

ту Державного бюджету України приймає Кабінет Міністрів України щодо кожного випуску.

Облігації зовнішніх державних позик (єврооблігації) (1995, 2000, 2003, 2004, 2007 рр.) в Україні випускаються переважно з метою погашення дефіциту державного бюджету та фінансування окремих програм розвитку.

Українською державою з часів незалежності випущено декілька видів цінних паперів, що розміщуються за кордоном: державні товарні облігації матеріальних ресурсів України, облігації державної зовнішньої позики України 1995 року, фідучіарні облігації, українські єврооблігації, зовнішні облігаційні запозичення українських компаній та муніципалітетів.

Слід наголосити, що від часу здобуття незалежності Україні не вдалося цілком погасити жодної публічної зовнішньої позики. Подеколи позики рефінансувалися фактичним пролонгуванням, іноді кредитори мусили погодитися на реструктуризацію заборгованості, однак Україні

жодного разу не був оголошений дефолт, а західні інвестори відносно неї не зверталися із судовими позовами.

1. Бюджетний кодекс України №2541-III від 21.06.2001. 2. Закон України "Про цінні папери та фондовий ринок" від 23 лютого 2006 року N 3480-IV. 3. Банківська енциклопедія / За ред. д-ра екон. наук, проф. А.М. Мороза. – К.: Ельтон, 1993. 4. Берзон Н. Рынок еврооблигаций – ключевые моменты // Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 9. – С. 73-75. 5. Бондарь Т. Опыт внешних облигационных заимствований российских регионов // Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 9. – С.76-79. 6. Борищец С.Я. Міжнародні фінанси: Підручник. – К.: Знання, 2006. – 494 с. 7. Вахненко Т.П. Зовнішні боргові зобов'язання у системі світових фінансово-економічних відносин. – К.: Фенікс, 2006. 8. Буклемішев О.В. Рынок облигаций. – М.: Дело, 1999. 9. Галанов В.А., Басов А.І., Голда З.К. Рынок ценных бумаг: Учебник – М.: Финансы и статистика, 2004. – 448 с. 10. Загородній А.Г., Вознюк Г.Л., Смовженко Т.С. Фінансовий словник. – 3-тє вид., випр. та доп. – К.: Т-во "Знання", КОО, 2000. 11. Максимо В. Энч, Фрэнсис А. Лис, Лоуренс Дж. Мауер. Мировые финансы: Пер. с англ. – М.: ООО Изд.-консалтинговая компания "ДЕКА", 1998. 12. Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг. М.: Экзамен, 2002. 13. Суэтин А.А. Международный финансовый рынок. – М.: Кнорус, 2007. 14. Фабочи Ф.Д. Рынок облигаций: анализ и стратегии. – М.: Альпина бизнес букс, 2005.

Надійшла до редколегії 14.01.11

УДК 336.761

Т. Грищенко, канд. екон. наук., доц.,
І. Івахненко, асп.

ЦІЛІ ДІЯЛЬНОСТІ ТА ОСОБЛИВОСТІ ВЗАЄМОДІЇ СУБ'ЄКТІВ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УМОВАХ КОНКУРЕНТНОГО ЕКОНОМІЧНОГО СЕРЕДОВИЩА

В статті визначено основних суб'єктів ринку цінних паперів, проаналізовано їх діяльність та взаємодію між собою, а також розглянуто їх конкурентні переваги у залученні фінансових ресурсів на ринку цінних паперів.

Ключові слова: ринок цінних паперів, суб'єкти ринку цінних паперів, інвестори, емітенти, посередники.

В статье определено основных субъектов рынка ценных бумаг, проанализированы их деятельность и взаимодействие между собой, а также рассмотрены их конкурентные преимущества в привлечении финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг.

Ключевые слова: рынок ценных бумаг, субъекты рынка ценных бумаг, инвесторы, эмитенты, посредники.

In the article its own basic agents of the securities market, the analysis it is activity and it is interaction. It is examine a question about competitive struggle agents behind the financial resource securities market.

Keywords: securities market, securities market agents, investors, issuers, brokers.

Сукупність суб'єктів відображає стан ринку цінних паперів. Світова практика свідчить про надзвичайну роль всіх без виключення суб'єктів у забезпеченні ефективного функціонування ринку цінних паперів. Значну роль на ринку цінних паперів відіграють інвестори, емітенти, держава і посередники, серед яких переважна кількість фінансових посередників. На ринку з'являються нові учасники, нові емітенти, нові інструменти і нові можливості, але, поряд із усім цим, виникли і нові вимоги. В Україні як державі, що будує ефективний фондовий ринок, багато уваги приділяється розробці механізму створення та діяльності інфраструктури ринку цінних паперів.

Даній проблемі присвячено праці таких науковців, як О. Барановський, Т. Берднікова, В. Галанов, Е. Жуков, В. Корнеєв, Д. Лук'яненко, І. Лютий, О. Мозговий, А. Пересада, В. Шелудько та інші. Проте окремі аспекти проблеми потребують більш досконалого вивчення, зокрема це стосується місця та ролі в економічній системі кожного із її суб'єктів, а також їх вплив на формування фінансового потенціалу ринку цінних паперів.

Метою статті є визначення особливостей взаємодії суб'єктів ринку цінних паперів та цілей їх діяльності в процесі формування та використання фінансових ресурсів ринку цінних паперів.

Важливою складовою фінансового ринку виступає ринок цінних паперів. Під ринком цінних паперів розуміють такий розділ фінансового ринку, на якому за значний час створюються необхідні умови та відбуваються швидка мобілізація, ефективний перерозподіл і раціональне розміщення фінансових ресурсів у соціально-економічному просторі держави з врахуванням інтересів та потреб суспільства шляхом здійснення емісії цінних паперів різними емітентами. У вузькому ж

розумінні, ринок цінних паперів, як правило, означає взаємодію, що відбувається на ринку між його суб'єктами з приводу випущених цінних паперів.

Ринок цінних паперів – частина ринку позикових капіталів, де здійснюється емісія, купівля-продаж цінних паперів. Через ринок цінних паперів (банки, фондову біржу, спеціальні кредитні установи) акумулюються грошові нагромадження юридичних осіб і громадян та спрямовуються на виробничі й невиробничі вкладання капіталів [1].

Завдання ринку цінних паперів – забезпечити як найбільш повний та швидкий перелив заощаджень в інвестиції (у фінансові активи) по ціні, котра б влаштовувала обидві сторони. Вирішення цього завдання базується на ефективній діяльності основних структур ринку цінних паперів, що складається з трьох підструктур:

✓ цінних паперів, які є предметом торгівлі на ринку цінних паперів (визначається, що саме продається і купується);

✓ учасників (суб'єктів) ринку цінних паперів (визначається, хто саме купує і продає цінні папери);

✓ процесу (технології) фондової діяльності (визначається, як саме відбувається обіг цінних паперів).

В даній статті ми більш детально зупинимось на питанні діяльності учасників (суб'єктів) ринку цінних паперів та їх ролі у формуванні фінансового потенціалу даного ринку.

До числа суб'єктів ринку цінних паперів можуть бути віднесені практично всі учасники фінансово-економічних відносин, пов'язаних з процесом нагромадження, вкладання капіталу у всіх його формах з метою одержання прибутку. До суб'єктів будь-якого ринку відносяться продавець, покупець, посередник. На ринку цінних паперів продавцем виступають емітенти, покупцем – інвестори і посередником – фінансові посередники.

Отже, згідно з Законом України "Про цінні папери та фондовий ринок", учасники фондового ринку – емітенти, інвестори, саморегульвні організації та професійні учасники фондового ринку [3].

Оскільки, механізм функціонування ринку цінних паперів полягає у взаємодії різних суб'єктів ринку, до яких відносяться учасники фондового ринку, пов'язані зі здійсненням фондових операцій, то ринок цінних паперів може функціонувати лише за наявності держави, емітентів (юридичних або фізичних осіб), що випускають цінні папери та зацікавлені у мобілізації вільних коштів; інвесторів (юридичних або фізичних осіб), що мають вільні кошти, купують цінні папери, і шукають вигідного їх розміщення; посередників (дилерів, брокерів, маклерів і ін.), що допомагають обігу цінних паперів, здійсненню різних фондових операцій та забезпечують обмін зобов'язань (цінних паперів) емітентів на кошти інвесторів.

Саме держава, емітенти, інвестори та фінансові посередники при укладенні угод є основними суб'єктами операцій на ринку цінних паперів, які забезпечують переливання капіталу зі сфери вільних фінансових ресурсів у сферу фондових цінностей, за допомогою об'єктів ринку цінних паперів – різних видів цінних паперів.

А. Буренин наводить таке визначення учасників ринку цінних паперів – це фізичні особи або організації, які продають або купують цінні папери, обслуговують їхній обіг і розрахунки за ними. Це ті, хто вступає між собою в певні економічні відносини з приводу кругообігу цінних паперів [2].

Всіх учасників ринку цінних паперів умовно можна розділити на професійних і непрофесійних. Професійні учасники ринку цінних паперів – це юридичні особи, а

також громадяни (фізичні особи), зареєстровані як підприємців, які здійснюють наступні види діяльності:

- ✓ брокерську діяльність;
- ✓ дилерську діяльність;
- ✓ діяльність по керуванню цінними паперами;
- ✓ розрахунково-клірингову діяльність;
- ✓ депозитарну діяльність;
- ✓ діяльність по веденню реєстру власників цінних паперів;
- ✓ діяльність по організації торгівлі цінними паперами,
- ✓ андеррайтинг.

Залежно від тієї позиції, яку займають учасники на ринку цінних паперів стосовно ринку, їх ділять на продавців, покупців і організації, що обслуговують ринкові процеси.

У своїй праці В. Торкановський і В. Колісників ділять учасників ринку цінних паперів на 4 групи:

- 1) головні учасники ринку цінних паперів (держава, муніципалітети, великі національні й міжнародні компанії), цінні папери яких високоліквідні, але не завжди забезпечують високі доходи;
- 2) інституціональні інвестори – фінансово-кредитні інститути, що здійснюють операції із цінними паперами (банки, страхові суспільства, пенсійні фонди й т.п.);
- 3) індивідуальні інвестори – приватні особи, у тому числі власники невеликих підприємств венчурного бізнесу;
- 4) професіонали ринку цінних паперів (брокери, дилери й т.і.) [5].

Залежно від функціонального призначення існують наступні основні групи учасників ринку цінних паперів: продавці; інвестори; фондові посередники; організації, що обслуговують ринок цінних паперів; органи регулювання й контролю, структуру яких подано на рис. 1.



Рис. 1. Учасники ринку цінних паперів

Інвестори – це ті, хто вкладають ("інвестують") свій наявний капітал у цінні папери, до них відносять: населення, а також комерційні організації зацікавлені в збільшенні (приросту) вільних коштів. Це категорія учасника фондового ринку, що має вільні кошти і намагається вкласти їх з метою отримання доходу (відсотків). Покупцями цінних паперів є як індивідуальні, так й інституційні інвестори (юридичні особи). Індивідуальними інвесторами є фізичні особи: як резиденти, так і нерезиденти.

Розглянемо три типи основних інституційних інвесторів:

1. Інституційні інвестори, які здійснюють переважно прямі інвестиції в обмежене коло підприємств.

✓ Холдингова компанія. Це головна компанія будь-якої фінансової монополії, що володіє контрольним пакетом акцій дочірніх підприємств і спеціалізується на управлінні.

✓ Фінансова група. Це об'єднання підприємств, пов'язаних в одне ціле системою взаємної участі. На відміну від холдингу фінансова група не має головної фірми, що спеціалізується на управлінні.

✓ Фінансова компанія. Це корпорація, що фінансує вибране за певним критерієм коло інших корпорацій і не здійснює диверсифікацію вкладень, яка властива, наприклад, інвестиційній компанії, і не володіє контрольними пакетами акцій корпорацій, які фінансує.

2. Інституційні інвестори, які здійснюють великі інвестиції, не дотримуючись певного, наперед вибраного комплексу об'єктів інвестування.

✓ Інвестиційна компанія. Формує капітал за рахунок акумуляції коштів дрібних інвесторів, її єдиним видом діяльності є формування портфелів цінних паперів. Інвестиційна фірма, що управляє капіталом вкладників за їх довіреністю, називається трастом. Якщо компанія має лише один портфель інвестицій, вона вважається інвестиційним фондом.

✓ Страхові та пенсійні фонди.

3. Інституційні інвестори, які здійснюють великі (диференційовані) інвестиції, але не мають стабільного портфеля цінних паперів.

✓ Інвестиційні дилери (торговельні компанії, інвестиційні банки, фондови доми та ін.). Прагнуть отримати прибуток шляхом спекулятивної гри на зміні вартості фондових інструментів. Фактично останню групу можна зарахувати і до фінансових посередників.

В Україні чистий прибуток емітентів, потенційних інвесторів, у 2008 році становив 77,29 млрд грн. Серед акціонерних товариств найбільше позитивне сальдо у 2008 році отримали товариства, основними видами економічної діяльності яких, зокрема була фінансова діяльність у розмірі 5,74 млрд грн. [7].

Емітенти – це держава, комерційні підприємства й організації, юридична особа, яка від власного імені випускає цінний папір і несе зобов'язання згідно з умовами його випуску. Емітентами в Україні можуть бути підприємства (випускають переважно облигації, векселі), товариства (акції, облигації), держава (казначейські зобов'язання, облигації), кредитно-фінансові установи (депозитні сертифікати, векселі) та муніципальні органи (облигації). В Україні зареєстровано понад 35000 емітентів (здебільшого акціонерні товариства) і станом на 31.12.2009 загальний обсяг випусків емісійних цінних паперів, зареєстрованих Державною комісією цінних паперів та фондового ринку, становила 740,06 млрд грн. [7]

Фондові посередники – це торговці, що забезпечують зв'язок між емітентами й інвесторами на ринку цінних паперів. Вони включають організації, що надають професійні послуги, опосередковуючи діяльність між емітентом та інвестором, з метою отримання прибутку. Вони є професіоналами фондового ринку, що спеціалізуються на роботі з цінними паперами, здійснюють посередницьку діяльність з випуску й обігу цінних паперів, діючи на фондовому ринку за дорученням і за рахунок клієнтів (брокерська діяльність), за власний рахунок (дилерська діяльність), за дорученням емітента у процесі первинного розміщення цінних паперів а також надають інші послуги (наприклад, управління портфелем цінних паперів, інвестиційне консультування, реєстраційні функції). Такі установи зобов'язані мати власний капітал, відповідний обсягу їх операцій на ринку цінних паперів. Поряд з ними ринок цінних паперів обслуговують банківські установи, які нарівні з іншими фінансовими та кредитними функціями можуть здійснювати посередницьку діяльність з випуску й обігу цінних паперів, виконувати операції на фондовому ринку за власний рахунок, за дорученням і за рахунок клієнтів, здійснювати реєстраційні функції, а також надавати позики, пов'язані з цінними паперами.

Організації, що обслуговують ринок цінних паперів, – це організації, що виконують всі інші функції на ринку цінних паперів, крім функції купівлі-продажу цінних паперів.

Механізм функціонування ринку цінних паперів можна описати наступними парами взаємодії учасників ринку цінних паперів, що будується виходячи з інтересів головних суб'єктів ринку.

Держава – емітенти. Державою законодавчо визначають порядок емісії, обігу й обліку цінних паперів, систему оподаткування, контролює виконання законів учасниками ринку й збір податків. Емітент розміщає свої цінні папери відповідно до встановлених правил. Інвестори є неявними учасниками відносин "держава – емітенти", тому що чинне законодавство спрямоване на забезпечення прав інвесторів.

Держава – інвестори. Держава встановлює законодавчі норми, контролює їхнє виконання й здійснює збір податків. Інвестори платять податки, купують і продають цінні папери й жадають від держави забезпечення своїх прав.

Емітенти – інвестори. Емітенти розміщують свої цінні папери й використовують зібрані кошти для розвитку бізнесу, маючи при цьому певні зобов'язання перед інвесторами. Інтереси емітентів по розвитку бізнесу й інтереси інвесторів по одержанню доходу протилежні. Для функціонування ринку необхідні продавці, покупці й посередники, що представляють на ньому інтереси продавців і покупців [1].

Ринок цінних паперів для своїх суб'єктів – один з елементів сфери фінансових послуг, якими вони періодично користуються. Емітенти звертаються до фондового ринку тоді, коли їм необхідно залучити довготермінові або середньострокові капітали для фінансування будь-яких своїх програм. Інвестори звертаються до фондового ринку для тимчасового вкладення наявних у їхньому розпорядженні капіталів з метою їх збереження й збільшення. Емітентів і інвесторів поєднує те, що ринок цінних паперів для них – частина "зовнішнього ділового середовища", а не професія й не "основний" професійний бізнес.

Другу групу становлять професійні торговці, тобто ті, кого називають брокерами й дилерами. Це організації, а в ряді країн і громадяни, для яких торгівля цінними паперами – основна професійна діяльність. Їхнє завдання полягає в тому, щоб обслуговувати емітентів і інвесторів, задовольняти їхні потреби у виході на фондовий ринок. Система взаємин "клієнти – професійні торговці" – це "роздрібний" сегмент фондового ринку, орієнтований на потреби емітентів і інвесторів. Професійні торговці тут пропонують клієнтам ринку широкий спектр фінансових послуг і фінансових інструментів.

Поруч із "роздрібним" сегментом фондового ринку існує не менш значний "оптовий" сегмент – це сфера відносин безпосередньо між професійними торговцями. Тут "професіонали" торгують один з одним на рівні. Принципи організації цієї торгівлі в цілому незначно відрізняються від тих, які існують в "роздрібному" сегменті фондового ринку. [2]

Третю групу становлять організації, які спеціалізуються на наданні послуг всім учасникам фондового ринку. Сукупність цих організацій називають також "інфраструктурою" фондового ринку. До них відносять фондові біржі й інші організатори торгівлі, клірингові й розрахункові організації, депозитарії й реєстраторів та ін. [6].

О. Мендрул залежно від місця, яке учасники займають на ринку цінних паперів, виділяє таку їх класифікацію (рис. 2):

- ✓ споживачів;
- ✓ постачальників;
- ✓ торговців;
- ✓ суб'єктів, що обслуговують ринок;
- ✓ органи, що регулюють діяльність учасників ринку.

Інституціональні інвестори акумулюють вільні кошти, у тому числі випуском власних цінних паперів, і постають їх на фондовий ринок (комерційні та інвестиційні банки, трасти, інвестиційні фонди, пенсійні фонди і страхові компанії). Торговці цінними паперами – з'єд-

нують покупців і продавців фондових цінностей. Суб'єкти, що обслуговують ринок, надають послуги щодо організаційно-технічного обслуговування операцій з цінними паперами. Органи, що регулюють діяльність учас-

ників, поділяються на держані й органи самоврядування, тобто недержавні (фондова біржа, різноманітні професійні організації об'єктів ринку), і мають своїм завданням правове впорядкування ринку [4].

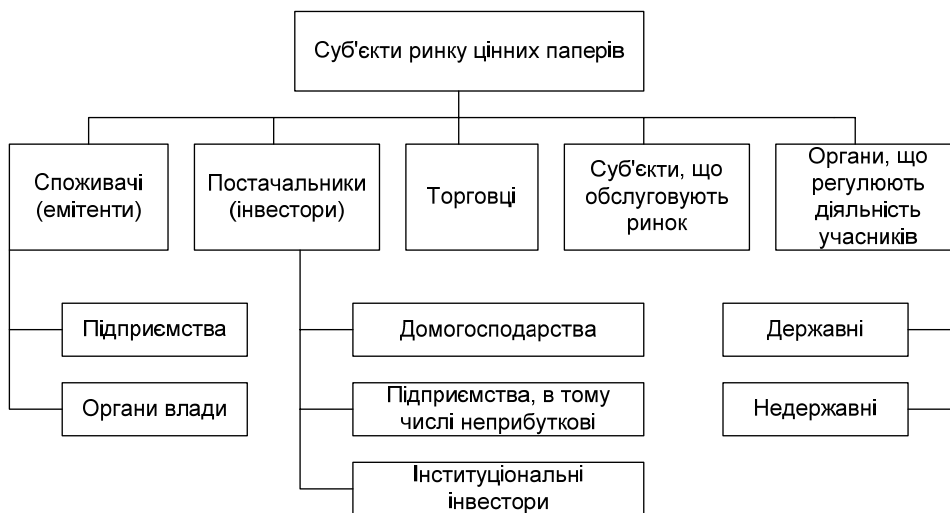


Рис. 2. Суб'єкти ринку цінних паперів

Загалом для ефективної діяльності ринку цінних паперів, а саме для залучення значних фінансових ресурсів, та перерозподілу капіталу з метою подальшого його інвестування, необхідно чітко усвідомити роль кожного суб'єкта ринку цінних паперів та виділити основні цілі його діяльності на ринку (табл. 1).

Таблиця 1. Основні цілі суб'єктів фондового ринку

Суб'єкти ринку цінних паперів	Основні цілі суб'єктів ринку цінних паперів
Споживачі (емітенти)	отримання додаткового джерела фінансування
Постачальники (інвестори):	
домогосподарства	збереження і нагромадження заощаджень
портфельні інвестори	збільшення капіталу, шляхом збільшення вартості портфеля цінних паперів
стратегічні інвестори	контроль над підприємством з метою отримання прибутку від його діяльності
Торговці	отримання прибутку завдяки діяльності, щодо знаходження джерел небанківського фінансування для емітента, з одного боку, та небанківських фінансових інститутів для інвестора – з іншого
Організації, що обслуговують ринок	одержання прибутку від надання платних послуг споживачам, постачальникам і торговцям
Органи, що регулюють діяльність учасників	некомерційного характеру, зв'язані зі встановленням "правил гри" та наглядом за їх виконанням

Як бачимо, усі учасники ринку, розміщуючи свої капітали в цінні папери, намагаються досягти власних різноманітних цілей, котрі, однак, можна об'єднати як цілі: доходності; безпеки (зменшення ризику); ліквідності. Безумовно, кожен з учасників має свої вимоги до цих показників і відповідно вибирає власну поведінку.

Важливою умовою ефективного функціонування ринку цінних паперів є достатній рівень конкуренції між його учасниками. Конкурентне середовище на ринку цінних паперів формується за рахунок діяльності на ньому різноманітних учасників, фінансові можливості яких визначають потенціал отриманого прибутку в цій сфері. Конкуренція за обсяги здійснення інвестиційних операцій стосується, головним чином, торговців цінними паперами, які належать до фінансових посередників. Посередники, які беруть участь в операціях з цінними паперами, поділяються на брокерів та дилерів. Брокер зводить продавця з покупцем, одержуючи за посередництво комісійні. Дилер купує цінні папери від свого імені та за свій рахунок з метою їх перепродажу. У ролі посередників виступають як окремі особи, так і цілі фірми, інтегруючи у своїй роботі брокерські та дилерські операції, а також комерційні банки. Спеціалізовані посередницькі фірми не мають єдиної загальноприйнятої назви. Найчастіше їх називають інвестиційними дилерами (банками, домами), біржовими, дилерськими фірмами.

Конкуренція щодо залучення фінансових ресурсів потенційних інвесторів поширена між емітентами цінних паперів. Розміщення цінних паперів на ринку безпосередньо емітентом (прямий продаж) відбувається дуже рідко і, головним чином, тоді, коли емітент не тільки добре відомий, а й має зв'язки з можливими покупцями. Зокрема, прямий продаж набув поширення на ринку корпоративних облігацій у вигляді їх продажу безпосередньо інституціональним інвесторам без публічного оголошення та відкритої передплати, а також без попередньої купівлі облігацій інвестиційним дилером. Прямий продаж дає можливість корпораціям уникнути витрат, пов'язаних зі складною процедурою публічних випусків та оплатою послуг дилерів, і, крім того, уникнути гласності.

Конкуренція між комерційними банками як фінансовими брокерами і дилерами на ринку цінних паперів проявляється під час виконання біржових угод з цінними паперами, а саме, коли комерційні банки здійснюють комісійну (брокерську) або комерційну (дилерську) діяльність. Комерційні банки виконують роль інвесторів і купують цінні папери для власного портфеля, беруть участь у первинному розповсюдженні нововипущених паперів серед покупців, виступають посередниками при переп-

родажу цінних паперів, виконують операції з цінними паперами за дорученням клієнтів, видають позички під цінні папери. У ряді країн, США, Англії, Франції та деяких інших, банківське законодавство обмежує інвестиційну діяльність комерційних банків і забороняє їм використовувати ресурси банку для інвестицій в акції та корпоративні облигації. У цих країнах портфель цінних паперів комерційних банків складається, головним чином, з державних цінних паперів. Проте банки намагаються обійти цю заборону: вони створюють холдинг-компанії, які вкладають капітал в акції та корпоративні облигації, надають кредити інвестиційним банкам та посередникам фондової біржі під заставу цінних паперів тощо.

Важливу роль на ринку цінних паперів та, зокрема, на ринку державних цінних паперів відіграє Центральний банк. Разом з Міністерством фінансів та Казначейством він вирішує питання про доцільність випуску нових боргових зобов'язань, визначає умови їх обігу, розробляє заходи щодо забезпечення сталого курсу державних цінних паперів. Крім того, центральний банк, здійснюючи операції з цінними паперами на відкритому ринку, впливає на розмір резервів комерційних банків і, таким чином, на стан їх кредитної діяльності та грошового обігу. Банк купує цінні папери, коли дотримується курсу на стимулювання кредитної діяльності комерційних банків та ринку в цілому, і продає цінні папери, коли має намір обмежити активність банків.

Конкуренція за обсяги послуг з інвестиційного консультування відбувається між інвестиційними компаніями та інвестиційними фондами; конкуренція за здійснення функцій інфраструктурних учасників ринку цінних паперів поширена серед реєстраторів, депозитаріїв, розрахунково-клірингових установ, бірж та агентств з розвитку інфраструктури. Так, в економічно розвинених країнах, інвестиційні дилери мають великий досвід проведення операцій на ринку. Емітент укладає угоду з інвестиційним дилером на розміщення цінних паперів нового випуску. Спочатку дилер здійснює старанний аналіз передбачуваного випуску з точки зору його вигідності. Наприклад, якщо мова йде про випуск цінних паперів акціонерною компанією, він вивчає фінансовий

стан компанії-емітента та перспективи її розвитку, аналізує стан галузі, в якій діє компанія, та економіки країни у цілому. Відносини між емітентом та дилером можуть будуватися по-різному. Дилер може виступити в ролі покупця цінних паперів з метою їх подальшого перепродажу. Така купівля цінних паперів називається передплатою (андерайтингом), а сам дилер – передплатником. Іноді дилер бере у емітента опціон, тобто право купити випуск. Таке право він реалізує, тільки якщо знайде покупців. Дилер може виступати у ролі агента емітента – брокера. У цьому випадку він бере цінні папери на комісію та намагається їх продати.

Таким чином, структура суб'єктів ринку цінних паперів є досить розгалуженою, але досить чіткою, де поєднуються як інтереси держави, так і всіх учасників інвестиційного процесу. Взаємозв'язок між учасниками ринку цінних паперів забезпечує ефективну діяльність всіх його ланок з приводу нагромадження та перерозподілу фінансових ресурсів ринку. Отримання прибутку на ринку цінних паперів є головною ціллю його суб'єктів, що породжує конкуренцію між ними, врегулювання якої можливе за умов чіткого державного регулювання відносин між учасниками ринку.

Зростання попиту на послуги фінансових посередників, завдяки яким в світі перерозподіляється основна частина ресурсів між постачальниками та споживачами капіталу, між інвесторами та реципієнтами коштів, а також щодо професійного управління рухом фінансових активів в Україні дасть змогу підвищити рівень довіри іноземних інвесторів до національного ринку цінних паперів.

1. *Алехин Б.И.* Рынок ценных бумаг. Введение к фондовые операции. – Самара: СамВен. – 1992. – 23 с. 2. *Буренин А.Н.* Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов: Навчальна допомога – М.: 1 Федеративна Книготорговельна Компанія, 1998. – 352 с. 3. Закон України "Про цінні папери та фондовий ринок" від 23 лютого 2006 року N 3480-IV. 4. *Мендрул О.Г., Шевчук І.А.* Ринок цінних паперів: Навч. посібник. – К.: КНЕУ, 1998. – 149 с. 5. *Киличков А.А.* Рынок ценных бумаг и биржевое дело / Киличков А.А., Чаадаева Л.А. – М.: Юристъ, 2000. – 704 с. 6. *Eichengreen B., Mathiesn D., Chadha B. et al.* Hedge funds and financial market dynamics. – Wash.: International Monetary Fund, 1998. – 75 p. 7. <http://www.ssmc.gov.ua>.

Надійшла до редколегії 14.01.11

УДК 336.763.34

Л. Гудзинська, канд. екон. наук, доц.

ПЕРСПЕКТИВИ ЖИТЛОВОЇ ІПОТЕКИ В УКРАЇНІ В КОНТЕКСТІ РЕФОРМУВАННЯ ПОДАТКОВОЇ СИСТЕМИ: ОЦІНКА РИЗИКІВ

У статті дана оцінка ризиків житлової іпотеки в умовах реформи податкової системи України.

Ключові слова: іпотека, іпотечний ринок, іпотечне кредитування, житлова іпотека, податкова реформа.

В статтє дана оцєнка ризикє жилищної ипотеки в условиях реформы налоговой системы Украины.

Ключевые слова: ипотека, ипотечный рынок, ипотечное кредитование, жилищная ипотека, налоговая реформа.

In the article the estimation of risks of housing mortgage is given in the conditions of reform of the tax system of Ukraine.

Keywords: mortgage, mortgage market, mortgage crediting, housing mortgage, tax reform.

Іпотека, а в її сегменті – житлова, традиційно розглядається в якості одного з дієвих факторів економічного зростання. Іпотека є одним з інструментів, використання якого забезпечує високий синергійний ефект, створюючи реальне підґрунтя для задоволення споживчих потреб населення (соціальна функція), інвестиційних інтересів суб'єктів інвестиційного ринку та розвитку фінансового ринку шляхом збільшення його ємності та диверсифікації за структурою фінансових інструментів (економічна функція). З огляду на високу ступінь спроможності забезпечення інтегрованого результату іпотека, як правило, є об'єктом підвищеної уваги в системі державного менеджменту – основного продуцента економічної політики. Будь-які наміри щодо зміни такої політики мають оцінюватися з точки зору ймовірних небе-

зпек та загроз, що підвищуватимуть ризики економічної системи в цілому та її окремих сегментів зокрема. Нагальність таких оцінок зростає, насамперед, в період значних економічних трансформацій, викликаних як об'єктивними (загострення економічної кризи, потреба в структурних трансформаціях, зміна макросередовища тощо), так і суб'єктивними (зміна економічної політики, проведення економічних реформ тощо) чинниками.

Україна, проголосивши курс на економічні реформи, як відповідь на виклики сьогодення, впритул підійшла до реалізації ідеї податкової реформи, матеріалізувавши її шляхом прийняття Податкового кодексу України. Аналіз низки новел цього документу дозволяє зробити висновок про формування певних суттєвих загроз для розвитку системи іпотечного кредитування, у першу чергу в сегменті