

*Т. А. Комащенко,  
аспірант кафедри економічної політики, Національна академія  
державного управління при Президенті України*

## ІНВЕСТИЦІЙНИЙ РИНОК УКРАЇНИ ЯК ОБ'ЄКТ ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ: СУТНІСТЬ ТА МЕХАНІЗМИ ФУНКЦІОНУВАННЯ

*У статті досліджується сутність та механізми функціонування інвестиційного ринку України як об'єкта державного регулювання.*

*In the article the essence and mechanisms of functioning of Ukrainian investment market like the object of state regulation are researched.*

*Ключові слова: інвестиційний ринок, державне регулювання, сегментація ринку, державна інвестиційна політика.*

### ВСТУП

Функціонування господарського комплексу країни неможливе без інвестицій, які забезпечують безперервність відтворення, розробку та реалізацію виробничих і соціальних програм, дозволяють збільшити обсяги та підвищити ефективність виробництва.

Обсяг та структура, залучених інвестиційних ресурсів визначають стан економіки в цілому. Тому одним із пріоритетних завдань економічної політики нашої держави залишається стимулювання інвестиційної діяльності, яка тісно пов'язана з оцінкою стану та прогнозуванням розвитку інвестиційного ринку [7].

Існує багато визначень поняття "інвестиційний ринок" у науковій літературі, але однозначне його трактування до сих пір не вироблено. Багато фахівців розглядають інвестиційний ринок як ринок об'єктів інвестування, поділяючи його на ринок об'єктів реального інвестування та ринок інструментів фінансового інвестування. Закордонні економісти, як правило, ототожнюють інвестиційний ринок із фондовим ринком, так як основними формами інвестицій в розвинутих економіках являються інвестиції у цінні папери.

Відповідно до ст. 92 Конституції України "виключно законами України встановлюються: ... засади створення і функціонування фінансового, грошового, кредитного та інвестиційно-

го ринків...", але правового оформлення основних засад функціонування ринку інвестицій, як і законодавчого визначення поняття "інвестиційний ринок", не існує.

Безумовно, інвестиційний ринок як складна економічна категорія та об'єкт державного регулювання потребує ретельного дослідження.

### ПОСТАНОВКА ЗАВДАННЯ

Метою статті є визначення сутності інвестиційного ринку України як об'єкта державного регулювання та його стану, механізмів його функціонування.

### РЕЗУЛЬТАТИ ДОСЛІДЖЕННЯ

Існують два підходи щодо визначення місця і ролі інвестицій в економічній системі, які безпосередньо пов'язані з визначенням поняття "інвестиційний ринок".

Перший підхід ґрунтується на економічній теорії, яка розглядає суспільне відтворення як систему виробництва, розподілу, обміну та споживання. Тоді інвестиції, головним чином, стосуються першої ланки — виробництва, і складають матеріальну основу його розвитку. Інвестиціями вважаються ті економічні ресурси, які направлені на збільшення реального капіталу суспільства, тобто на розширення чи модернізацію виробничого потенціалу. Це може бути пов'язано з придбанням нових машин, будинків, транспортних засобів, а та-

кож з будівництвом доріг, мостів та інших інженерних споруд. Сюди також треба включити витрати на освіту, наукові дослідження та підготовку кадрів. Ці витрати представляють собою інвестиції в "людський капітал", який є основним фактором сучасного економічного розвитку — інтелектуальний продукт, який визначає економічне положення країни в світовій ієрархії держав.

Другий підхід ґрунтується на теорії фінансів, відповідно до якої на фінансових ринках відбувається перелив коштів. Вони переміщуються від тих, хто має їх надлишок до тих, хто потребує інвестицій. Інвестиція розглядається як будь-яка форма перетворення заощаджень у капітал, тобто вартість, що приносить додаткову вартість, спосіб отримання доходу з певної суми заощаджень. При цьому, як правило, кошти спрямовуються від тих, хто не може їх ефективно використати, до тих, хто використовує їх продуктивно. Це сприяє не тільки підвищенню продуктивності та ефективності економіки в цілому, а й поліпшенню економічного добробуту кожного члена суспільства.

Відповідно до цього метою інвестування є збільшення капіталу: за рахунок поточних прибутків на вкладений капітал або за рахунок зростання ринкової вартості самого капіталу внаслідок змін ринкової кон'юнктури.

Щодо законодавчого визначення інвестицій, то в Україні до сьогодні існують деякі розбіжності у формулюванні основних категорій та понять. Так, згідно ст. 1 Закону України "Про інвестиційну діяльність", "інвестиціями є всі види майнових та інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об'єкти підприємницької та інших видів діяльності, в результаті якої створюється прибуток (доход) або досягається соціальний ефект". Такими цінностями можуть бути "кошти, цільові банківські вклади, паї, акції та інші цінні папери; рухоме та нерухоме майно (будинки, споруди, устаткування та інші матеріальні цінності); майнові права інтелектуальної власності; сукупність технічних, технологічних, комерційних та інших знань, оформлених у вигляді технічної документації, навиків та виробничого досвіду, необхідних для організації того чи іншого виду виробництва, але не запатентованих ("ноу-хау"); права користування землею, водою, ресурсами, будинками, спорудами, обладнанням, а також інші майнові права; інші цінності".

Подібне тлумачення категорії "інвестиції" міститься і в Законі України "Про режим іноземного інвестування": "іноземні інвестиції — цінності, що вкладаються іноземними інвесторами в об'єкти інвестиційної діяльності відповідно до законодавства України з метою отримання прибутку або досягнення соціального ефекту".

У Законі України "Про зовнішньоекономічну діяльність" зазначено,

що іноземні інвестиції — всі види майнових та інтелектуальних цінностей, що вкладаються іноземними суб'єктами господарської діяльності в Україні, в результаті чого створюється прибуток (дохід) чи досягається соціальний ефект. У даному випадку об'єкт інвестування чітко не вказується.

У Законі України "Про оподаткування прибутку підприємств" визначено, що інвестиція — "господарська операція, яка передбачає придбання основних фондів, нематеріальних активів, корпоративних прав і цінних паперів в обмін на кошти чи майно" та передбачено, що залежно від типу активів інвестиції розділяються на капітальні та фінансові.

Під капітальними інвестиціями розуміють господарські операції, які передбачають придбання будинків, споруд, інших об'єктів нерухомості, основних фондів та нематеріальних активів, які підлягають амортизації.

Під фінансовими інвестиціями розуміють господарські операції, які передбачають придбання корпоративних прав, цінних паперів, деривативів та інших фінансових інструментів.

Зауважимо, що капітальне і фінансове інвестування взаємопов'язані, обслуговують однакові фінансові потоки в економіці країни, і, якщо відштовхнутись від базового змісту поняття "інвестиції", то інвестиційний ринок має охоплювати як капітальні, так і фінансові інвестиції. Але що тоді витупає об'єктом торгів, бо ринок завжди передбачає що щось продається і купується? Для капітальних інвестицій — це специфічні інвестиційні товари (основні фонди та нематеріальні активи), а для фінансових — корпоративні права та інші фінансові інструменти. З цих позицій існує декілька різних за суттю груп інвестиційних ринків: ринки основних фондів (серед яких виділяють ринок нерухомості), ринки нематеріальних активів та ринки фінансових інструментів. Якщо перші дві групи відносяться до товарних ринків (правда, ринки нематеріальних активів мають настільки специфічну природу, що можна казати про особливий вид ринку — ринок об'єктів інтелектуальної власності), то ринки фінансових інструментів є сегментом фінансового ринку. Фінансовий інструмент є об'єктом торгів на інвестиційному ринку, тоді як фінансовий актив — об'єкт торгів на фінансовому ринку.

Фінансові інструменти за Директивою 2004/39/ЄС "Про ринки фінансових інструментів" класифікуються таким чином:

1. Цінні папери, що підлягають обігу (Transferable Securities), означають ті види цінних паперів, за винятком засобів платежу, що можуть виступати предметом угоди на ринку капіталів:

— акції товариств та інші цінні па-

пери, еквівалентні акціям товариств, участі у капіталі тощо, та депозитарні розписки щодо акцій;

— облігації та інші види боргових зобов'язань у формі цінних паперів, включаючи депозитарні розписки щодо таких цінних паперів;

— будь-які інші цінні папери, що надають право на придбання чи продаж будь-яких цінних паперів, що підлягають обігу, або передбачають грошові розрахунки пов'язані з цінними паперами, що підлягають обігу, валютою, відсотковою ставкою, доходністю, товарами, індексами або іншими вимірами.

2. Інструменти грошового ринку (Money-market Instruments), означають ті типи інструментів, якими зазвичай торгують на ринку грошових сурогатів, наприклад, treasury bills (короткострокові державні боргові зобов'язання), депозитні сертифікати та commercial papers (векселі, короткострокові приватні боргові зобов'язання).

3. Цінні папери інститутів спільного інвестування (ICI).

Перші три групи називаються основними фінансовими інструментами.

Інші групи складають похідні фінансові інструменти (опціони, ф'ючерси, свопи, форвардні процентні угоди та будь-які інші деривативні контракти стосовно цінних паперів, валюти, процентних ставок, ставок доходності або іншими деривативами стосовно фінансових індексів чи фінансових показників, розрахунки за якими може бути здійснено шляхом поставки чи грошима тощо).

Визначення, яке міститься у Законі України "Про цінні папери та фондовий ринок", в цілому відповідає цій класифікації.

Узагальнюючи викладене, приходимо до висновку, що інвестиційний ринок включає:

— ринок основних фондів, в тому числі ринок землі; ринок об'єктів (житла, виробничих приміщень, офісних приміщень); ринок обладнання і т.д.<sup>1</sup>;

— ринок нематеріальних активів, в тому числі ринок об'єктів інтелектуальної власності;

— ринки фінансових інструментів, в тому числі ринок цінних паперів, що підлягають обігу; ринок інструментів грошового обігу; ринок цінних паперів ІСІ; ринок деривативів;

— ринок корпоративних прав.

Інвестиційний ринок можна розглядати і як ринок інвестиційних товарів та послуг.

За аналогією з поняттям "фінансова послуга", яке визначене законодавством України, має бути чітко визначене і поняття "інвестиційна послуга", бо воно є ключовим у правовій системі країн ЄС. До речі у ст. 1 Закону України "Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінан-

сових послуг" таке поняття згадується як один із різновидів фінансових послуг.

Директива 2004/39/ЄС передбачає, що інвестиційні послуги надають "інвестиційні компанії" (investment firms) — інститут, який в Україні отожднюють із торговцями цінними паперами, або компаніями з управління активами. Якщо на грошово-кредитному ринку універсальним інститутом є банк, то на інвестиційному повинна бути інвестиційна компанія.

Зауважимо, що в Україні де-юре відсутні й такі інвестиційні інститути, як фонди прямих інвестицій, а також розвинута державна інвестиційна інфраструктура.

Щодо стану інвестиційного ринку в цілому та окремих його сегментів, то їх в характеризують такі елементи, як попит, пропозиція, ціна та конкуренція (7). У країнах з розвинутими ринковими відносинами інвестиційний попит і пропозиція збалансовані через механізм ціноутворення на базі зрівноважених цін на інвестиції та інвестиційні товари. Система зрівноважених цін формується мікроекономічними пропорціями у процесі виробництва та збуту, головною з яких є співвідношення "інвестиції — приріст інвестиційних товарів (капітального майна)". При цьому ринок характеризується випереджаючим розвитком інвестиційної пропозиції та відносно стабільним попитом.

Для стимулювання інвестиційного попиту товаровиробників і розвитку конкуренції між ними держава застосовує систему заходів антимонопольного регулювання. Механізм дії ціни зрівноваженості полягає у наступному. Інвестор, вкладаючи кошти, розраховує отримати максимальний прибуток за мінімальних витрат. Він відає перевагу найприбутковішим активам (інвестиційним товарам) з найвищою нормою прибутку на вкладений капітал. Ця ефективна галузь залучає більшу масу капіталу. Відповідно попит на інвестиційні товари починає перевищувати пропозицію, а їх ціна збільшується. Висока ринкова ціна таких товарів є індикатором їх привабливості для інвесторів з точки зору віддачі інвестицій — їх доходності.

Перелив інвестицій у зазначену галузь призведе, врешті-решт, до підвищення пропозиції цього інвестиційного товару та, як наслідок, до зниження його ціни. Інвестиції ж спрямовуватимуться на нові високоприбуткові виробництва, що у майбутньому неминуче призведе до розширення попиту на інвестиційні товари, виробництва їх нових видів і стимулювання діяльності інвесторів у використанні прибутку та нагромадженні капіталу.

Наслідки глобальної фінансово-економічної кризи безперечно вплинули і на стан інвестиційного ринку як в цілому у світі, так і в Україні зокрема.

<sup>1</sup> Серед специфічних видів інвестиційних ринків виділяють також ринок дорогоцінних металів і ринок творів мистецтва, іноді навіть ринок колекційних вин.

Негативні зміни, в першу чергу, відбулись в інституційному середовищі інвестиційного ринку. Так, банки, які виступають водночас і елементами інфраструктури інвестиційного ринку, і стратегічними інвесторами, показали повну неспроможність повноцінно функціонувати. Сьогодні можна зробити висновок, що такі інститути як інвестиційні банки<sup>2</sup> не виправдали себе саме як різновид банків. У 1933 році в результаті прийняття закону Гласа-Стігола комерційним банкам у США було заборонено здійснювати андеррайтинг та операції з цінними паперами, а інвестиційним — здійснювати комерційну банківську діяльність<sup>3</sup>. Тобто інститути грошово-кредитного та інвестиційного ринку не можуть суміщати діяльність, інакше ризики від перехрещення кредитування та інвестування різко зростають, а державне регулювання надзвичайно ускладнюється. В Україні законодавством передбачено створення інвестиційних банків, але відповідно до загально-визнаної світової практики щодо діяльності даних банків, можна сказати, що жодного створено не було. Однак банки залишаються найбільшими в Україні торговцями цінними паперами, що в умовах сьогодення тільки посилює загальні ризики банківської системи.

Інвестиційна діяльність українських компаній дещо більшого здійснювалась за рахунок запозичених ресурсів. Така інвестиційна схема не є життєздатною: власний капітал має домінувати над позиковим у діяльності будь-якої фірми. Україну це явище також не оминувало: за останні роки питома вага кредитів банків та інших позик у загальному обсязі інвестицій в основний капітал зросла з 1,7% у 2000 році до 16,6% у 2007 році<sup>4</sup>. Країни, у яких ця цифра сягнула більше 50%, мають сьогодні набагато більше проблем з подальшим розвитком економіки.

Одним із сегментів інвестиційного ринку, як було визначено раніше, є ринок фінансових інструментів. Фінансiалiзацiя спонукала до заробляння швидких грошей на ринках фінансових інструментів замість інвестицій у нові технології, інтелектуальний капітал чи технічне переоснащення виробництва. Так, зростання індексу ПФТС (вартості акцій індексного кошику) у 2007 році, завдяки спекулятивним операціям, змінилось його таким феноменальним падінням у 2008, що призвело до краху так званого "фондового ринку України".

## ВИСНОВКИ

Підсумовуючи викладене, можна стверджувати, що інвестиційний ринок як складна економічна категорія та об'єкт державного регулювання потребує застосування певних організаційних механізмів та правового оформлення основних засад його функціонування. Адаже, інвестиційна діяльність завжди починається з ринку, який як складна система включає в себе суб'єктів, об'єктів, інфраструктуру, ринковий механізм та контроль з боку держави за дією ринкового механізму. Інвестиційний ринок, як було вже зазначено, у свою чергу поділяється на кілька сегментів залежно від специфіки об'єктів (інструментів), що на них купуються та продаються. Отже, сегментація інвестиційного ринку — це сукупність ринку основних фондів, до яких відноситься ринок землі, ринок об'єктів (житла, виробничих приміщень, офісних приміщень), ринок обладнання і т.д.; ринку нематеріальних активів, в тому числі ринок об'єктів інтелектуальної власності; ринку фінансових інструментів, в тому числі ринок цінних паперів, що підлягають обігу, ринок інструментів грошового обігу; ринок цінних паперів ІСІ; ринок деривативів; ринку корпоративних прав.

На інвестиційному ринку функціонують категорії попиту, пропозиції, ціни, кон'юнктури ринку, ділової активності. Саме тут інвестори шукають недооцінені ринком інструменти, які дають змогу за рахунок їх придбання підвищити через деякий час (а іноді миттєво) вартість капіталу через зростання вартості активів (основних фондів, нематеріальних активів, фінансових інструментів, корпоративних прав), у які інвестор трансформував свій капітал за допомогою інвестиційного ринку. Якщо об'єктом регулювання проголошується "фінансовий ринок" або "ринки цінних паперів", то такі ринки не включають всі види інвестиційних активів. Однак саме діяльність інвесторів об'єднує всі сегменти інвестиційного ринку в одне ціле, а перше завдання державного регулювання — захищати права та законні інтереси інвесторів.

Всі держави, в тому числі й Україна, зацікавлені в економічному розвитку через збільшення інвестування, але кожна держава визначає, які сегменти та сектори інвестиційного ринку є пріоритетними, що потрібно зробити, щоб не тільки захистити, але й заохотити інвесторів робити вкладення у певні активи, як запобігти диспропорціям на інвестиційному ринку, яким інвестиційні інститути потрібно дати можливість утворюва-

ти і яким вони мають відповідати вимогам. Все це покликана впроваджувати державна інвестиційна політика. Її реалізація є метою державного регулювання інвестиційного ринку.

Потрібно також зважити на специфіку інфраструктури інвестиційного ринку та інвестиційних посередників. На інвестиційному ринку мають функціонувати універсальні інвестиційні інститути з виключними видами діяльності за аналогією з банками на грошово-кредитному ринку. Це обумовлює необхідність не тільки регулювання інвестиційного ринку, тобто встановлення загальних вимог і правил, але й здійснення нагляду за діяльністю інвестиційних інститутів.

Викладені аргументи наводять на думку про необхідність подальшого ґрунтовного наукового дослідження щодо ринку інвестицій та його інфраструктури як базисних об'єктів державного регулювання.

## Література:

1. Конституція України Закон від 28.06.1996 № 254к/96—ВР // Відомості Верховної Ради України (ВВР). — 1996. — № 30. — ст. 141.
2. Про інвестиційну діяльність: Закон України від 10.09.1991 № 1540 а—ХІІ // Відомості Верховної Ради (ВВР). — 1991. — № 47. — С. 646.
3. Про зовнішньоекономічну діяльність: Закон України від 16.04.1991 № 959—ХІІ // Відомості Верховної Ради УРСР (ВВР). — 1991. — № 29. — С. 377.
4. Про режим іноземного інвестування: Закон України від 19.03.1996 № 93/96—ВР // Відомості Верховної Ради (ВВР). — 1996. — № 19. — С. 80.
5. Про оподаткування прибутку підприємств : Закон України від від 28.12.1994 № 334/94—ВР // Відомості Верховної Ради (ВВР). — 1995. — № 4. — С. 28.
6. Директива 2004/39/ЄС Європейського Парламенту та Ради "Про ринки фінансових інструментів, що вносить зміни в Директиви Ради 85/611/ЄЕС і 93/6/ЄЕС та Директиву 2000/12/ЄС Європейського Парламенту та Ради і припиняє дію Директиви Ради 93/22/ЄЕС" від 21 квітня 2004 року : [Електрон. ресурс]. — Режим доступу: <http://www.uazakon.com/big/text938/pg1.htm>.
7. Бланк І.А. Інвестиційний менеджмент / Бланк І.А. — К.: МП "ІТЕМ" ЛТД "Юнайтед Лондон Трейд Лимитед", 1995. — С. 65—71.
8. Дідківська Л.І. Державне регулювання економіки: навч. посіб./ Дідківська Л.І., Головка А. С. — К.: "Знання", 2007. — С. 119—124.
9. Кириченко О. А. Організаційно-правове регулювання фінансового ринку в Україні / Кириченко О. А., Кім Ю. Г. // Інвестиції: практика та досвід. — 2008. — № 22. — С. 19—21.
10. Леонов Д.А., Львовичкін С.В., Хорунжий С.Г. Ринок фінансових послуг: парадигма євроінтеграції: монографія / За наук. ред. В.М. Федосова — К.: УІРФР, 2008. — 848 с.

Стаття надійшла до редакції 17.06.2009 р.

<sup>2</sup> Інвестиційний банк — спеціалізована кредитна установа, що залучає довготерміновий позиковий капітал і надає його в розпорядження позичальникам (підприємцям і державі) через випуск облігацій та інших видів боргових зобов'язань. Основними функціями інвестиційного банку є з'ясування характеру і розміру фінансових потреб позичальників, узгодження умов позички, вибір виду цінних паперів, визначення термінів їх емісії та розміщення серед інвесторів. Інвестиційний банк є не просто посередником між інвестором і позичальником, а й гарантом емісії та організатором ринку.

<sup>3</sup> Закон діяв до кінця 90-их років

<sup>4</sup> За даними Держкомстату України ( [www.ukrstat.gov.ua](http://www.ukrstat.gov.ua) )