|
| 40157 | 36805 | 0,83 |
| 41776 | 37509 | |
| 60110 | 38916 | |
| 60131 | 39150 | |




| | | |
|---|---|---|
| 81419 | 150036 | |
| СК | РС | кореляц |
| 57368 | 36805 | |
| 83552 | 37509 | |
| 85871 | 38916 | 0,18 |
| 85901 | 39150 | |
| 82659 | 150036 | |
| БС | РС | кореляц |
| 56097 | 36805 | |
| 77006 | 37509 | |
| 85291 | 38916 | 0,27 |
| 86653 | 39150 | |
| 83342 | 150036 | |

Рис. 4.26. Зіставлення балансових, розрахункових та ринкових значень капіталу ПАТ «Одеський коровай»

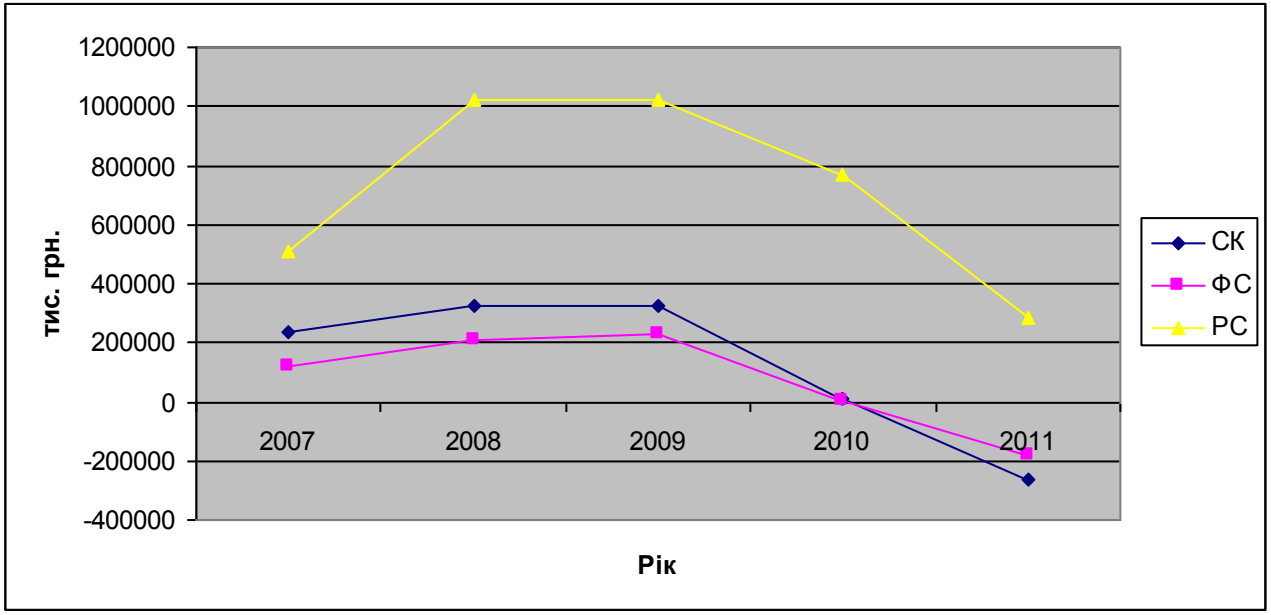
*Таблиця 4.9*

Розрахунок фундаментальної вартості акцій ПАТ «Рівнеазот» за 2007-2011 рр.

| Рік | СК тис. грн. | Нпр | ДВ тис. грн. | Нд | БС | pk | r | M(p) | g | a | ак | u | топтим | ФСбн (без урах. корег. коеф.) | ФС (с урах. корег. коеф.) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2004 | 367613 | 0,25 | 0 | 0,13 | | | | | | | | | | | |

| | | | | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2005 | 371805 | 0,25 | 0 | 0,13 | 370757 | 0,01 | 0,145 | | | | | | | | |
| 2006 | 340094 | 0,25 | 0 | 0,13 | 348022 | -0,06 | 0,150 | | | | | | | | |
| 2007 | 239314 | 0,25 | 0 | 0,13 | 264509 | -0,22 | 0,144 | -0,093 | -0,097 | 2149,492 | 0,009 | 0,135 | 0,000 | 239314 | 167519 |
| 2008 | 322573 | 0,25 | 0 | 0,13 | 301758 | 0,26 | 0,243 | -0,008 | -0,008 | 23,010 | 0,000 | 0,218 | 0,000 | 322572 | 161286 |
| 2009 | 325032 | 0,25 | 0 | 0,15 | 324417 | 0,01 | 0,205 | 0,015 | 0,015 | 70,672 | 0,000 | 0,186 | 0,000 | 325031 | 227522 |
| 2010 | 8517 | 0,25 | 0 | 0,15 | 87031 | -0,73 | 0,144 | -0,155 | -0,167 | 220,372 | 0,026 | 0,135 | 0,000 | 8517 | 5962 |
| 2011 | -262769 | 0,21 | 0 | 0,15 | -139331 | -1,43 | 0,166 | -0,718 | -1,119 | -211117,9 | 0,803 | 0,154 | 0,000 | -262769 | -183938 |

| ФС | РС | кореляц |
|---|---|---|
| 167519 | 510564 | 0,75 |
| 161286 | 1021128 | |
| 227522 | 1021128 | |
| 5962 | 765846 | |
| -183938 | 282512 | |
| СК | РС | кореляц |
| 239314 | 510564 | 0,79 |
| 322573 | 1021128 | |
| 325032 | 1021128 | |



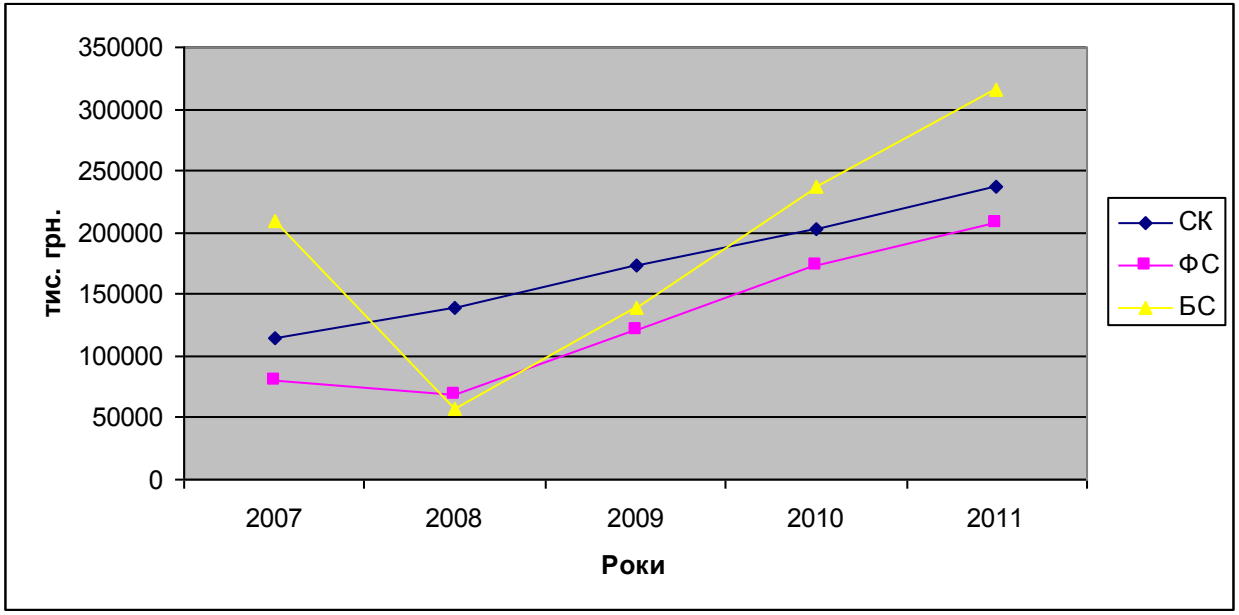

| | | |
|---|---|---|
| 8517 | 765846 | |
| -262769 | 282512 | |
| БС | РС | кореляц |
| 264509 | 510564 | |
| 301758 | 1021128 | |
| 324417 | 1021128 | 0,78 |
| 87031 | 765846 | |
| -139331 | 282512 | |

Рис. 4.27. Зіставлення балансових, розрахункових та ринкових значень капіталу ПАТ «Рівнеазот»

*Таблиця 4.10*

Розрахунок фундаментальної вартості акцій ПАТ «Житомирський маслозавод» за 2007-2011 рр.

| Рік | СК тис. грн. | Нпр | ДВ тис. грн. | Нд | БС | pk | r | M(p) | g | a | ак | u | topтим | ФСбн (без урах. корег. коеф.) | ФС (с урах. корег. коеф.) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2004 | 67318 | 0,25 | 0 | 0,13 | | | | | | | | | | | |
| 2005 | 77158 | 0,25 | 0 | 0,13 | 74698 | 0,11 | 0,145 | | | | | | | | |
| 2006 | 94859 | 0,25 | 0 | 0,13 | 90433 | 0,17 | 0,150 | | | | | | | | |
| 2007 | 113897 | 0,25 | 0 | 0,13 | 109138 | 0,15 | 0,144 | 0,142 | 0,132 | 2132,783 | 0,019 | 0,135 | 0,000 | 113897 | 108202 |
| 2008 | 138651 | 0,25 | 0 | 0,13 | 132463 | 0,16 | 0,243 | 0,162 | 0,150 | 3350,956 | 0,024 | 0,218 | 0,000 | 138651 | 69326 |
| 2009 | 172678 | 0,25 | 0 | 0,15 | 164171 | 0,18 | 0,205 | 0,165 | 0,153 | 4357,755 | 0,025 | 0,186 | 0,000 | 172678 | 86339 |
| 2010 | 202903 | 0,25 | 0 | 0,15 | 186840 | 0,35 | 0,144 | 0,199 | 0,181 | 7311,080 | 0,036 | 0,135 | 7,408 | 248524 | 124262 |
| 2011 | 237053 | 0,21 | 0 | 0,15 | 223534 | 0,29 | 0,166 | 0,235 | 0,211 | 11753,299 | 0,050 | 0,154 | 6,747 | 297461 | 166578 |



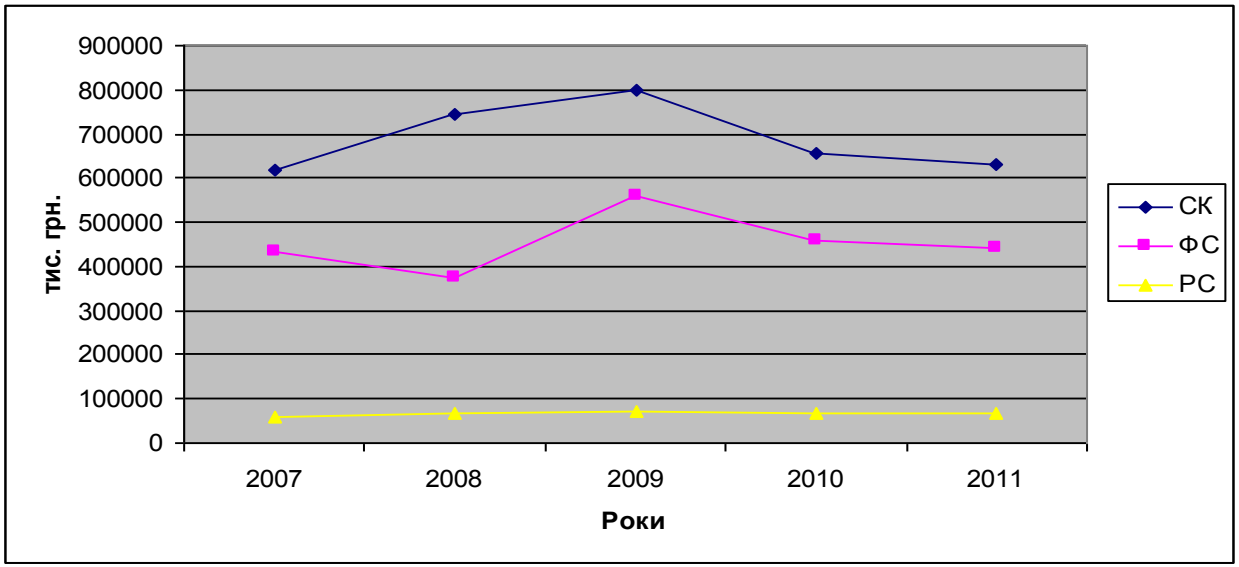

| ФС | РС | кореляц |
|---|---|---|
| 79728 | 208987 | |
| 69325 | 57123 | |
| 120875 | 139325 | 0,83 |
| 173967 | 236853 | |
| 208223 | 314875 | |
| СК | РС | кореляц |
| 113897 | 208987 | |
| 138651 | 57123 | |
| 172678 | 139325 | 0,67 |
| 202903 | 236853 | |
| 237053 | 314875 | |
| БС | РС | кореляц |
| 109138 | 208987 | |
| 132463 | 57123 | |
| 164171 | 139325 | 0,66 |
| 186840 | 236853 | |
| 223534 | 314875 | |

Рис. 4.28. Зіставлення балансових, розрахункових та ринкових значень капіталу ПАТ «Житомирський маслозавод»

*Таблиця 4.11*

Розрахунок фундаментальної вартості акцій ПАТ «Судноплавна компанія «Укррічфлот» за 2007-2011 рр.

| Рік | СК тис. грн. | Нпр | ДВ тис. грн. | Нд | БС | pk | r | M(p) | g | a | ак | u | topтим | ФСбн (без урах. корег. коеф.) | ФС (с урах. корег. коеф.) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2004 | 552064 | 0,25 | 2392 | 0,13 | | | | | | | | | | | |
| 2005 | 557545 | 0,25 | 3354 | 0,13 | 559093 | 0,01 | 0,145 | | | | | | | | |
| 2006 | 544369 | 0,25 | 4254 | 0,13 | 551364 | -0,01 | 0,150 | | | | | | | | |
| 2007 | 617350 | 0,25 | 4459 | 0,13 | 602984 | 0,11 | 0,144 | 0,036 | 0,036 | 805,107 | 0,001 | 0,135 | 0,000 | 617349 | 432145 |
| 2008 | 745059 | 0,25 | 5278 | 0,13 | 717724 | 0,16 | 0,243 | 0,086 | 0,083 | 5330,587 | 0,007 | 0,218 | 0,000 | 745058 | 372529 |
| 2009 | 798919 | 0,25 | 3415 | 0,15 | 788357 | 0,06 | 0,205 | 0,101 | 0,096 | 7694,497 | 0,010 | 0,186 | 0,000 | 798918 | 559243 |
| 2010 | 657338 | 0,25 | 9 | 0,15 | 679276 | -0,09 | 0,144 | 0,044 | 0,043 | 1252,848 | 0,002 | 0,135 | 0,000 | 657337 | 460136 |
| 2011 | 632362 | 0,21 | 3 | 0,15 | 667342 | -0,16 | 0,166 | -0,065 | -0,067 | 2757,841 | 0,004 | 0,154 | 0,000 | 632361 | 442652 |



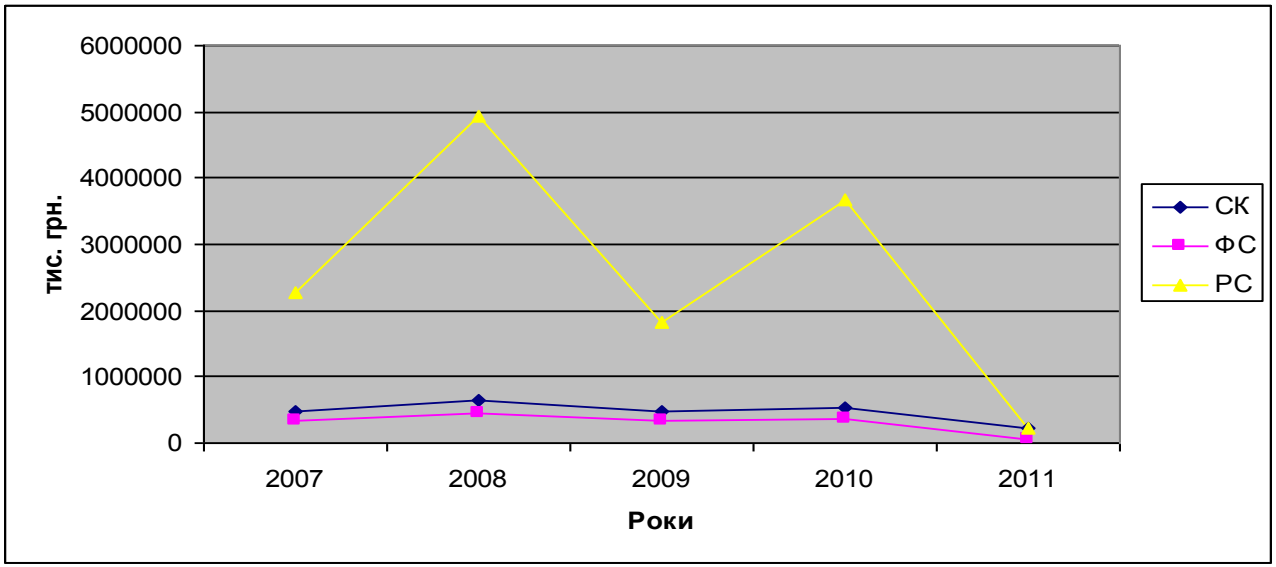

| ФС | РС | кореляц |
|---|---|---|
| 432145 | 60012 | |
| 372529 | 65264 | |
| 559243 | 72765 | 0,73 |
| 460136 | 67138 | |
| 442652 | 66387 | |
| СК | РС | кореляц |
| 617350 | 60012 | |
| 745059 | 65264 | |
| 798919 | 72765 | 0,75 |
| 657338 | 67138 | |
| 632362 | 66387 | |
| БС | РС | кореляц |
| 602984 | 60012 | |
| 717724 | 65264 | |
| 788357 | 72765 | 0,92 |
| 679276 | 67138 | |
| 667342 | 66387 | |

Рис. 4.29. Зіставлення балансових, розрахункових та ринкових значень капіталу ПАТ «Судноплавна компанія "Укррічфлот"»

*Таблиця 4.12*

Розрахунок фундаментальної вартості акцій ПАТ «Запорізький завод феросплавів» за 2007-2011 рр.

| Рік | СК тис. грн. | Нпр | ДВ тис. грн. | Нд | БС | pk | r | M(p) | g | a | ак | u | topтим | ФСбн (без урах. корег. коеф.) | ФС (с урах. корег. коеф.) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2004 | 197435 | 0,25 | 0 | 0,13 | | | | | | | | | | | |
| 2005 | 420653 | 0,25 | 0 | 0,13 | 364849 | 0,85 | 0,145 | | | | | | | | |
| 2006 | 424742 | 0,25 | 0 | 0,13 | 423720 | 0,01 | 0,150 | | | | | | | | |
| 2007 | 466904 | 0,25 | 0 | 0,13 | 456364 | 0,07 | 0,144 | 0,077 | 0,074 | 2679,763 | 0,006 | 0,135 | 0,000 | 466901 | 326831 |
| 2008 | 631233 | 0,25 | 0 | 0,13 | 590151 | 0,26 | 0,243 | 0,052 | 0,051 | 1684,275 | 0,003 | 0,218 | 0,000 | 631222 | 441856 |
| 2009 | 483628 | 0,25 | 7 | 0,15 | 520535 | -0,18 | 0,205 | 0,054 | 0,053 | 1390,755 | 0,003 | 0,186 | 0,000 | 483622 | 338535 |
| 2010 | 537649 | 0,25 | 20 | 0,15 | 561062 | -0,11 | 0,144 | -0,008 | -0,008 | 30,537 | 0,000 | 0,135 | 0,000 | 537641 | 376349 |
| 2011 | 232018 | 0,21 | 469 | 0,15 | 285255 | -0,41 | 0,166 | -0,232 | -0,263 | 14157,579 | 0,061 | 0,154 | 16,124 | 90781 | 63547 |




| ФС | РС | кореляц |
|---|---|---|
| 326831 | 2279550 | 0,90 |
| 441856 | 4946623 | |
| 338535 | 1823640 | |
| 376349 | 3670075 | |
| 63547 | 227955 | |
| СК | РС | кореляц |
| 466904 | 2279550 | 0,94 |
| 631233 | 4946623 | |
| 483628 | 1823640 | |
| 537649 | 3670075 | |
| 232018 | 227955 | |
| БС | РС | кореляц |
| 456364 | 2279550 | 0,90 |
| 590151 | 4946623 | |
| 520535 | 1823640 | |
| 561062 | 3670075 | |
| 285255 | 227955 | |

Рис. 4.30. Зіставлення балансових, розрахункових та ринкових значень капіталу ПАТ «Запорізький завод феросплавів»

На наступному етапі, для порівняння отриманих результатів розрахунків фундаментальних вартостей з показниками капіталізації компаній для цих же звітних періодів розрахуємо коефіцієнт кореляції для отриманих даних. Значення коефіцієнта кореляції для компаній подано в табл. 4.13.

*Таблиця 4.13*

Показники залежності фундаментальної та ринкової вартості акцій*

| Назва компанії | Галузь | Значення коефіцієнта кореляції між ФС и РС |
|---|---|---|
| 1. ПАТ «Мотор Січ» | Авіаційна промисловість | 77% |
| 2. ПАТ «Одескабель» | Кабельна промисловість | 73% |
| 3. ПАТ «Центренерго» | Енергетика | 95% |
| 4. ПАТ «Алчевський металургійний комбінат» | Чорна металургія | 96% |
| 5. ПАТ «Фармація» | Аптечні заклади | 95% |
| 6. ПАТ «Одеський коровай» | Хлібопекарська промисловість | 83% |
| 7. ПАТ «Рівнеазот» | АПК (виробництво добрив та азотних сполук) | 75% |
| 8. ПАТ «Житомирський маслозавод» | Маслоробна, сироробна і молочна промисловість | 83% |
| 9. ПАТ | Транспорт (діяльність | 73% |

| | | |
|---|---|---|
| «Судноплавна компанія "Укррічфлот"» | вантажного річкового транспорту) | |
| 10. ПАТ «Запорізький завод феросплавів» | Кольорова металургія | 90% |

Як ми бачимо з табл. 4.13, розраховані коефіцієнти кореляції повністю підтверджують наявність функціональної залежності між внутрішньою (фундаментальною) вартістю (ФС) і ринковою вартістю (РС) компаній. А результат кількісного порівняння (Δ) і його знак дають можливість інвестору прийняти рішення про покупку або про продаж активу на фондовому ринку.

Крім того, коефіцієнти кореляції ринкової вартості компанії (ринкової капіталізації) з показниками її фінансової звітності (показники власного капіталу та балансовою цінністю для акціонерів, яка враховує показник дивідендних виплат) підтверджує те, що вибір нами саме цих параметрів моделі був зроблений правильно і пропонована модель чітко фіксує всі фактори, від яких залежить вартість.

Також модель є застосовною в незалежності від галузевої приналежності підприємства.

Модель «МОНА» в процесі тестування показала те, що вона може бути використана як повноцінний інструмент фінансового менеджменту для оцінки вартості бізнесу. Вона відповідає основним існуючим критеріям ефективної моделі, таким як достовірність і придатність.

Відповідність моделі такому критерію як достовірність проявляється в тому, що вона здатна відображати економічні процеси створення внутрішньої (фундаментальної) вартості. Відповідність моделі оцінки «МОНА» другому критерію – застосовності,

проявляється у відповідності її таким складовим підкритеріям цього критерію: зрозумілості, несуперечливості, облікової можливості і верифікованості.

Так, розроблена модель орієнтується тільки на ті основні фінансові показники, за якими підприємство звітує (облікова можливість). Крім цього, усі використовувані фінансові показники для оцінки фундаментальної вартості в моделі «МОНА» є зрозумілими менеджерам усіх рівнів (критерій зрозумілості). Також результати розрахунків фундаментальної (внутрішньої) вартості компаній несуперечливі (критерій несуперечності) і можуть бути перевірені незалежним користувачем інформації з отриманням того ж результату без прийняття яких-небудь істотних припущень (критерій верифікованості).

Необхідно також зазначити, що запропонована модель завдяки своїй залежності від такого параметра як відсоткова ставка, здатна реагувати на зміни, які відбуваються в економіці в цілому.

Так, при збільшенні відсоткової ставки в умовах кризи вона здатна адаптуватися і давати наближені до реальності дані, що в деякому розумінні дає можливість передбачати настання кризових явищ в економіці (критерій прогнозованості). Для того, щоб наочно показати вплив кризової ситуації на модель «МОНА», припустимо, що ставка кредитування для ПАТ «Фармація» у 2010 році склала значення, яке було у 2008 році (24,5%), а темп розширення системи через скорочення попиту і подальшого скорочення інвестицій склав 3% в рік, тоді значення внутрішньої (розрахункової) вартості для цієї компанії зміниться. Графічне зображення результатів розрахунку фундаментальної вартості акцій для ПАТ «Формація» до зміни параметрів моделі і після подано на рис. 4.31 та 4.32.

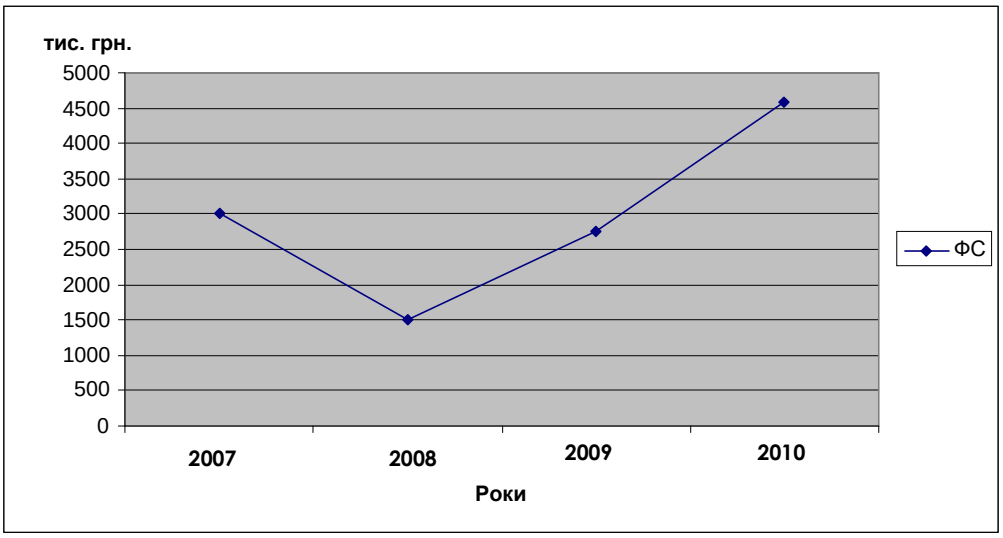



Рис. 4.31 Розрахунок фундаментальної вартості для акцій ПАТ «Формація»
до зміни параметрів моделі

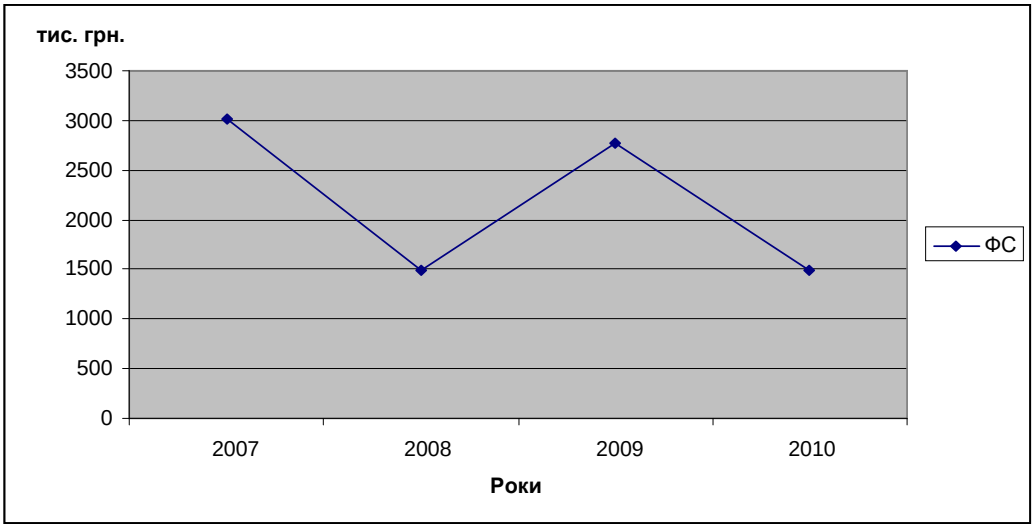



Рис. 4.32 Розрахунок фундаментальної вартості для акцій ПАТ «Формація»
після зміни параметрів моделі

На рис. 4.31-4.32 видно, що під впливом кризових явищ внутрішня, розрахункова (фундаментальна) вартість компанії знижується. Це і є доказом того, що розроблювана нами модель здатна реагувати на економічну ситуацію в країні в цілому. Так, під впливом фінансової кризи найчастіше відбувається зміна річної

відсоткової ставки ($r$), яка є для нашої моделі єдиним зовнішнім параметром і має зовнішній вплив на результати, отримані за моделлю «МОНА». Саме наявність цього єдиного екзогенного параметру робить її керованою з боку фінансового регулятора.

Також зміна розрахункової вартості під впливом лише одного параметра підкреслює цілісність, що притаманна нашій моделі, оскільки зміна одного параметра системи призвела до змін усіх інших елементів системи (у тому числі і внутрішньої вартості).

Пропонована модель враховує всі найбільш важливі (ключові) фактори, що впливають на вартість бізнесу. У разі, якщо надалі буде знайдений ще який-небудь важливий параметр, то його врахування в цій моделі дозволить розвинути і зробити результати розрахунків ще більш точними. Але навіть і в пропонованому вигляді модель «МОНА» дає правдоподібні оцінки взаємозв'язку внутрішньої (фундаментальної) і ринкової вартості, і для оцінки активів, що не котуються, цього цілком достатньо.

Таким чином, тестування запропонованої моделі оцінки акцій на фактичних даних 10 українських акціонерних товариств показало відповідність моделі всім критеріям якості, існуючим для оцінки можливості застосування моделі. Проведене тестування моделі також показало наявність жорсткої функціональної залежності між величиною акціонерного капіталу, внутрішньою (фундаментальною) вартістю і ринковою капіталізацією компаній, тобто наявність чіткої залежності між звітними, розрахунковими і ринковими значеннями.

Проаналізувавши динаміку фінансових показників компаній, модель «МОНА» здатна прогнозувати оцінку бізнесу ринком і тим самим задає тренд руху ринкових цін на акції компанії, тобто внутрішня вартість промальовує тренд ринкової капіталізації. Завдяки цій властивості модель можна розглядати як функцію, що заміщає, для ринкової капіталізації при оцінці компаній, за якими відсутні ринкові індикатори.

Високі пояснюючі властивості «МОНА» підтверджуються здатністю моделі змінюватися в напрямку тенденцій керуючих параметрів, що дає можливість цій моделі зберігати свої пояснюючі властивості і в період кризи (модель здатна реагувати на зміну випереджального індикатора фінансової кризи – на зміну ставки кредитування).

У цілому, модель «МОНА» дає правдоподібні оцінки взаємозв'язку внутрішньої (фундаментальної) та ринкової вартості, відповідає основним критеріям ефективної моделі оцінки і може бути визнана придатним інструментом для оцінки вартості акцій приватних акціонерних товариств.

## Література до розділу 1


1. UNCTAD Hand book of Statistics 2008.United Nations. New York and Geneva. 2008. P. 408, 430.
2. Експерт, 19 січня 2009.С. 76.
3. Иванов И.Д. Внешнеэкономический комплекс России: взгляд изнутри. М., 2009. С. 4.
4. WTO. International Trade Statistics 2008.Geneva. P. 7.
5. ttp://www.intertrends.ru/twenty/002.htm-note6#note6 –UNCTAD World Investment Report 2008. Transnational Corporations and the Infrastructure Challenge. United Nations. New York and Geneva.2008. P. 10.
6. Рубцов Б.Б. Финансовый рынок Франции. / Б.Б. Рубцов. // журнал "Портфельный инвестор" – 2009. – №3-4. – С. 90-108.
7. Шишков Ю.В. Перспективы глобализации // Мировая экономика. Прогноз до 2020 г. М.: «Магистр», 2007. С.36, 37.
8. Аганбегян А. Кризис: беда и шанс для России. М.: Астрель, 2009. С. 8.
9. International Monetary Fund. Global Economic Outlook Update, January 28, 2009; Economist, 31.01.2009.
10. Алексашенко С. Кризис-2008: пора ставить диагноз // Вопросы экономики. - 2008. -№11. - с.24-30.
11. Вахненко Т. Кредитно-боргова експансія банків та методи її стримування // Дзеркало тижня.-2008.-№19.-с.9.
12. Гальчинський А. Світова грошова криза: витоки, логіка трансформацій // Дзеркало тижня.-2008.-№42.-с.8.
13. Корнеев В. Кураж и риски финансових спекуляций // Инвестгазета-2008.-22-28.09.-с.56-61.
14. Кейнс Дж.М. Общая теория занятости, процента и денег. Избр.- М.: Экономика, 1993.-343с.
15. Уманців Ю.М. Глобальні фінансові виклики:світовий досвід та українські реалії//Фінанси України.-2009.-№1.-с.73-85.

16. РБК - ежемесячный деловой журнал-2008.-№12.-с.-61-62.
17. Делягин М. Политика модернизации и глобальный финансовый кризис // Свободная мысль.-2008.-№1.-с22.
18. Попов В. Інвестиційна складова становлення економіки України // Вісник НБУ. - 2008. - № 11.- с.15-16.
19. Міщенко В.І., Лисенко В.І.Взаємодія органів державного управління як фактор подолання фінансової кризи // Фінанси України.-2009.-№1.-с.50-57.
20. Міщенко В.І., Міщенко С.В. Основні напрями забезпечення стабільності фінансового сектору України в контексті глобалізаційних процесів//Фінанси України. - 2008. - №5. - с.56-69.
21. Павлов К.В. Патоинституты, патоинститутционализм и модернизация российской экономики. // Інвестиції: практика та досвід. - № 16 – 2013. – С. 28-32
22. Державний комітет статистики України [Електронний ресурс] - Режим доступу: http://www.ukrstat.gov.ua/
23. Bank for International Settlements [Electronic resource] - Mode of access: WWW.URL: http://www.bis.org/ – Title from the screen.
24. Гаманкова О. Страховий ринок України у глобальному страховому просторі// Страхова справа. – 2012. – № 2(40). – с. 8-11.
25. Insuranse Top. – 2012. – № 1(37).
26. Стейб Д., Путайя М., Огляд глобального ринку страхування в 2012 році // Страхова справа – 2013 – №2(50). – с.28-31.
27. Страхування: Підручник/ Керівник авт.. кол. і наук ред.. С.С. Осадець. – К.: КНЕУ, 2002. – 599 с.
28. Щеглов Э. Морское страхование в Одессе в XIX веке// Украинские деловые новости. – 1993. – № 43.
29. Страховое дело/ Под ред. Л.И. Рейтмана. – М.: ЭКОС, 1992. – 546 с.
30. Основы страховой деятельности: Учебник / отв. ред. проф. Т.А. Федорова – М. Изд-во БЕК, 1999. – 776 с.

31. Осадець С. Напрямки модернізації страхової справи// Страхова справа. – 2012. – № 2(46) – с. 13-17.
32. Залєтов О. Обов'язкове страхування від нещасних випадків на транспорті: від профанації до реальних реформ// Страхова справа. – 2011. – № 3(43). – с. 44-46.
33. В Україні підвищать виплати пасажирам при страхуванні від нещасних випадків на транспорті в 4 рази// Страхова справа. – 2012. – № 3(47). – с. 35.
34. Страховик виплатив 220 млн. грн. за фіктивні пожежі в Дніпропетровську, не викликавши підозр у Нацкомфінпослуг// Страхова справа. – 2013. – № 2(50). – с. 22.
35. Инвест газета. – 2012. – № 44. – с. 23.
36. Закон України «Про депозитарну систему України» від 6 липня 2012 року № 5178 – VI [електронні ресурси]. – Режим доступу: zakon.rada.gov./laws/show/5178–6.
37. Арутюнян Р.Р., Арутюнян С.С., Ітигіна О.В. Сучасні проблеми реформування депозитарної системи України /Р.Р. Арутюнян, С.С. Арутюнян, О.В.Ітигіна /Вісник соціально-економічних досліджень Одеського національного економічного університету. – 2012. – Вип.4.
38. Закон України «Про цінні папери та фондову біржу» від 18.06.1991 № 1201 -XII [Електронні ресурси]. – Режим доступу: zakon.rada.gov.ua/laws/show/1201-12.
39. Закон України «Про національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» від 10.12.1997 № 710 /97 – ВР [Електронні ресурси ]. – Режим доступу: zakon.rada.gov.ua / laws/show/710-97-ВР.
40. Актуальные проблеми развития депозитарной системи Украины и пути их решения [Електронный ресурс]. – Режим доступа: www.corporativ.info/?/actually/3599/.
41. Депозитарий депозитарию рознь/С.Любимов [Електронный ресурс]. – Режим доступа: http://minprom.ua./digest/64487.html.

42. Депозитарий для рынка или чиновников? [Електронный ресурс]. – Режим доступа: http:digest.comments.ua/2011/03/28/242143/deposit ariy-rinka.html.
43. Приоритетние пути развития института депозитариев в России [Електроный ресурс]. – Режим доступа: http://www.petrov.arh.ru/chairman/clause/clepoway3.htm.
44. ПАРДон, Кабмин/ О.Галицкая [Електронный ресурс]. – Режим доступа: http:minrom.ua./digest/82259.html.
45. Центральний учет/Н. Максимчук [Електронный ресурс] – Режим
доступа: http://www.kommersant.ua./doc-y/t811762.
46. Зарегистрирован еще один законопроект о депозитарной системе. [Електронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.csa – expert.ru./Zakonodatelstvo/Novosti/256/.
47. Стратегії розвитку фінансових ринків країн СНД. // Матеріали міжнародного науково-практичного семінару, проведеного фінансовим університетом при уряді Російської Федерації, Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку України, Одеським національним економічним університетом 29-30 вересня 2011 року. – Одеса, – 2011.
48. НКЦПФР: Імплементація Закону «Про депозитарну систему» проходить успішно 11 березня 2013[Електронні ресурси]. – Режим доступу: 1tv.com.ua/ur/specialnews 2013/03/11/9264.
49. Закон преткновения [Електронний ресурс] – Режим доступа: www.pp–ag.com.ua/analuties/zakon–pretknoveniya.html
50. Контролируемый хаос: опасность нового закона про депозитарную систему/ Е. Резниченко [Електронный ресурс] – Режим доступа: www.prostobank.ua/finansovgg.gid/investitsii.

## Література до розділу 2

1. Гончаренко О.М. Дослідження стійкості розвитку підприємства як економічної системи / О.М. Гончаренко // Труды Одесского политехнического университета: Научный и производственно-практический сборник по техническим и естественным наукам. — Одесса, 2010 — Вып. 1(33) – 2(34). – С. 242 — 246.
2. Гамалій В.Ф. Дослідження стійкості функціонування промислово-економічних систем / В.Ф. Гамалій., І.В. Ніколаєв // Вісник економічної науки україни – 2008. – № 1. – С. 14-17.
3. Лігоненко Л.О. Антикризове управління підприємством: теоретиво-методологічні засади та практичний інструментарій / Л.О. Лігоненко – К.: КНТУ, 2001. – 580 с.
4. Усов А.В. Моделирование систем с распределенными параметрами: Монография. / А.В. Усов, А.Н. Дубов, Д.В. Дмитришин. — Одесса: Астропринт. — 2002. — 664 с.
5. Ревенко Д.С. Методы и модели прогнозирования динамических процессов с неопределенными данными. / Д.С. Ревенко, В.М. Вартанян. // Бизнес информ. — 2009. — №6. — С. 71—74.
6. Четыркин Е.М. Статистические методы прогнозирования. / Е.М.Четыркин. – М: Статистика. – 1977. – 200 с.
7. Гончаренко О.М. Прогнозування стійкого розвитку підприємства / О.М. Гончаренко // Менеджмент та підприємництво в Україні: етапи становлення і проблеми розвитку – Львів «Львівська політехніка» – 2010. – №691. – С. 130 – 135.
8. Кузык Б.Н. Прогнозирование, стратегическое планирование и национальное программирование: Учебник / Б.Н. Кузык, В.И. Кушлин, Ю.В. Яковец. – М.: Экономика, 2008. – 575 с.
9. Гончаренко О.М. Методи дослідження стійкого розвитку економічної системи в умовах кризи / О.М. Гончаренко // Вісник

Хмельницького національного університету. – Хмельницький, 2011. – № 2, Т.1 (173) – С. 206 – 112.
10. Концептуальні засади управління підприємством як економічною системою. Монографія / За заг. ред.к.е.н., доцента В.О. Коюди. – Харків: Вид. ХНЕУ, 2007. – 416 с.
11. Матвійчук А.В. Аналіз та прогнозування розвитку фінансово-економічних систем із використанням теорії нечіткої логіки. Монографія / А.В. Матвійчук. – К.: ЦНЛ, 2005. – 206 с.
12. Планування та прогнозування в умовах ринку. – Навчальний посібник / Під ред. Воронкової В.Г. – К.: Професіонал, 2006. – 608 с.
13. Гончаренко Е.Н. Управление устойчивостью экономических систем на основе оптимизации прогнозных характеристик / Е.Н. Гончаренко // Економіка та управління підприємствами машинобудівної галузі: проблеми теорії та практики. Збірник наукових праць. Національний аерокосмічний університет ім. Жуковського «Харківський авіаційний інститут» – Харків «ХАІ» – 2009. — №3. – С. 33 – 41.
14. Гончаренко Е.Н. Прогнозирование устойчивого развития экономических систем с помощью OLAP-модели / Е.Н. Гончаренко, А.В. Усов // Ученые записки Петрозаводского государственного университета / Петрозаводский государственный университет – Петрозаводск – 2013. - № 5 (134) – 2013.– С. 100 – 105.
15. Недосекин А. О. Методологические основы моделирования финансовой деятельности с использованием нечетких множеств: дисс. д-ра экон. наук. : 08.00.13 / Недосекин Алексей Олегович.  Санкт-Петеребург, 2003.  280 с.
16. Терещенко О. О. Фінансова санація та банкрутство підприємств : навчальний посібник / О. О. Терещенко. – К. : КНЕУ, 2000. – 412 с.

17. Довбня С., Шембель Ю. Финансовый анализ на различных этапах жизненного цикла предприятия [Текст] / С. Довбня, Ю. Шембель // БИЗНЕС ИНФОРМ. – 1998. – №17–18. – С. 87–92.
18. Корягіна С.В. Застосування показників фінансово-господарської діяльності для аналізу життєвого циклу підприємства [Текст] / С.В. Корягіна // Соціально – економічні дослідження в перехідний період. Фінансова політика приватизованих підприємств і механізми її реалізації (Збірник наукових праць). Вип.4 (XLII). – Львів. – 2003. – С.156–164.
19. Корягіна С.В. Методика розрахунку та аналіз показників життєвого циклу підприємства [Текст] / С.В. Корягіна // Вісник національного університету «Львівська політехніка». Логістика-Львів: Видавництво Національного університету «Львівська політехніка». □ 2003. □ №469. □ С.421 – 427.
20. Ковалев А.П. Диагностика банкротства [Текст] / А.П. Ковалев. □ М.: АО «Финстатинформ». □ 1995. □ 96 с.
21. Крюков А.Ф., Егорычев И.Г. Анализ методик прогнозирования кризисной ситуации коммерческих организаций с использованием финансовых индикаторов [Текст] / А.Ф. Крюков, И.Г. Егорічев // Менеджмент в России и за рубежом. □2001. □ №2. □ С.91 □ 98.
22. Тарасенко Н.В. Економічний аналіз діяльності промислового підприємства [Текст] / Н.В. Тарасенко. □ Львів: ЛБІ НБУ, 2000. □ 485 с.
23. Шеремет А.Д., Сайфулин Р.С., Негашев Е.В. Методика финансового анали за [Текст] / А.Д. Шеремет, С.Ф. Сайфулин, Е.В. Негашев. □ М.: ИНФРА □ М, 2000. □ 208 с.
24. Ареф'єва О. В. Діагностика ймовірності банкрутства за допомогою ідентифікації підприємств машинобудівної галузі в залежності від видів фінансової кризи [Текст] / О. В. Ареф'єва, Ю. В. Прохорова // Вісник економіки транспорту і промисловості : (зб. наук.–практ. статей). – 2008. – № 21. – С. 76–81.

25. Плюта В. Сравнительный многомерный анализ в эконометрическом моделировании [Текст] / Плюта В. – М. : Финансы и статистика, 1989. – 176 с.
26. Радионова Н.В. Антикризисный менеджмент [Текст]: [учеб. пособие для вузов] / Н.В. Радионова. – М.: ЮНИТИ – ДАНА, 2001. –223 с.
27. Постанова правління Національного банку України «Про затвердження Положення про порядок формування і використання резерву для відшкодування можливих втрат за позиками комерційних банків» №323 від 29.09.97 // [Електронний ресурс] // Режим доступу: http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/v0471500-97
28. Про затвердження Методики проведення поглибленого аналізу фінансово-господарського стану підприємств та організацій. Наказ Міністерства юстиції України №81 від 27.06.97 // [Електронний ресурс] // Режим доступу: http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z0288-97/page
29. Бланк И. А. Антикризисное финансовое управление предприятием / И. А. Бланк. – К. : Эльга, Ника – Центр, 2006. – 672 с.
30. Шершньова З. Є. Антикризова програма підприємства: методичні основи розробки та організації виконання / З. Є. Шершньова // Вісник Хмельницького національного університету. – 2010. – № 2. – Т. 1. – С. 140–143.

## Література до розділу 3


1. Офіційний сайт Національної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.dfp.gov.ua
2. Сайт Інтернет-журналу про страхування Forinsurer [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://forinsurer.com
3. Перспективы развития страхового рынка в Украине [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://banker.ua/bank_news/incidents/2012/05/21/1180456202/.
4. Клапків Ю., Тринчук В. Банківське страхування: нові виклики та можливості. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://forinsurer.com/public/08/12/26/3665
5. Стратегія розвитку страхового ринку України на 2012-2021 роки. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://ufu.org.ua/ua/about/activities/strategic_initiatives/5257
6. Соловей Н.В. Формування механізму взаємодії сторін при страхуванні авіаційного транспорту. - Автореферат дисертації на здобуття наукового ступеню кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.04. – Національний авіаційний університет. – Київ, 2007. – 19 с. – укр.
7. Корезин А. С. Проблема формирования критериев качества страхового продукта (услуги) в контексте особенностей рынка морского страхования. // Журнал университета водных коммуникаций, Вып. 3,2009. – с. 96-111.
8. Статистичний випуск НБУ від 28.10.2013 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=66239
9. Офіційне інтернет-представництво Національного банку України. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua

10. Закон України «Про страхування» від 07.03.1996 № 85/96-ВР. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://zakon4.rada.gov.ua/laws.
11. Рогова Д. Медицинское страхование как элемент эффективной мотивации персонала [Електронний ресурс] / Д. Рогова. – Режим доступу: http://forinsurer.com/public/13/02/01/4575.
12. Гомеля В.Б., Туленты Д.С. Страховой маркетинг (Актуальне вопросы методологи, теории и практики). - М.: Издательский центр «Анкил», 1999. – 128 с.
13. Вентцель Е.С. Исследование операций. - М.: Высшая школа, 2001. - 208 с.
14. Иванилов Ю.П., Лотов А.В. Математические модели в экономике. - М.: Наука, 1979. - 304 с.
15. Четыркин Е.М. Методы финансовых и коммерческих расчетов. 2-е изд., испр. и доп. – М.: Дело, 1995. – 348 с.
16. Четыркин Е.М. Статистические методы прогнозирования. - М.: «Статистика», 1986. - 184 с.
17. Гмурман В.Е. Теория вероятностей и математическая статистика. М.: Высшая школа, 2004. - 479 с.
18. Самойловський А.Л. Державне регулювання страхової діяльності в Україні. Автореф. дис. канд. екон. наук: 08.02.03. Наук.-дослід. екон. ін-т М-ва економіки. - К., 2000. - 17 с. - укр.
19. Зискінд І.О. Сутність державного регулювання та нагляду за страховиками// Вісник Академії адвокатури України. – К.: Видавничий центр Академії адвокатури України, 2009. – число 2(15). – с. 37-42.
20. Офіційні новини НКРРФПУ [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.dfp.gov.ua/197.html?&tx_ttnews[arc]=1&tx_ttnews[backPid]=215&tx_ttnews[pL]=2678399&tx_ttnews[pS]=1199138400&tx_ttnews[pointer]=16&tx_ttnews[tt_news]=11915&cHash=613463ab5c.

21. Управління європейської та євроатлантичної інтеграції і управління проектами [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.dfp.gov.ua/749.html
22. Снижение Moody's суверенного рейтинга Украины вызвало падение цены еврооблигаций. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://economics.unian.net/rus/news/176974-snijenie-moodys-suverennogo-reytinga-ukrainyi-vyizvalo-padenie-tsenyi-evroobligatsiy-ekspert.html
23. Розпорядження Дерфінпослуг №3755 від 17 березня 2005 року «Рекомендації щодо аналізу діяльності страховиків». [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://zakon.nau.ua/doc/?code=v3755486-05.
24. Баранова В.Г. Фінансовий механізм функціонування страхової системи/ - Одеса: Видавництво «ВМВ», 2009. – 380 с.
25. Закон України «Про систему оподаткування» від 25.06.1991 № 1251-XII. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/1251-12.
26. Закон України «Про оподаткування прибутку підприємств» від 28.12.1994 № 334/94-ВР. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/334/94-%D0%B2%D1%80.
27. Податковий кодекс України від 02.12.2010 № 2755-VI. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2755-17/
28. Налогообложение страховых компаний. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://forinsurer.com/news/13/04/02/29084
29. Щорічний звіт OECD [Електронний ресурс]. - Режим доступу: www.oecd.org
30. Офіційний сайт Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України - www.dpf.gov.u

31. Закон України «Про недержавне пенсійне забезпечення» // № 1057-IV від 09.07.2003. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.rada.gov.ua.
32. Офіційний сайт Державного комітету Статистики України - www.ukrstat.gov.ua
33. Офіційний сайт Міністерства соціальної політики України - www.mlsp.gov.ua
34. Закон України «Про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування» // № 1058-IV від 09.07.2003. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.rada.gov.ua
35. Закон України "Про запровадження накопичувальної системи загальнообов'язкового державного пенсійного страхування"№ 2854 від 29.12.2006 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.rada.gov.ua
36. Проект розвитку фінансового сектору «Аналіз пропонованої обов'язкової накопичувальної пенсійної системи в Україні». [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.finrep.kiev.ua/download/pillar2paper_parliamenthearings_feb2011_ua.pdf
37. Камінський А.Б. Розкриття інформації в системі недержавного пенсійного забезпечення: обґрунтування доцільності та практика реалізації [Текст ] / А.Б. Камінський, Д. А. Леонов // Фінанси України. – 2011 - № 6. – С.62 – 72.
38. Інформація про стан і розвиток системи недержавного пенсійного забезпечення в Україні у 2008-2013 рр. [Електронний ресурс]. – Доступний з http://www.dfp.gov.ua/732.html
39. Pension fund investment strategies [Текст] // Pension Markets in Focus. – 2011. – № 8. – С. 5-6.
40. Петрунь О.В.Перспективи функціонуваннянедержавних пенсійних фондів в Україні /О.Петрунь.-2012.
41. Господарський кодекс України // Відомості Верховної Ради України. – 2003. – № 18, № 19-20, № 21-22. – ст. 144

42. Волкова О. Г. Фінансові механізми діяльності кредитних установ в умовах кризи: навч. посібник / О. Г. Волкова. - К.: Фінанси і кредит, 2009. - 60 с
43. Єфімова М. Р. Рейтинги кредитних організацій: їх роль і проблема розвитку: навч. / М. Р. Єфімова. - К.: Фінанси і кредит, 2009. - 105 с.
44. Даркова В. В. Асоціація страхових посередників України, - якою їй бути? : Навч. / В. В. Даркова. - Х.: Економіст, 2007. - 95 с.
45. Присяжнюк А. Є. Банк, або кредитний союз? : [Електронний ресурс] / А. Є. Присяжнюк. - Режим доступу: http://www.kredit-souz ua /
46. Руднєва І. Г. Кредитні спілки та банки: [Електронний ресурс] / І. Г. Руднєва. - Режим доступу: http://www . ukrain - kredit. ua /
47. Паладинів В. В. Трохи про кредитні спілки: [Електронний ресурс] / В. В. Паладинів. - Режим доступу: http://www.prostobank.ua/
48. Габдулліна Ю. А. Трохи про кредитні спілки: навч. / Ю. А. Габдулліна. - Х.: Економіст, 2010. - 150 с.
49. Луцишин О. Н. Кредитні спілки України: навч. / О. Н. Луцишин, С. Л. Мельник. - К.: Фінанси і кредит, 2008. - 140 с.
50. Про кредитні спілки. Закон України // Відомості Верховної Ради України. – 2002. – № 15. – ст. 101 (зі змінами)
51. Савіна М. Л. Кредитні товариства та їх функціонування: [Електронний ресурс] / М. Л. Савін. - Режим доступу: http :/ / www. org-ks.ua /
52. Славова Н. Правове становище кредитних спілок в Україні // Підприємництво, господарство і право. – 2007. – № 8 (140). – С. 61-63.
53. Хомутенко В.П., Волкова О.Г. Фінансові ресурси кредитних спілок України та джерела їх формування // Фінанси України. – 2008. – № 10. – С. 61-71.

54. Невмержицткий Г.М. Історія та сучасний стан розвитку кредитних бюро // Вісник Національного банку України. – 2009. – № 5. – С. 32-35
55. Терещенко Г.М. Перспективи розвитку кредитних спілок в Україні // Фінанси України. – 2009. – №5. – С. 87-94
56. Грицай М.Н. Развитие системы управления в кредитных организациях // Деньги и кредит. – 2007. – № 8. – С. 22-25
57. Підсумки діяльності кредитних спілок, других кредитних установ та юридичних осіб публічного права за 2008-2012 рр [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Національної комісії з регулювання ринків фінансових услуг. - Режим доступу: http :/ / www. dfp. gov. ua / 733. html
58. Перепаденко Т. Нецікаві для банків [Електронний ресурс] / / Офіційний сайт газети "Дзеркало тижня". - Режим доступу: http://dt.ua/ECONOMICS/netsikavi_dlya_bankiv maliy_biznes, _fermeri_ta_individualniselyanskigospodarstva pozichalnikik-108333. html.
59. Ільченко Л.В. До проблеми використання потенціалу кредитних спілок у забезпеченні економічного зростання: сучасна практика і реалії України // Економіка та держава. – 2009. – № 1. – С. 66-69
60. Гавриленко О.Ю. Кредитні спілки в Україні: Проблеми розвитку та умови підвищення ефективності управління діяльністю // Вісник економічної науки України. – 2007. – № 1 (11). – С. 29-32
61. Про схвалення Концепції розвитку системи кредитної кооперації. Розпорядження Кабінету Міністрів України від 7 червня 2006 року, № 321-р // Офіційний вісник України від 21.06.2006 р. – ст. 1731
62. Гайдаєнко Р. Стан і напрям реформування системи кредитної кооперації України [Електронний ресурс] / / Офіційний сайт Українського фінансово-кредитного альянсу. - Режим доступу: http://ufca2000. blogspot.com / 2013/03/blog-post_1.html

63. Всеукраїнська Асоціація Кредитних Спілок: [Електронний ресурс]: офіційний сайт. - Режим доступу: http://vaks.org.ua/
64. Офіційний сайт Інвесторів колективного інвестування. Investment Company Institute / [Електроний ресурс]. – Режим доступу: http//www.ici.org/.
65. Декрет Кабінету Міністрів „Про довірчі товариства" N 23-93 від 17.03.1993 роке / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http//www.zakon1.rada.gov.ua/
66. Офіційний сайт Української фондової біржі / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http //www.ux.ua/
67. Інтернет портал „Ліга. Моніторинг СМІ" / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http// www.smi.liga.net/.
68. Офіційний сайт Української асоціації інвестиційного бізнесу / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http// www.uaib.com.ua/.
69. Офіційний сайт Державної служби статистики України / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http//www.ukrstat.gov.ua/.
70. Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http//www.nssmc.gov.ua/.
71. Офіційний сайт Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http//www.dfp.gov.ua/.
72. Офіційний сайт Світового Банку / [Електроний ресурс]. Режим доступу: http//www.worldbank.org/.
73. Закон України «Про інститути спільного інвестування» (пайові та корпоративні інвестиційні фонди): Закон України від 15.03.2001 №2299-III [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/2299-14
74. Закон України «Про інститути спільного інвестування» від 05.07.2012 № 5080 –VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/5080-17

75. Глава НКЦБФР: У нас есть много наработок и идей [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://nssmc.gov .ua / press / publications / glava_nkcbfr_u_nas_est_mnogo_narabotok_i_idejj
76. Аналітичні огляди ринку спільного інвестування у 2003-2012 роках. [Електронний ресурс]. // Українська асоціація інвестиційного бізнесу. – Режим доступу до звіту: http://www.uaib.com.ua/analituaib/year_analit_uaib.html
77. Зикіна В.О. Формування інноваційної діяльності венчурним капіталом / В.О. Зикіна // Академічний огляд. – 2011. – №1 (34). – С.44-48.
78. Москвін С.О. Венчурні фонди інноваційного розвитку / С. О. Москвін // Акутальні Проблеми Економіки – 2009. – № 2 (92). – С. 89-96.
79. Кузнєцова І.С. Інститут венчурних інвестицій : стан та перспективи розвитку в Україні / І.С. Кузнєцова // Наука та інновації – 2008. –Т 4. № 1. – С. 87–95.
80. Продіус І.П. Активізація інноваційної діяльності промислових підприємств на засадах венчурного інвестування / І.П. Продіус // Праці Одеського політехнічного університету – 2009. – Вип. 2(32). – С. 230-236.
81. Закон України «Про пріоритетні напрями інноваційної діяльності в Україні» від 8.09.2011 № 3715-VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/3715-17]
82. Поліщук О.А. Проблеми венчурного інвестування в Україні / О.А. Поліщук, О.І. Мороз [Електронний ресурс] – Режим доступу до статті: http://www.rusnauka.com/30_NIEK_2011/Economics/4_95631.doc.htm
83. Тульчинська С.О. Проблеми розвитку інноваційної інфраструктури в Україні / С.О. Тульчинська // Формування ринкових відносин в Україні – 2009. – №6(97). – С. 72-75.

84. Нежиборець В. Інноваційна інфраструктура: проблеми, перспективи, рішення / В. Нежиборець // Теорія і практика інтелектуальної власності – 2007. – №5. – С.60-68.
85. Офіційний сайт Національного інституту стратегічних досліджень при Президентові України. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.niss.gov.ua
86. Пашко М.М. Фінансування інноваційної діяльності в Україні / М.М. Пашко // Формування ринкових відносин в Україні – 2008. – №9. – С. 74-79.
87. Дмитриченко Л. І. Державні механізми сприяння венчурному підприємництву у сфері інвестиційно-інноваційної діяльності / Л. І. Дмитриченко, К. В. Кутрань // Фінанси України. – 2011. - № 1 (182). – С. 23-30.
88. Шмігельська З.К. Зарубіжний досвід управління інноваційною діяльністю малих і середніх підприємств та можливості його адаптації в ринковій економіці України. / З.К. Шмігельська // Стратегічні пріоритети. – 2007. – №2(3). – С.119-128.
89. Аналітична записка: "Щодо першочергових заходів з активізації інноваційної діяльності в Україні". [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.niss.gov.ua/articles/654/
90. Ковалишин П. Інститут «бізнес-ангелів» у США та Європі / П. Ковалишин //Економіст. – 2010. – №8. – С.52-55.
91. Болдырева Н.Б. Портфель рисков коллективного инвестиционного фонда. Особенности управления рисками коллективного инвестора: Монография. Тюмень: Издательство Тюменского государственного университета, 2007. 168 с.
92. Чернова Г.В., Кудрявцев А.А. Управление рисками: учеб. пособие. М.: ТК Велби; Проспект, 2005. 160 с.
93. Болдырева Н.Б. Интегрированное управление рисками коллективного инвестиционного фонда: теория и методология. Екатеринбург: Изд-во Урал. гос. экон. ун-та, 2010. 300 с.

94. Солабуто Н., Секреты инвестирования в ПИФ.- СПб .: Питер, 2007. – 144с.
95. Интернет портал www.investfunds.ua

## Література за розділом 4

1. Иванов Ю. В. Слияния, поглощения и разделение компаний: стратегия и тактика трансформации бизнеса / Ю. В. Иванов.□ М.: Альпина Паблишер, 2001. □ С. 19.

2. Шура П. Слияния и поглощения. Путеводитель по рынку профессиональных услуг // Серия путеводителей-справочников «Проверено. Коммерсантъ». □ М.: Альпина Бизнес Букс, The Platzdarm Group, 2004. □ С. 14, 15.

3. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов. 2-е рус. изд. (пер. Н. Барышниковой с 7-го междунар. изд. ) / Р. Брейли, С. Майерс. □ М.: ЗАО "Олимп-Бизнес", 2008. □ 1008 с.

4. Рудык Н. Б. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием / Н. Б. Рудык, Е.В.Семенкова □ М.: Финансы и статистика, 2000.□ 456 с.

5. Росс С. Основы корпоративных финансов / Росс С., Вестрефилд Р., Джордан Б. □ М.: Лаборатория базовых знаний, 2011. □ 164с.

6. Gaughan, Patrick A. Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings. 5th ed. /Patrick A. Gaughan. □ Hoboken, N.J.: Wiley, 2011.
□ p. 28.

7. Боді З. Фінанси: Навчальний посібник/ З. Боді, Р. Мертон. □ Видавничий дім "Вільямс", 2012. □ 425 с.

8. Ван Хорн Д. Основы финансового менеджмента. Пер. с англ. □ 12-е изд. / Ван Хорн Д., Вахович Д. □ М.: ООО "И.Д. Вильямс", 2008.
□ 1232 с.

9. Коупленд Т. Стоимость компаний: оценка и управление.  Пер. с англ. 3-е изд., перераб. и доп. / Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж.  М.: ЗАО «Олимп  Бизнес», 2005.  576 с.

10. Слияния и поглощения в системе современной экономики: [монография] / под редакцией А. Н. Фоломьева; Российская академия государственной службы при Президенте Российской Федерации.  Москва: РАГС, 2010.  С. 26.

11. Рудык Н.Б. Конгломеративные слияния и поглощения: книга о пользе и вреде непрофильных активов / Н.Б.Рудык. – М. : Дело, 2005. – 244 с.

12. Калашников Г.О. Слияния поглощения компаний по праву Европейского Союза / Г.О. Калашников. — М. : Международные отношения, 2007.  264с.

13. Македон В.В. Класифікація процесів корпоративних злиттів і поглинань / В.В. Македон // Держава та регіони. – 2009. – № 2. – С.124-129.

14. A Mergermarket Group company. H1 2012 Global M&A Round-Up of Legal Advisers [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу: http://www.mergermarket.com

15. Краснов Андрей. Рынок M&A 2011: итоговая часть (За даними Интер Кредит), 26.01.2011. [Електронний ресурс]  Режим доступу: http://intercredit.com.ua/

16. Институт Горшенина [Електронний ресурс] / Еженедельный обзор новостей приватизации, основных событий на рынке слияний и поглощений и банкротств. – Режим доступу: http://institute.gorshenin.ua

17. Загальні засади оцінки майна і майнових прав затверджений [Електронний ресурс].  [Чинний від 10 вересня 2003 р.].  Постановою Кабінету Міністрів України N 1440. 

(Національний стандарт №1). – Режим доступу : http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1440-2003-%EF

18. Сорос Д. Алхимия финансов / Сорос Д. □ М.: Изд-во: Вильямс,2010.□ 208 с.

19. Гукова А. В. Оценка бизнеса для менеджеров / Гукова А. В., Аникина И. Д. □ М.: Изд-во «Омега-Л», 2006. □166 с.

20. Грязновой А. Г. Оценка бизнеса / Под ред. Грязновой А. Г., Федотовой М. А..– М.: Финансы и статистика, 2005. □ 736 с.

21. Валдайцев С. В. Оценка бизнеса / Валдайцев С. В. □ М.: ЂК Велби, Изд-во Проспект, 2004. 360 с.

22. Фёдорова Е. С. Оценка стоимости публичных компаний в процессе слияния на российском рынке / Фёдорова Е. С. // Финансовый менеджмент, 2006. □ № 6.□ С. 46 – 55.

23. Fischer B.The Pricing of Options and Corporate Liabilities / Fischer Black and Myron Scholes // Journal of Political Economy, May-June 1973. □ № 81.□P. 637 - 654.

24. Кубліков В. К. Інвестиції на ринку цінніх паперів: підручник / Кублікова Т. Б., Кубліков В. К. □ Одеса: Атлант, 2010. □ 336 с.

25. Иванов А.Н. Оценка стоимости пакетных инвестиций и долевых интересов / Иванов А.Н., Иванова М.С., Перевозчиков А.Г. //Аудит и финансовый анализ, 2000. □№ 3.□ с.138-159.

26. Офіціальний сайт Агентства з розвитку інфраструктури фондового ринку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.smida.gov.ua.

27. Офіціальний сайт Національного Банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua.

28. Брикхем Ю. Финансовый менеджмент 10-е изд. / Ю. Брикхем, М. Эрхардт.; пер. с англ. // СПб.: Питер. – 2005. – 960 с.

29. Кубликов В.К., Иоргачёва М.И. Акционирование сотрудников как способ финансирования частных АО / В.К.

Кубликов, М.И Иоргачёва // Новый университет. Серия «Экономика и право»: науч. журн. – Йошкар-Ола: Коллоквиум. – 2013. – С. 4-7.

30. Kublikov V., Iorgachova M. The model to estimate stock of Ukrainian private stock companies / V. Kublikov, M. Iorgachova // Scientific enquiry in the contemporary world: theoretical basics and innovative approach. FL, USA, L&L Publishing, 2013. – P. 85-87.