

вплинути на поведінку власників "гарячих грошей" [7]. Загалом, невизначеність у політичній сфері лише посилює ризики відпливу короткострокового капіталу. Має місце явище, коли значні припливи капіталу супроводжуються істотним відпливом капіталу, оскільки недосконала система хеджування ризиків викликає потребу диверсифікації портфелів. Також за цим явищем можуть стояти тінюві операції втечі капіталу, зокрема, коли надходження від експорту вкладаються в активи, які не репатріюються [8].

Ще одним негативним наслідком зростання обсягів залучення іноземного капіталу є своєрідний "ефект витіснення" дешевими іноземними ресурсами коштів вітчизняного постачальника фінансових ресурсів. З одного

боку, це дешевші ресурси, що значно знижує витрати банку й тому є для нього привабливим, а з іншого – внутрішні інвестори витісняються з ринку капіталів (особливо це стосується фізичних осіб), оскільки вартість їх ресурсів вища, що набагато збільшує витратну частину банку. Тут відносуперечність між економічним інтересом банку та інтересами держави, оскільки будь-яке зниження процентної ставки за депозитами фізичних осіб до рівня інфляції або нижче створить умови для осідання грошей на руках у населення, що може позначитися на стані грошового обігу в країні.

Розглянемо динаміку зобов'язань, зокрема депозитів суб'єктів господарювання та фізичних осіб.

Таблиця 3. Динаміка зростання зобов'язань банківської системи України

Показник	За станом на 01.01. 2007 р.							
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2007
Зобов'язання банків	-	129,6	135,9	162,0	132,7	162,5	157,9	111,8
Зокрема:								
1.1 кошти суб'єктів господарювання	-	119,8	125,9	142,0	143,4	152,6	125,6	100,8
1.2 вклади фізичних осіб	-	167,9	171,0	168,2	128,3	176,0	146,2	109,6

Як видно, йде зниження темпів зростання депозитів фізичних осіб, що підтверджує висновки про неприйнятність умов депонування коштів для інвестора, і заміщення внутрішніх запозичень зовнішніми джерелами.

На наш погляд, з метою захисту внутрішнього інвестора слід розробити додатковий економічний показник, пов'язаний зі встановленням обмежень співвідношення між внутрішніми та зовнішніми джерелами ресурсів.

1. Річний звіт про діяльність банківського нагляду України у 2006 році. Інформаційні матеріали. – К.: НБУ. 2007 2. Банківські операції: Підручник – 2-е вид. / А.М. Мороз, М.І. Савлук, М.Ф. Пуховкіна – К.: КНЕУ, 2002. – 476 с. 3. Монетарний огляд за III квартал. / НБУ, жовтень 2007 р. 4. Перспективи розвитку світової економіки. Глобалізація і нерівність/ Світовий банк, жовтень 2007 р. 5. Макроекономічний огляд України / Світовий банк, жовтень 2007 року. 6. Платіжний баланс і зовнішній борг України. I квартал 2007 року / НБУ, 2007 7. Doing Business 2008. / World Bank, 2007/ 8. Controlled Capital Account Liberalization: A Proposal. /IMF Policy Discussion Paper No. PDP/05/7, 2007

Надійшла до редколегії 08.11.2007

С.З. Мошенський, канд. екон. наук, доц.

СУТНІСТЬ, ФУНКЦІЇ ТА СТРУКТУРА СУЧАСНИХ ФІНАНСОВИХ РИНКІВ В КОНТЕКСТІ ГАРМОНІЗАЦІЇ НАЦІОНАЛЬНИХ ФІНАНСОВИХ СИСТЕМ КРАЇН ЄС ТА УКРАЇНИ

У статті проаналізовано поняття "фінансовий ринок", а також функції, структуру та класифікацію фінансових ринків, специфічні відмінності та процеси гармонізації цих категорій в країнах ЄС, США та Україні.

The term "Financial Market" as well as financial market's functions, structure and classification were analyzed. Specific distinction and harmonization processes of these terms in EU countries, USA and Ukraine were investigated.

В час становлення фінансового ринку в Україні особливо значення набуває стабільність і прогнозованість використання фінансових ресурсів за умов інтеграції національної фінансової системи в сучасну глобальну економіку.

Це потребує вироблення найефективнішої моделі українського фінансового ринку, що неможливо без дослідження деяких основоположних теоретичних питань та уточнення категорійного апарату, функцій фінансового ринку та його структури в національних фінансових системах країн Європейського союзу, США та України.

Сучасне розуміння поняття "фінансовий ринок" сформувалося переважно під впливом фінансового ринку США, який є домінуючим в сучасній економіці. Оскільки ринок цінних паперів США є найрозвиненішим, в епоху економічної глобалізації поняття, які використовуються на цьому ринку, набули великого поширення, хоча потрібно пам'ятати, що ці поняття виникли в контексті системи англо-американської економіко-правової системи, яка має значні відмінності від європейської права. Тому законодавство європейських країн зокрема Німеччини й Франції, зберігає певні специфічні особливості, властиві для національної економіки цих країн. На наш погляд, основною проблемою є гармонізація

системи фінансового ринку України з такою системою європейських країн, а механічне копіювання понять, які сформувалися в англо-американській економіко-правовій системі, не є доцільним.

Аналізу поняття "фінансовий ринок", розгляду функцій та структури фінансового ринку присвячено праці українських (Леоненко П.М., Ільєнко А.А., Мозговий О.М., Опарін В., Суторміна В.М., Юхименко П.І.) та російських авторів (Михайлов Д.М., Рубцов Б.Б., Трахтенберг І.А., Якимкин В.Н.). Крім того, потрібно згадати праці таких авторів, як Брейнард В., Гантенбайн П., Перрідон Л., Робінсон Р., Тобін Дж., Шпреман К., Штайнер М., Шумпетер Й.

Однак еволюція поняття "фінансовий ринок" та відмінності змісту цього поняття в різних країнах ЄС і США зазначеними авторами не аналізувалася. Крім того, функції та структура фінансового ринку, а підходи до класифікації фінансових ринків також потребують уточнення з огляду на перспективи інтеграції фінансового ринку України в європейський і загальносвітовий фінансові ринки.

Поняття "фінансовий ринок" (англ. "financial market") в сучасному сенсі почало вживатися порівняно недавно. Однією з перших академічних наукових праць, де згадувалося поняття "фінансовий ринок", була опублі-

кована в 1963 р. стаття відомого економіста Джеймса Тобіна, хоча це поняття ще не розглядалося як сукупність грошового ринку і ринку капіталів і, загалом, не набуло поширення.

Зокрема, в енциклопедії "The Encyclopedia Americana" 1973 р. видання поняття "financial markets" ще не використовується, однак в 1978 р., в британській енциклопедії "The New Encyclopedia Britannica" поняття "Financial markets" вже згадане в загальній статті про ринки "Markets".

Очевидно, в поширенні поняття "фінансовий ринок" в сучасному значенні (як сукупності грошового ринку і ринку капіталів) мало значення видання в 1974 р. в США праці Рональда Робінсона "Фінансові ринки: накопичення та розміщення багатств".

В європейських країнах це поняття почало використовуватися дещо пізніше під впливом американського фінансового ринку. Зокрема, у Франції поняття "фінансовий ринок" (Marché Financier) почало вживатися ще в кінці 1960-х років, але в значенні ринку капіталу, щоб відрізнити його від грошового ринку (Marché monétaire).

В Німеччині поняття "фінансовий ринок" набуло поширення ще пізніше. Йозеф Шумпетер відзначав, що "ринок капіталу – це те, що будь-яка ділова людина називає ринком грошей"; додаючи, що "ринок капіталу – це саме те, що на практиці називають ринком грошей. Іншого ринку капіталу просто немає" – очевидно, в часи Шумпетера в Німеччині поняття "ринок капіталу" в сучасному значенні ще не набуло поширення, хоча він зауважує, що в принципі можна було розглядати (як це робив А. Шпітгоф) ринок капіталу як ринок довгостроковий, а грошовий ринок – як ринок короткостроковий.

У відомій німецькій енциклопедії Der Grosse Brockhaus 1955 р. видання поняття Finanzmarkte взагалі відсутнє, натомість вживалися поняття "грошовий ринок" (Geldmarkt) як ринок короткотермінових кредитів і "ринок капіталів" (Kapitalmarkt) як ринок довготермінових кредитів, який протиставлявся грошовому ринку. Не було поняття "Finanzmärkte" і в Meyers Enzyklopädisches Lexikon 1973 р. видання.

В сучасній німецькій літературі часто ототожнюють поняття "фінансові ринки" і "ринки капіталу" в широкому значенні, вважаючи, що ринок капіталу у вузькому значенні – це організована біржова торгівля цінними паперами з терміном більше одного року. У Франції поняття "marché financier" також часто використовується у вузькому значенні як "ринок капіталу".

В директиві ЄС 2004 р. "Про ринки фінансових інструментів" (European Directive on Markets in Financial Instruments 2004/39/EC) вживається поняття "фінансовий ринок" в пп. 2, 71, а також в Розділі 1 (Ст. 2, п. 3), але безпосереднього визначення таких понять як "фінансовий ринок" або "ринок цінних паперів" немає, а більше уваги приділено способам регулювання фінансового ринку.

В економічній літературі радянського періоду тривалий час використовувалося поняття "ринок позичкового капіталу", яке поєднувало в собі грошовий ринок і ринок капіталів. Але це поняття вже застаріло і практично витіснене загальнопоширеним поняттям "фінансовий ринок".

Зміст поняття "фінансовий ринок" у більшості випадків визначається в двох аспектах – як сукупність інститутів, або як система економічних відносин.

В першому аспекті фінансовий ринок охоплює всі економічно організовані форми та установи для передачі капіталів способом, який заснований на ринкових принципах попиту та пропозиції (або, принаймні, нагадує ці принципи). Тобто фінансовий ринок можна розглядати як систему інститутів, з яких він складається (учасники ринку – емітенти, інвестори, посередники;

біржі та позабіржові організатори торгівлі; інфраструктура ринку – депозитарії, реєстратори, розрахунково-клірингові організації та інші).

В другому аспекті – це система економічних відносин з формування, розподілу та перерозподілу капіталу. Отже, фінансовий ринок – це "родове поняття" для всіх ринків, на яких відбувається торгівля капіталом на відміну від ринків товарів.

Крім ринкового способу організації руху капіталів існують інші способи – ієрархічно-авторитарний (рішення ухвалюються директивним чином), бюрократичний та родинно-сімейний. На думку автора, в Україні можна бачити змішаний спосіб організації руху капіталів, що перешкоджає оптимальному розвитку фінансового ринку.

На розвинених фінансових ринках відносини з передачею капіталу реалізуються на основі саме ринкових (а не ієрархічних, бюрократичних чи родинно-сімейних) принципів рівноваги попиту і пропозиції, чому цей простір має назву ринку.

Ринковий спосіб реалізації відносин учасників фінансового ринку означає, що кожний з цих учасників має вільний доступ на ринок, може вільно створювати контакти з іншими учасниками, а стосунки між учасниками ринку мають бути інформаційно прозорими, що дозволяє порівнювати дані про стан та наміри учасників.

Фінансові ринки встановлюють контакти між інвесторами і позичальниками – безпосередньо або через фінансових посередників. Акумуляовані банківськими та позабанківськими фінансовими організаціями, заощадження перетворюються на інвестиційний капітал, який може бути вкладений в фінансові активи.

Все це зумовлює основні функції фінансового ринку. Існують два підходи до розуміння функцій фінансового ринку – ширший та вузький. Загалом, функція фінансового ринку в економіці полягає в нагромадженні заощаджень, їх перерозподілі та перетворенні на інвестиції.

Так, ще Й. Шумпетер в праці "Теорія економічного розвитку" відзначав, що основною функцією ринку капіталу (як було прийнято в той час називати фінансовий ринок) є проведення кредитних операцій з метою формування нової системи цін і фінансування розвитку.

В.М. Суторміна виділяє аналогічні загальні функції: 1) перетворення заощаджень на інвестиції; 2) забезпечення економічного зростання через нагромадження капіталу; 3) перелив фінансових ресурсів з одних галузей економіки в інші; 4) перерозподіл фінансових ресурсів між регіонами; 5) переміщення фінансових фондів між різними країнами.

Але, на наш погляд, для категорії фінансових ринків зазначені вище функції є надто загальними і доцільним є виділення специфічних функцій, властивих саме цій категорії.

Українські автори (Ільєнко А.А., Леоненко П.М., Юхименко П.І. та ін.) виділяють як основні такі вузькі, спеціальні функції фінансового ринку: 1) ціноутворення; 2) забезпечення ліквідності; 3) економія на витратах.

На наш погляд, до наведених вище переліків функцій доцільно додати функції забезпечення способів управління ризиками, надання учасникам ринку достовірної інформації, а також функцію вирішення проблеми стимулювання, яка виникає, якщо один з учасників операції на фінансовому ринку має таку інформацію, якої не має інший учасник; або якщо один з учасників діє як агент від імені іншого учасника. Аналогічні думки висловлюють П. Гатенбейн і К. Шпреман.

Загалом, всі функції фінансового ринку утворюють цілісну систему і виокремлювати певні функції як основні недоцільно, а дискусії щодо того, в якому порядку

розташовувати функції фінансового ринку, на наш погляд мають другорядне значення.

Щодо структури фінансового ринку, то погляди різних авторів відрізняються. Значення дискусії про структуру фінансового ринку полягає в тому, що система фінансових інститутів та організацій створюється залежно від обраної структури фінансового ринку. Крім того, вибір оптимальної структури фінансового ринку має велике значення для ефективного управління цим ринком, який є саморегульованим, а державне управління може впливати не директивним способом, а тільки опосередковано.

Значення проблеми адекватного визначення структури фінансового ринку пов'язано із загальною стратегічною метою розвитку українського фінансового ринку – його інтеграцією у загальносвітовий фінансовий ринок.

Традиційно (залежно від термінів активів) фінансовий ринок поділяють на грошовий ринок і ринок капіталів. Зокрема, таку класифікацію використовують Світовий банк і Міжнародний валютний фонд.

В директивах ЄС немає згадок про те, що фінансові ринки складаються з грошового ринку та ринку капіталів ("financial markets = money market + capital market"), однак в Директиві 2004/39/ЄС (MiFID) (Ст. 19) вживається термін "грошовий ринок" як один із видів фінансових інструментів. В цій самій директиві наводиться така типологія: financial markets (фінансові ринки), Single Market (єдиний ринок), securities markets (ринки цінних паперів), money markets (грошові ринки), equity markets (ринки акцій), cash markets (ринки готівки), derivatives markets (ринки деривативів), regulated market (регульовані ринки).

Іноді грошовий ринок розглядається як ринок короткострокових позик, а ринок капіталів – як ринок довгострокових позик.

На грошовому ринку перебувають в обігу короткострокові фінансові інструменти для забезпечення поточних потреб в коштах. Грошовий ринок в широкому значенні має декілька складових.

1) Ринок цінних паперів грошового ринку, де перебувають в обігу: а) державні боргові цінні папери (казначейські зобов'язання, казначейські векселі тощо); б) приватні боргові цінні папери (векселі, депозитні сертифікати). На грошовому ринку в обігу перебувають переважно відсоткові цінні папери, які випущені або державою (казначейські векселі), або надійними приватними емітентами (векселі та комерційні папери великих корпорацій). Загалом, для сучасних грошових ринків характерною є глобальна інтеграція, а ліквідність активів грошового ринку залежить від того, наскільки просто й швидко можна конвертувати цей актив в гроші.

2) Міжбанківський грошовий ринок, у тому числі авуари в центральному банку.

3) В країнах з розвиненими фінансовими ринками грошовий ринок включає в себе кліринг між великими підприємствами (в Україні законодавство суттєво ускладнює ці операції).

В Директиві ЄС 2004 р. (Ст. 19) зазначено, що інструменти грошового ринку є тими інструментами, якими зазвичай торгують на грошовому ринку (зокрема, короткострокові державні боргові зобов'язання, депозитні сертифікати та комерційні папери) крім засобів платежу.

На ринку капіталів перебувають в обігу довгострокові фінансові інструменти, а торгівля відбувається або на біржах, або способами, подібними до біржової торгівлі. Це пояснюється тим, що така організація торгівлі забезпечує нагромадження інформації про учасників ринку та їх пропозиції, знаходження оптимальної пропозиції та проведення операції.

В цьому сенсі ринки капіталів (як торгівля цінними паперами на первинному і вторинному ринках) поділя-

ють на такі складові: 1) біржова торгівля цінними паперами; 2) позабіржова торгівля цінними паперами.

Більшість авторів дотримується погляду про дві ключові складові фінансового ринку – грошовий ринок і ринок капіталів (зокрема Д.М. Михайлов, В.М. Суторміна, О.М. Мозговий, В. Опарін). Згідно з таким підходом ринок цінних паперів можна розглядати і як сегмент грошового ринку, і як сегмент ринку капіталів. Іншої точки зору дотримуються П.М. Леоненко, П.І. Юхименко, А.А. Ільєнко та співавтори, які розглядають ринок цінних паперів тільки як частину ринку капіталу.

В. Опарін особливе значення надає поділу фінансових ринків за способом організації торгівлі (в цьому сенсі фінансові ринки можна поділяти на ринки кредитів і цінних паперів). На кредитному ринку укладаються кредитні угоди, а на ринку цінних паперів відбувається випуск цінних паперів та їх обіг. Але не можна забувати, що поділ фінансового ринку на кредитний та інвестиційний сектор є умовним, оскільки останнім часом кредитні операції все більше трансформуються в операції з цінними паперами (процес так званої секьюритизації кредитів).

Основні теоретичні дискусії пов'язані зі співвідношенням понять "ринок цінних паперів" і "фондовий ринок". Загалом, є два основні підходи до тлумачення поняття "фондовий ринок".

Згідно з вузьким підходом фондовий ринок є ринком класичних довгострокових біржових цінних паперів – акцій та облігацій. Так, на думку О.М. Мозгового та В.М. Суторміної, які ототожнюють ринок капіталу з фондовим ринком, ринок цінних паперів ширший за фондовий ринок, оскільки він містить в собі не тільки довготермінові та середньотермінові цінні інструменти фондового ринку) але й короткотермінові цінні папери (інструменти грошового ринку).

Ми вважаємо, доцільним і оптимальним є розширений підхід, який найбільш аргументований. Згідно з розширеним підходом фондовий ринок – інша назва ринку цінних паперів загалом; такий підхід найпоширеніший.

Аргументи на користь такого підходу полягають в тому, що якщо раніше фондовий ринок означав ринок переважно довгострокових цінних паперів, то за сучасних умов межа між довгостроковими і короткостроковими цінними паперами поступово зникає.

Зокрема, облігації, що містять в собі опціон на продаж (коли інвестор маж право продати облігацію емітенту) наближують такий інструмент до короткострокового, а короткострокові цінні папери (комерційні папери), якщо вони випускаються на постійній основі в рамках певної програми, можна вважати довгостроковими.

Крім того, час, коли на фондових біржах торгували тільки акціями і облігаціями, давно минув, і сьогодні в торгах беруть участь інструменти грошового ринку (короткострокові державні боргові зобов'язання) і деривативи – похідні фінансові інструменти.

Такий підхід простежується в українському законодавстві, зокрема в Законі України "Про цінні папери фондовий ринок" (2006 р.) дано таке визначення: "Фондовий ринок (ринок цінних паперів) – сукупність учасників фондового ринку та правовідносин між ними щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів і похідних (деривативів)".

Загалом, в теоретичних дослідженнях та практичній діяльності все менше вживають поняття "фондовий ринок", розглядаючи ринок грошей і ринок капіталів як складові фінансового ринку (так вважають, зокрема, П.М. Леоненко, П.І. Юхименко, А.А. Ільєнко).

Кажучи про співвідношенні понять "фінансовий ринок" і "ринок цінних паперів", не можна не зупинитися на аналізі співвідношення понять "цінні папери" і

"securities". Українське поняття "цінні папери" є перекладом німецького Wertpapier, яке було запозичене російським правом в другій половині XIX ст. У Франції зазвичай використовують синонімічні поняття valeurs і titres, а також "valeurs mobilières" (здатні до обігу цінні папери). Ці поняття за змістом ближчі до англійського поняття securities, ніж німецьке Wertpapier.

З огляду на поширення впливу ринку цінних паперів США, доцільно порівняти поняття "цінні папери", яке міститься в українському праві, та поняття "securities", яке використовується у праві США. В українському законодавстві поняття цінного паперу визначено в Цивільному та Господарському кодексах, а також в Законі України "Про цінні папери та фондовий ринок". Згідно з названими нормативними документами, цінним папером є документ встановленої форми з відповідними реквізитами.

У відповідності до традицій англо-американського права, в законах США наводиться тільки перелік інструментів, на які закон поширює статус security. Це було зроблено з метою визначити поняття security в найширших межах, щоб включити в це поняття всю різноманітність інструментів, які сформувалися на практиці. Поняття "security" є ширшим за поняття "цінний папір" і включає такі інструменти, які цінними паперами в Україні не визнаються.

Поняття "цінний папір", що використовується в Україні, в дусі німецького права (звідки воно було запозичене в XIX ст.) спирається на формальні ознаки інструментів, які можна (чи не можна) вважати цінними паперами. Але при цьому поняття "цінний папір" поєднує в собі інструменти, різні за своєю економічною сутністю. Поняття "security" не спирається на формальні ознаки інструментів, і тому поєднує різні з формальної точки інструменти, які, однак, є однорідним за своєю економічною сутністю. Отже, поняття "цінний папір" орієнтоване на формальну однорідність інструментів, а поняття security – на економічну однорідність. Саме в цьому полягає принципова відмінність цих понять.

Основним спірним питанням щодо поняття цінних паперів є те, чи відносити до них деривативи – похідні фінансові інструменти. З одного боку, ринок деривативів, який швидко зростає, має в собі ознаки грошового ринку, а з іншого використовує деякі інструменти ринку капіталів. Хоча економічна природа класичних цінних паперів (акцій, облігацій, векселів тощо) і деривативів (ф'ючерси, опціони тощо) відрізняється, Б.Б. Рубцов вважає, що деривативи мають всі основні властивості цінних паперів – документальну форму, здатність до обігу, ліквідність, ризик.

Деякі інші автори, зокрема, А.Н. Буренін і А.Б. Фельдман розглядають деривативи як окрему категорію, відмінну від цінних паперів в традиційному розумінні.

Підхід, згідно з яким ринок деривативів не входить в ринок цінних паперів, поширений в деяких європейських країнах, зокрема у Франції та Швейцарії. Такий підхід зустрічається і в працях деяких авторів зі США, які розрізняють ринок деривативів (derivatives market) і ринок цінних паперів (securities market). Значно розширила перелік деривативів Директива ЄС 2004 р. про фінансові інструменти.

Якщо звернутися до законів США, Закон про цінні папери (Securities Act) 1933 р. і Закон про фондові біржі (Securities Exchange Act) 1934 р. не дають визначення цінних паперів, а тільки перераховують їх різновиди; до цінних паперів відносяться і обігові інструменти, і деривативи.

Комісія з цінних паперів і бірж США (Securities Exchange Commission, SEC) визначила, що деривативи, засновані на акціях і фондових індексах, можна віднести до цінних паперів, а деривативи, засновані на відсоткових ставках, потрібно розглядати як товари.

В директиві ЄС 2004 р. (European Directive on Markets in Financial Instruments 2004/39/EC) безпосереднього визначення деривативів немає. В офіційних документах IOSCO (International Organization of Securities Commissions – Міжнародної організації комісії з цінних паперів) використано розширений підхід, а деривативи віднесено до цінних паперів. На нашу думку деривативи цінних паперів можна відносити до цінних паперів.

Деривативи – це фінансові інструменти, вартість яких є похідною від вартості певного базового активу. Тому деривативи зазвичай мають форму контрактів, згідно з якими сторони зобов'язуються сплачувати у визначений час певні суми на основі вартості базового активу. Якщо таким базовим активом є цінний папір, похідним є дериватив цінного паперу (security derivative), якщо базовим активами є товар, похідним є дериватив товару (commodity derivative), а якщо базовим активом є дані (data), похідним є індексний дериватив (index derivative). Отже, деривативи цінних паперів є лише однією з трьох груп деривативів.

Аналогічної думки дотримується В. Опарін, який вважає, що деривативи складають окремий ринок похідних інструментів (товарних, валютних і фінансових), з яких тільки останні можна відносити до фінансового ринку.

Питання класифікації фінансових ринків привертає увагу багатьох авторів. Фінансові ринки можуть класифікуватися за різними ознаками – за способом руху цінних паперів ці ринки можна поділяти на первинні і вторинні, за рівнем організованості на організовані і неорганізовані, за типом інструментів (ринок акцій, або ринок прав власності, і ринок облігацій, або ринок зобов'язань).

За критерієм територіальності фінансовий ринок поділяється, з одного боку, на міжнародний і національні ринки, а з іншого (залежно від предмету торгівлі) на грошовий ринок, ринок валюти, ринок кредитів і ринок капіталів. Крім того, фінансові ринки можна поділяти на базові і похідні. На базових ринках відбуваються торги базовими інструментами, а на похідних – похідними інструментами.

Поки що недостатньо розробленими та дискусійними є питання класифікації фінансових ринків за ступенем розвиненості. Досить часто фінансові ринки поділяють на дві основні групи – розвинені ринки (developed markets) і ринки, що формуються (emerging markets). Така класифікація виникла в 1980-і роки – автором поняття emerging markets був Антуан ван Агтмел (Antoine van Agtmael), але немає єдиної думки щодо того, які саме країни відносити до країн з ринками, що формуються, а які – до країн з ринками, що розвиваються.

До групи країн з розвиненими ринками входять основні економічно розвинені країни (США, Канада, Австралія, Японія, основні європейські країни тощо), до групи країн з ринками, які формуються – такі країни як Індія, Китай, Корея, Польща, Росія тощо. Іноді виокремлюють три групи ринків – 1) розвинені; 2) ті, що формуються; 3) ті, що розвиваються. Країну зазвичай відносять до третьої групи. Аналітики МВФ відносять Україну до другої групи.

В країнах з ринками, що формуються, загальні розміри фінансових ринків (відносно ВВП) у декілька разів менші ніж в країнах з розвиненими ринками, банківський кредит як джерело фінансування явно переважає над ринком цінних паперів, а інституційні інвестори мають порівняно невелике значення на ринку капіталів.

Група країн з ринками, що формуються, дуже неоднорідна. Деякі з них мають дуже великі за розміром ринки (Китай, Корея, Мексика, Бразилія), які кількісно можуть перевищувати розміри ринків розвинених країн, в інших країнах ринки невеликі (Східна Європа).

Значно відрізняються ці ринки за рівнем прозорості і регулювання – якщо деякі з них можна назвати прозорими й добре регульованими (Португалія, Греція), інші (Росія, Пакистан) відзначаються низьким рівнем прозорості. За-

гальною рисою, що відрізняє ринки, які формуються, від розвинених, є підвищена нестабільність, а також залежність від зовнішніх чинників і фінансових ресурсів.

Прикладом такої залежності є криза 1998 р. в Росії. Основними покупцями акцій російських компаній, які перебували у вільному продажу, стали іноземні інвестори, які почали швидко залишати російський ринок після азійської кризи 1997 р., що стало причиною більше ніж десятикратного падіння російського ринку акцій.

Саме з ринками, що формуються, були пов'язані найважливіші зміни на світових фондових ринках в 1980–1990-і роки, коли фондові ринки деяких країн Південно-Східної Азії та Латинської Америки досягли якісних та кількісних показників ринків розвинених країн.

Гармонізація національного законодавства України щодо фінансових ринків з подібним законодавством ЄС потребує детального аналізу не тільки норм Директиви ЄС про ринки фінансових інструментів (набуває чинності в листопаді 2007 р.), а й еволюції тенденцій законодавства ЄС щодо фінансових ринків.

Загальною тенденцією в Директивах ЄС щодо фінансового ринку є уніфікація базових понять фінансового ринку, оскільки без такої уніфікації фінансовий ринок ЄС не зможе функціонувати оптимальним чином.

В Директиві 2004/39/ЄС (MiFiD) зазначалося, що попередня Директива Ради ЄС 93/22/ЄЕС від 10 травня 1993 р. про інвестиційні послуги в сфері цінних паперів являла собою спробу визначити умови, за яких інвестиційні компанії чи банки могли б надавати послуги або створювати свої філії в інших країнах, а також гармонізувати умови, які визначають роботу регульованих ринків.

Оскільки останніми роками на фінансові ринки виходить все більше інвесторів, і вони пропонують все більший перелік послуг та інструментів, нормативні документи ЄС мають забезпечити високий рівень захисту прав інвесторів.

Тому, як зазначалося в Директиві 2004/39/ЄС (MiFiD) доцільно замінити Директиву 93/22/ЄЕС новою Директивою, а перелік фінансових інструментів доцільно доповнити певними товарними деривативами, операції з якими потрібно почати регулювати так само, як операції з традиційними фінансовими інструментами. В цьому сенсі актуальності набуває питання про віднесення деривативів до цінних паперів.

Для розуміння тенденцій еволюції законодавства ЄС, потрібно звернутися до аналізу поняття "фінансові інструменти" – нове поняття, яке виникло в середині 1990-х років для позначення сукупності інструментів фінансового ринку.

В директиві ЄС 93/22/ЄЕС від 10 травня 1993 р. "Про інвестиційні послуги в сфері цінних паперів зазначалося, що з причини відмінностей законодавстві різних держав в Розділі В Додатку запропоновано перелік фінансових інструментів (хоча саме поняття "фінансовий інструмент" ще не вживалося).

До переліку входили: 1) здатні до обігу цінні папери та паї у підприємствах колективного інвестування; 2) інструменти грошового ринку; 3) ф'ючерсні фінансові контракти; 4) угоди про майбутню відсоткову ставку (FRAs); 5) свопи відсоткової ставки, валютні та фондові свопи; 6) опціони для купівлі чи продажу будь-яких інструментів, та інших еквівалентних інструментів з розрахунком готівкою.

Директива 93/22/ЄЕС вже не має чинності, її замінила директива 2004/39/ЄС (European Directive on Markets in Financial Instruments 2004/39/ЄС – MiFiD), де в самій назві директиви було використано поняття "фінансовий інструмент", яке в 1993 р. тільки починало виникати.

У директиві 2004/39/ЄС наведене визначення поняття "фінансовий інструмент" являє собою лише перелік інструментів, які можна віднести до фінансових. Таке

визначення фактично не містить узагальнюючих ознак фінансових інструментів або критеріїв, за якими той чи інший інструмент можна віднести до фінансового.

Водночас, п. 1.2. додатку до Рекомендації комісії (2000/408/ЄС) від 23 червня 2000 року "Щодо опублікування інформації про фінансові інструменти та про інші питання, спрямованої на уточнення інформації, яка повинна надаватися відповідно до Директиви Ради 86/635/ЄЕС від 8 грудня 1986 року щодо річних бухгалтерських звітів та консолідованих звітів банків та інших фінансових установ (викладена у документі за номером С(2000) 1372)" міститься інше визначення фінансового інструменту; так, під фінансовим інструментом мається на увазі "будь-який контракт, що започатковує виникнення фінансового активу однієї сторони та фінансового зобов'язання чи інструментів у вигляді акцій іншої сторони. Фінансові інструменти включають: основні фінансові інструменти, такі як дебіторська заборгованість, кредиторська заборгованість, акції або будь-які похідні цінні папери; похідні фінансові інструменти, такі як опціони, ф'ючерси, форварди, процентні свопи та обмін валютами, вартість яких є похідною від основного фінансового інструменту, чи ставка або індекс ціни іншого основного інструменту".

З цього другого визначення вже можна дійти певних узагальнюючих висновків, зокрема: якщо йдеться про контракт як фінансовий інструмент, то такий контракт обов'язково повинен обов'язково мати наслідком виникнення фінансового активу у однієї сторони контракту та започатковувати виникнення обов'язку у іншої сторони контракту;

Українське законодавство містить такі визначення поняття "фінансовий інструмент":

1. "Цінні папери, строкові контракти (ф'ючерси), інструменти грошового обігу, відсоткові строкові контракти (форварди), строкові контракти на обмін (на певну дату в майбутньому) в разі залежності ціни від відсоткової ставки, валютного курсу чи фондового індексу (відсоткові, курсові чи індексні свопи), опціони, що дають право на купівлю або продаж будь-якого із зазначених фінансових інструментів, у тому числі тих, що передбачають грошову форму оплати" (курсів та відсоткові опціони) (ст. 1 Закону України "Про цінні папери та фондовий ринок").

2. "Цінний папір або, оформлений відповідно до вимог законодавства, документ, який підтверджує право власності на цінні папери або їх похідні, валютні цінності, придбання (поставку) в певний строк цінних паперів або валютних цінностей та інші види фінансових активів, вільний обіг яких не заборонений чи не обмежений законодавством" (п. 1 розділу 1 Положення про реєстрацію фондових бірж та торговельно-інформаційних систем і регулювання їх діяльності, затвердженого рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 22 січня 1998 р. N 19).

3. "Контракт, який одночасно приводить до виникнення (збільшення) фінансового активу в одного підприємства і фінансового зобов'язання або інструмента власного капіталу в іншого" (Мінфін, Наказ "Про затвердження Положення (стандарту) бухгалтерського обліку 24 "Прибуток на акцію" від 16.07.2001 N 344 або Мінфін, Наказ "Про затвердження Положення (стандарту) бухгалтерського обліку 13 "Фінансові інструменти" від 30.11.2001 N 559).

4. "Контракт, який одночасно приводить до виникнення (збільшення) фінансового активу в одного банку і фінансового зобов'язання або інструменту власного капіталу в іншого" (Національний банк, Постанова "Про затвердження Інструкції про складання річного фінансового звіту банків України" від 26.12.2001 N 545).

5. "Контракт, який одночасно приводить до виникнення (збільшення) фінансового активу в одного суб'єк-

та підприємницької діяльності і фінансового зобов'язання або інструмента власного капіталу в іншого" (Національний банк, Постанова "Про затвердження Правил бухгалтерського обліку доходів і витрат банків України" від 18.06.2003 N 255).

З викладеного вбачається, що український законодавець раніше, до прийняття закону України "Про цінні папери та фондовий ринок", підходив до визначення поняття "фінансовий інструмент" звичайним для нього чином, а саме, не шляхом переліку інструментів, які можна віднести до фінансових, а шляхом виокремлення ознак та критеріїв, які дозволяють віднести той чи інший інструмент до фінансового. І лише з прийняттям закону України "Про цінні папери та фондовий ринок" український законодавець став визначати поняття "фінансового інструменту" у такий самий спосіб, що і ЄС, а саме шляхом прямого переліку інструментів, які можна віднести до "фінансового інструменту".

Поняття "фінансовий інструмент" яке міститься у секції "С" додатку 1 Директиви 2004/39/ЄС, хоча і здебільшого збігається із визначенням із ідентичним поняттям, яке міститься у ст. 1 Закону України "Про цінні папери та фондовий ринок", проте є дещо (але не набагато) ширшим за нього та включає інструменти, які в Україні не тільки не визначені законодавчо, але і які не використовуються на практиці (наприклад, такі, як: будь-які деривативні контракти, пов'язані зі змінами клімату, оплатою фрахту, знижками на емісію, рівнем інфляції);

незважаючи на схожість визначень термінів у тому, що фінансовим інструментом може бути контракт або цінний папір, Директива 2004/39/ЄС не визнає фінансовим інструментом "документ, який підтверджує право власності на цінні папери або їх похідні", як це визнається українським законодавцем у п. 1 розділу 1 Положення про реєстрацію фондових бірж та торговельно-інформаційних систем і регулювання їх діяльності, затвердженого рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 22 січня 1998 р. №19;

Визначення терміну "фінансового інструменту", яке міститься у Директиві 2004/39/ЄС не вказує окремо на те, що наслідком використання фінансового інструменту обов'язково має бути "виникнення (збільшення) фінансового активу в одного підприємства і, з другої сторони, виникнення фінансового зобов'язання або виникнення інструмента власного капіталу в іншого підприємства", як про це йдеться у визначеннях досліджуваного терміну Мінфіну та НБУ. Водночас, така відсутність не має фактично ніякого значення, оскільки сама сутність угоди, яка може визнаватися фінансовим інструментом, вказує на ідентичні наслідки.

Положення Директиви ЄС 93/22/ЄЕС від 10 травня 1993 р. були перенесені в законодавство деяких країн ЄС, зокрема Німеччини і Франції.

В Німеччині в тексті закону про цінні папери (Wertpapierhandelsgesetz, 1998 р.) поняття "фінансовий

інструмент" часто вживається в тексті закону, однак його поки що не стали використовувати в назві закону.

У Франції було видано Закон 96-597 "Про модернізацію фінансової діяльності". Цим законом (Ст. 1, ст. 3) у Франції було запроваджене нове поняття "фінансові інструменти" Поняття "фінансовий інструмент" об'єднує акції та інші цінні папери, які можуть давати прямий чи опосередкований доступ до капіталу чи до права голосу (передаються за допомогою напису на рахунок або безпосередньої передачі), та боргові зобов'язання, які засвідчують право вимагати борг від юридичної особи (що випустила ці зобов'язання), які також передаються за допомогою запису на рахунок чи безпосередньої передачі документа (крім переказних векселів та здатних до обігу боргових сертифікатів).

В Грошово-фінансовому кодексі (Ст. L211-1), який згідно з Ордонансом № 2007-544 від 12 квітня 2007 г. набуває чинності з 1 листопада 2007 г. зазначено, що фінансові інструменти складаються з акцій та боргових зобов'язань (аналогічно описаному вище положенню ст. 1 та ст. 3 закону 1996 р.), але крім того до фінансових інструментів додаються: 1) паї або акції організацій колективного інвестування (інвестиційні фонди); 2) фінансові інструменти з певним терміном (їх перелік наводиться в додатку до ордонансу); 3) будь-які інші фінансові інструменти, еквівалентні зазначеним раніше, а також випущені на основі законів інших держав документи, які засвідчують права на фінанси, інвестовані в інші підприємства.

Для розвитку українського ринку фінансових послуг у відповідності до міжнародних стандартів (зокрема, стандартів ЄС) можна рекомендувати розроблення концепції довгострокового розвитку фінансового ринку України, яка передбачатиме узгодження правової бази з регулювання ринку фінансових послуг з вимогами законодавства ЄС.

Вивчення відмінностей правової бази України та ЄС, так само як подальший аналіз проблеми гармонізації законодавчої бази діяльності фінансового ринку в Україні, країнах ЄС і США є напрямом подальших досліджень автора.

1. Directive 93/22/CEE du Conseil, du 10 mai 1993, concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières (<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31993L0022:FR:HTML>). 2. European Directive on Markets in Financial Instruments 2004/39/EC – MiFiD (http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/en/oj/2004/L_145/L_14520040430en0010044.pdf). 3. Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz – WpHG), September 1998 (BGBl. I S. 2708). (www.bafin.de/gesetz/wphg.htm). 4. Loi no 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières (www.banque-france.fr/fr/supervil/telechar/regle_bafi/lmaf.pdf). 5. Securities Act Of 1933 (www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf). 6. Securities Exchange Act Of 1934 (www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf). 7. Блауг М. 100 великих економістів до Кейнса. – М., 2005. – С. 330–331. 8. Колісник М.К., Маслак О.О., Романів Є.М. Фінансовий ринок. – Львів: Львівська політехніка, 2004. – С. 7–11. 9. Леоненко П.М., Юхименко П.І., Ільєнко А.А. та ін. Теорія фінансів: Навчальний посібник / За загальною ред. О.Д. Василика. – Київ: Центр навчальної літератури, 2005. – С. 394.

Надійшла до редколегії 05.11.2007

Л.І. Данілова, канд. екон. наук, доц.

ПОЛІТИКА ДИВІДЕНДНИХ ВИПЛАТ В КОНТЕКСТІ РОЗШИРЕННЯ КОРПОРАТИВНИХ ПРАВ ГОСПОДАРЮЮЧИХ СУБ'ЄКТІВ

Розкрито сутність дивідендної політики і висвітлені її проблеми на українських підприємствах. Досліджений вплив дивідендної політики на фінансові результати та інтереси акціонерів. Запропоновані пропозиції щодо удосконалення дивідендної політики підприємств.

The peculiarities of dividend policy in Ukraine are lightened. The main advantages and disadvantages of its influence on a company activity and on the shareholders are opened. The recommendations for its improvement are formed.

Одним з важливих завдань фінансового менеджменту є формування та реалізація дивідендної політики

підприємства. Дивіденди – частина чистого прибутку, яка розподілена між учасниками (власниками акцій)