

**ТЕРНОПЛЬСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ**

На правах рукопису

**ЛАЦИК ГАЛИНА МИРОНІВНА**

УДК 336.763.34(477)

**ФІНАНСОВІ ІНСТРУМЕНТИ НА ПОТЕЧНОМУ РИНКУ УКРАЇНИ**

**Спеціальність 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит**

**ДИСЕРТАЦІЯ**

на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук

**Науковий керівник:**

доктор економічних наук, професор

**Алексєнко Людмила Михайлівна**

**ТЕРНОПЛЬ – 2011**

## ЗМІСТ

Вступ.....	3
<b>Розділ 1. Теоретико-концептуальні засади фінансових інструментів на іпотечному ринку.....</b>	<b>10</b>
1.1. Концептуалізація формування і функціонування іпотечного ринку в економічній системі держави.....	10
1.2. Сутнісно-типологічні основи фінансових інструментів іпотечного ринку.....	35
1.3. Методичні підходи до оцінки ефективності використання фінансових інструментів на іпотечному ринку.....	55
Висновки до розділу 1.....	69
<b>Розділ 2. Практика використання фінансових інструментів на іпотечному ринку України.....</b>	<b>72</b>
2.1. Функціонування та тенденції розвитку іпотечного ринку у контексті зміни макроекономічної ситуації в Україні.....	72
2.2. Аналіз практики залучення фінансових ресурсів і використання фінансових інструментів на іпотечному ринку України.....	98
2.3. Моніторинг випуску та розміщення іпотечних облігацій на фінансовому ринку України.....	119
Висновки до розділу 2.....	134
<b>Розділ 3. Шляхи активізації процесу використання фінансових інструментів на іпотечному ринку України.....</b>	<b>136</b>
3.1. Перспективи модернізації фінансових інструментів і технологій їхнього використання на іпотечному ринку України.....	136
3.2. Прогнозування розвитку іпотечного ринку та оптимізація структури портфеля іпотечних цінних паперів.....	166
Висновки до розділу 3.....	183
Висновки.....	186
Додатки.....	191
Список використаних джерел.....	233

## ВСТУП

**Актуальність теми.** Характерною рисою соціально-економічного розвитку країни є ефективно функціонуючий іпотечний ринок, спроможний забезпечити нагромадження фінансового потенціалу економіки, сприяти капіталізації реального сектора та поступальній реалізації житлової доктрини держави. Модернізація фінансового інструментарію іпотечного ринку, розширення операцій з іпотечними цінними паперами сприяє зростанню можливостей залучення фінансових ресурсів для іпотечного кредитування, що зумовлює посилення конкуренції між іпотечними кредиторами у площині покращення якості іпотечних активів, умов надання та доступності іпотечних кредитів.

Формування і функціонування іпотечного ринку в Україні за умов виходу та подолання наслідків світової фінансової кризи супроводжується превалюванням депозитної моделі іпотечного кредитування, обмеженістю використання сучасних інструментів і технологій у процесі залучення фінансових ресурсів, наявністю непрозорих схем на ринку нерухомості, високою вартістю та ризиковістю іпотечних програм. Посилені спадом економічної активності суб'єктів господарювання та порушенням фінансової стійкості банківської системи, перелічені проблеми зумовлюють необхідність здійснення комплексу заходів для підвищення соціально-інвестиційного призначення іпотеки. Орієнтація на модернізацію та модифікацію системи іпотечного кредитування шляхом формування ефективного механізму рефінансування іпотечних кредитів за рахунок новітніх фінансових інструментів і впровадження інноваційних технологій використання іпотечних цінних паперів сприятиме посиленню конкуренції та зростанню ролі фінансово-кредитних інститутів на іпотечному ринку.

Дослідженням окремих аспектів розвитку іпотечного ринку в Україні займалися такі вчені: Л. Алексеєнко, В. Базилевич, Н. Версаль, В. Глущенко, І. Гуцал, О. Дзюблюк, О. Євтух, О. Іванілов, О. Лобунь, Б. Луців, В. Міщенко, К. Паливода, В. Савич, Г. Терещенко, С. Харічков, С. Юрій. Серед російських учених питанням іпотечного кредитування приділяли увагу: Н. Косарева, М. Логінов, І. Разумова,

А. Сучков, Г. Ціліна та ін. Вагомий внесок у розробку теоретико-методологічних засад іпотеки, іпотечного ринку та механізму іпотечного кредитування зроблено зарубіжними науковцями Е. Девідсоном, Н. Дігорою, Р. Доддом, А. Кельманом, Д. Льюїсом, Ф. Фабощі, Дж. Фрідманом, Дж. Ченом та ін.

Проблематика використання фінансових інструментів займає чільне місце у наукових працях як вітчизняних, так і зарубіжних учених: У. Баффета, Т. Берднікової, Д. О'Брайєна, Р. Брейлі, Л. Гоха, А. Дамодарана, Л. Долінського, В. Єдрінової, А. Ігнатенка, В. Корнеєва, І. Лютого, С. Майєрса, Дж. Маршалла, Я. Міркіна, Р. Мюррея, Р. Нортон, А. Пересади, А. Фельдмана, У. Шарпа, С. Шривастави та ін.

Враховуючи теоретичну та практичну цінність сучасних досліджень формування і функціонування іпотечного ринку, особливої уваги заслуговують подальші ґрунтовні науково-практичні розробки, присвячені питанням рефінансування іпотечних кредитів, переходу до інвестиційної моделі іпотеки, удосконалення національних фінансових інструментів і впровадження інноваційних технологій їх використання на іпотечному ринку. Вагомість зазначеної проблематики, її актуальність і необхідність відновлення й активізації іпотечного кредитування за рахунок довготермінових фінансових ресурсів, залучених внаслідок імплементації фінансових інструментів, зумовили вибір теми дисертаційної роботи та окреслили коло питань, які в ній досліджуються.

**Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.** Дисертаційна робота є складовою держбюджетної науково-дослідної роботи кафедри фінансів суб'єктів господарювання і страхування Тернопільського національного економічного університету за комплексними науковими темами „Аналіз стану, проблеми та перспективи розвитку страхового ринку України” (реєстраційний № 0106U000516), „Сучасні фінансово-управлінські проблеми господарської діяльності” (реєстраційний № 0108U002108), у межах яких автором визначено перспективи участі страхових компаній в іпотечних відносинах і обґрунтовано напрями підвищення ефективності функціонування іпотечного ринку в Україні.

**Мета і завдання дослідження.** Метою дисертаційної роботи є обґрунтування теоретико-методичних засад та розробка пропозицій щодо модернізації фінансових інструментів і технологій їх використання на іпотечному ринку України.

Вказана мета передбачає виконання таких *завдань*:

- з'ясувати концептуальні засади формування і функціонування іпотечного ринку в економічній системі держави;
- поглибити сутнісно-типологічні основи фінансових інструментів на іпотечному ринку;
- розкрити методичні підходи до оцінки ефективності використання фінансових інструментів на іпотечному ринку;
- проаналізувати функціонування та тенденції розвитку іпотечного ринку в умовах зміни макроекономічної ситуації в Україні;
- оцінити практику залучення фінансових ресурсів і використання фінансових інструментів на іпотечному ринку України;
- удосконалити теоретичні основи моніторингу випуску та розміщення іпотечних облігацій на фінансовому ринку України;
- обґрунтувати пріоритети модернізації фінансових інструментів і технологій їх використання на іпотечному ринку України;
- здійснити прогнозування розвитку іпотечного ринку та оптимізувати структуру портфеля іпотечних цінних паперів.

*Об'єктом дослідження* є формування й функціонування іпотечного ринку в економічній системі держави.

*Предмет дослідження* – теоретико-прикладні засади використання фінансових інструментів на іпотечному ринку України.

**Методи дослідження.** Методологічною основою дисертації виступає діалектичний метод наукового пізнання та системний підхід до вивчення процесу використання фінансових інструментів на іпотечному ринку. Зокрема, використано: а) історичний аналіз і логічний синтез – у процесі розкриття концептуальних засад становлення іпотечного ринку (перший розділ); б) теоретичні узагальнення та системно-функціональний метод – при дослідженні понятійного апарату щодо

використання фінансових інструментів іпотечного ринку, розгляді їх складових і розкритті концептуальних основ ринку іпотечних цінних паперів (перший розділ); в) методи групування, порівняння, спостереження, графічного аналізу, статистичні й математичні – при аналізі практики використання фінансового інструментарію іпотечного ринку України (другий розділ); г) економіко-математичне моделювання, формалізацію, наукову абстракцію та комплексний підхід – для обґрунтування напрямів модернізації фінансових інструментів та інноваційних технологій їх застосування на іпотечному ринку України (третій розділ).

*Теоретичною базою* дисертаційної роботи є фундаментальні напрацювання світової економічної та фінансової думки, викладені у наукових роботах вітчизняних і зарубіжних учених з питань фінансового інвестування, операцій із фінансовими інструментами, механізму іпотечного кредитування.

*Інформаційну основу* дисертації становлять вітчизняні нормативно-правові акти з питань функціонування іпотечного ринку, дані Національного банку України, Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України, Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України, Державного комітету статистики України, Української національної іпотечної асоціації, Державної іпотечної установи.

**Наукова новизна одержаних результатів** полягає у поглибленні концептуальних засад іпотечного ринку і фінансових інструментів на ньому, визначенні стратегічних заходів з удосконалення фінансового інструментарію на іпотечному ринку України, а саме:

*вперше:*

– обґрунтовано функціональну субстанцію фінансових інструментів на іпотечному ринку, яка розкривається через функції розподілу, стимулювання, капіталізації фінансових ресурсів та інформаційно-захисну; принципи оцінювання іпотечних цінних паперів (інвестиційної привабливості, ефективного використання, соціальної справедливості, прозорості та публічності), що дає змогу аналізувати ефективність і прогнозувати використання новітніх іпотечних інструментів і технологій у посткризовий період з метою стимулювання розвитку системи іпотечного кредитування та підвищення рівня капіталізації економіки держави;

*удосконалено:*

– систему моніторингу випуску та розміщення іпотечних облігацій, що забезпечує ідентифікацію фінансового стану емітента, виявлення його динаміки у процесі випуску і розміщення іпотечних облігацій, прогнозування й систематизацію чинників, які охоплюють основні аспекти взаємодії емітента з власниками іпотечних облігацій;

– організаційні та методичні засади поліпшення структури іпотечного ринку за допомогою використання синергетичного підходу до вибору основних принципів його розвитку, зокрема: самоорганізації (оптимізація структури, систематизація параметрів управління, зміцнення внутрішнього потенціалу іпотеки), відкритості (доцільність надання іпотечних кредитів), нелінійності (запровадження альтернативних шляхів залучення фінансових ресурсів на іпотечний ринок, індивідуальний підхід до просування іпотечних фінансових інструментів) і нерівноважності (сприяння рівномірному та нерівномірному надходженню фінансових ресурсів у систему іпотечного кредитування);

– порядок випуску і розміщення фінансових інструментів національного іпотечного ринку шляхом адаптації чинного законодавства України до стандартів і норм, уніфікованих з директивами розвитку ринків капіталів Європейського Союзу, що сприятиме гармонізації економічних інтересів учасників іпотечних ринків і запровадженню інноваційних технологій та єдиних фінансових регуляторних підходів для попередження неефективного розвитку іпотечного ринку;

*набули подальшого розвитку:*

– трактування поняття „іпотечний ринок” як системи економічних відносин між контрагентами іпотеки щодо формування, розподілу і використання іпотечних ресурсів з метою ефективною реалізації інвестиційного потенціалу та виконання соціально-економічних завдань розвитку держави. На підставі цього розкрито специфічні характеристики і запропоновано авторське трактування понять „фінансові інструменти”, „іпотечні цінні папери” і „ринок іпотечних цінних паперів”;

– методичні підходи до залучення іпотечних кредитних ресурсів через використання різних видів фінансових інструментів (сертифікатів фондів операцій із

нерухомістю, житлових облігацій міського займу, цільових будівельних облігацій) у площині дослідження переваг і суперечностей останніх при фінансуванні будівництва житлової нерухомості, зокрема використання іпотечних облігацій для рефінансування іпотечних кредитів і забезпечення іпотечних програм;

– формування напрямів стимулювання розвитку вторинного іпотечного ринку центральним банком через реалізацію ним операцій РЕПО з іпотечними цінними паперами, впровадження практики випуску та розміщення іпотечних сертифікатів із фіксованою дохідністю, встановлення дієвої іпотечної ставки рефінансування іпотечних кредитів, набуття права викупу іпотечного забезпечення у Державної іпотечної установи на випадок, коли позичальник є неплатоспроможним виконати свої фінансові зобов'язання, що дає змогу сек'юритизувати видані іпотечні кредити та посилити інвестиційну привабливість іпотечних цінних паперів в Україні.

**Практичне значення одержаних результатів** полягає у тому, що сформульовані теоретико-методичні положення, висновки та практичні пропозиції автора можуть бути використані у процесі модернізації фінансових інструментів ринку капіталу України, вдосконалення інституційної інфраструктури фінансового та іпотечного ринків, а також забезпечення соціально-економічного розвитку держави і підвищення добробуту населення.

Окремі наукові результати дисертаційної роботи використовуються у роботі Центру наукових досліджень НБУ (довідка № 53-108/485 від 01.10.2010 р.), Тернопільського територіального управління ДКЦПФРУ (довідка № 01/2161 від 13.10.2010 р.), ПрАТ „Кінто” (довідка № 925/1 від 18.10.2010 р.), Тернопільської обласної дирекції ВАТ НАСК „Оранта” (довідка № 1155 від 15.10.2010 р.), а також у навчальному процесі Тернопільського національного економічного університету (довідка № 126-33/2237 від 14.10.2010 р.).

**Особистий внесок здобувача.** Дисертаційна робота є одноосібною науковою працею. Отримані у дисертації науково-практичні результати, сформульовані висновки й узагальнення, винесені на захист, одержані автором самостійно і є його науковим здобутком.



**Апробація результатів дослідження.** Основні теоретичні положення, висновки та результати дисертаційної роботи доповідалися і обговорювалися на міжнародних та всеукраїнських науково-практичних конференціях: Всеукраїнській науково-практичній конференції „Теорія та практика ринкових перетворень: економічний та соціальний контекст” (м. Вінниця, 2008 р.), Міжнародних науково-практичних конференціях „Формування єдиного наукового простору Європи та завдання економічної науки” (м. Тернопіль, 2008 р. та 2009 р.), Міжнародних науково-практичних конференціях молодих учених „Економічний і соціальний розвиток України в XXI столітті: національна ідентичність та тенденції глобалізації” (м. Тернопіль, 2009 р. та 2010 р.), Всеукраїнській науково-практичній конференції „Управління у сферах фінансів, оподаткування, страхування і кредиту” (м. Львів, 2009 р.), XII Всеукраїнській науково-практичній конференції студентів і молодих учених „Соціальні фінансові та економічні основи ефективної глобалізації світової економіки” (м. Донецьк, 2010 р.), Міжнародній науково-практичній конференції „Фінансово-кредитний механізм активізації інвестиційного процесу” (м. Київ, 2010 р.), XV Міжнародній науково-практичній конференції „Перспективи розвитку економіки України: теорія, методологія, практика” (м. Луцьк, 2010 р.); IX Міжнародній науково-практичній конференції „Фінанси України” (м. Маріуполь, 2010 р.).

**Публікації.** Основні положення і найважливіші результати дисертаційної роботи знайшли відображення у 20 наукових публікаціях, із яких 7 – публікації у наукових фахових виданнях (4,39 д. а), 13 – в інших виданнях (2,27 д. а). Загальний обсяг публікацій становить 6,66 д. а., з них особисто автору належить 6,46 д. а.

**Структура та обсяг дисертації.** Дисертаційна робота складається зі вступу, трьох розділів, висновків, 19 додатків, розміщених на 42 сторінках, і списку використаних джерел із 263 найменувань на 25 сторінках. Основний зміст роботи викладено на 190 сторінках. Робота містить 25 таблиць на 27 сторінках і 36 рисунків на 36 сторінках.

## Розділ 1

### ТЕОРЕТИКО-КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ НА ІПОТЕЧНОМУ РИНКУ

#### 1.1. Концептуалізація формування і функціонування іпотечного ринку в економічній системі держави

Розвиток світового господарства зумовлений удосконаленням форм економічних відносин, виникнення та активізацію яких у країні забезпечує формування ринку як важливої інституційно-організаційної та системоутворюючої складової економічної системи держави. Як самостійне утворення, він відображає певну структуру з властивими їй закономірностями становлення і функціонування. Важливе значення має дослідження ринку як „сфери товарного обміну, що обумовлюється попитом і пропозицією” [28, с. 1221].

Якісно новим моментом сучасного розуміння сутності категорії „ринок” є його трактування як „сукупності економічних відносин та механізму їх реалізації між фізичними та юридичними особами – суб’єктами різних типів і форм власності та господарювання в межах окремих країн з приводу організації та купівлі-продажу товарів і послуг відповідно до законів товарного виробництва” [59, с. 250].

В умовах глобалізації та інтеграції, а також підвищення вимог контрагентів економічних відносин, ринок трансформується й удосконалюється, а система ринків доповнюється якісно новими різними їх видами. Єдність усіх ринків забезпечується через функціонування ринкового механізму, тобто одного із способів реалізації економічних відносин між їх учасниками.

Формування іпотечного ринку є важливою складовою ринкових перетворень, розвитку продуктивних сил та галузей економіки, запорукою вирішення частини соціальних проблем, активізації інвестиційних процесів у

державі. При цьому він є одним із різновидів ринку і, відповідно, йому притаманні загальні ознаки та принципи, на яких ґрунтується функціонування останнього. На думку вченого Е. Хегстрома, лише на певному ринку як складній адаптивній системі можлива досконала рівновага [214, с. 54]. Цієї позиції притримуються економісти та науковці сучасної теорії портфельних інвестицій. Розвиваючи згадану думку, зазначимо, що іпотечний ринок є складним багатограним динамічним явищем, яке змінюється внаслідок трансформації економічних систем під впливом світових тенденцій. Дослідження іпотечного ринку потребує розгляду історичного аспекту його становлення, котрий пов'язаний із поняттям іпотеки.

Вперше термін „іпотека” використано у законодавстві Солона (VI ст. до н. е.) [16, с. 470]. На етапі зародження цивілізації іпотекою вважали стовп із написом, котрий засвідчував, що земля, на якій його розміщено, слугує забезпеченням прав кредитора на визначену суму. Надалі для цього використовували специфічні книги, які називали іпотекою. Фактично присяга і поручительство були першими способами своєчасного виконання зобов'язань, оскільки всі угоди базувалися на довірі. Безумовно, це частково стримувало розвиток товарно-грошових і кредитних відносин.

Подальше вдосконалення економічних процесів, виникнення відносин між економічними суб'єктами, розширення фінансового простору обумовили необхідність чіткішого окреслення заходів відповідальності кожного учасника економічних угод. Виходячи з цього, зародилося право власності на землю і нерухомість та виникли дві форми забезпечення зобов'язання – фідучія та пігнус [179, с. 8–9].

За умов фідучії (від лат. *fiducia* – угода на довірі або довірча угода) власність передавали кредиторіві в повне розпорядження. Згодом введено офіційне положення щодо документа про заставу.

За лояльнішої форми – пігнуса (від лат. *pignus* – неформальна застава) – кредитор отримував нерухоме майно лише на правах володіння, а не власності. Більше того, боржники мали право вимагати від кредитора не користуватися

нерухомістю, а лише забезпечувати її збереження. Перевагою такої форми забезпечення зобов'язання було підвищення ймовірності, що позичальник поверне борг. При цьому виникали труднощі у сфері управління нерухомим майном, а також невідповідності розміру боргу вартості заставленого майна. Це стало причиною запровадження в обіг нової форми застави – іпотеки без передачі заставленого майна у володіння кредиторів, а результатом – виникнення іпотечного кредиту. Переваги іпотеки як форми забезпечення зобов'язання: можливість подальшого використання позичальником предмета іпотеки; заборона кредитору придбавати, а позичальнику продавати нерухомість, що є забезпеченням зобов'язання; збереження за кредитором контролю щодо догляду за заставленим майном.

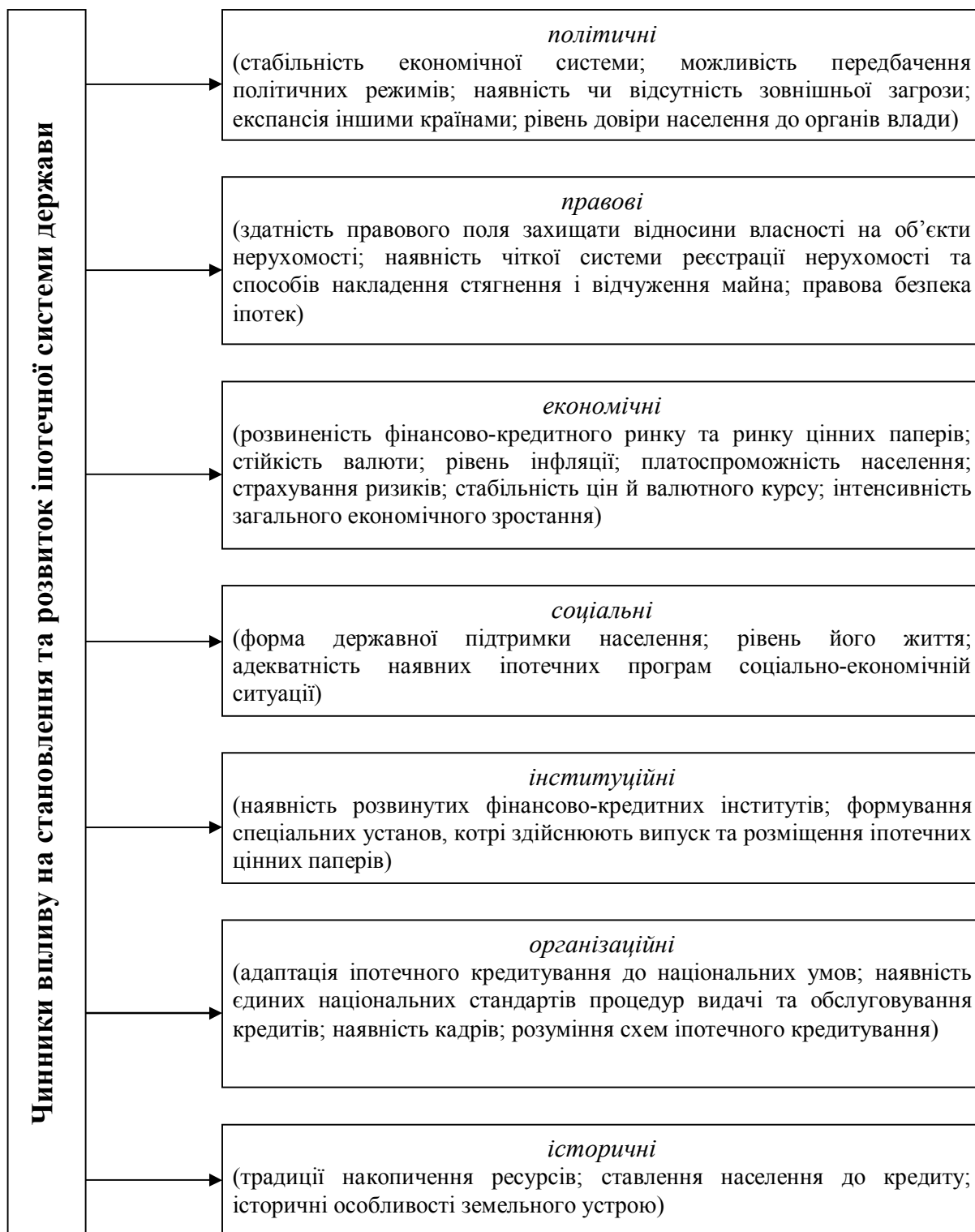
Зі зміною світового господарства інститут іпотеки перестав діяти. Його відновили в XIV ст. у Німеччині, у Франції нелегальна іпотека зародилася лише наприкінці XVI ст. Саме в цей час сформувався вторинний іпотечний ринок, з'явилися перші інституційні учасники – іпотечні банки, набув використання такий інструмент ринку як застава. Зокрема, у Пруссії в 1769 р. створено перші спеціалізовані іпотечні установи, а приватні іпотечні банки у формі акціонерних товариств виникли в окремих європейських країнах у 1835 р. (бельгійський „Credit Foncier”) та у 1852 р. (французький „Credit Foncier”). Найбільшого поширення вони набули в Данії, Німеччині, Швеції, бо володіли ексклюзивним правом випуску іпотечних облігацій із низьким ризиком. Сфера їх діяльності була обмежена видачею позик міському та сільському населенню під заставу нерухомості. Були й такі, що надавали кошти всім категоріям позичальників. У США перші іпотечні банки виникли тільки у 1916 р. Кредитування здійснювали на термін до 5 років, і воно не перевищувало 50% вартості нерухомого майна під заставу. В Росії такі установи почали діяти з 1754 р., а на початок 1870-их рр. вже діяло 11 державних акціонерних земельних банків. До 1917 р. кредитно-банківська система довготермінового іпотечного кредитування стала організованою. Її складовими були два державних банки, 21 земельний та 18 приватних банків, а також міські кредитні

спілки й суспільні банки, спілки взаємного поземельного кредиту тощо. В іпотечних банках було заставлено близько 60 млн. десятин землі, тобто більше третини всієї посівної площі Росії [216, с. 48].

В ХХ столітті розвиток економічних відносин сприяв посиленню ролі іпотеки в економічній системі держави, виникненню нових її сегментів, зміні моделей іпотечного кредитування, розширенню інституційної структури іпотечного ринку, диверсифікації іпотечних цінних паперів, тим самим забезпечивши залучення вільних коштів для реалізації різного роду економічних і соціальних проектів та зміцнення інвестиційного потенціалу країни. Крім того, ускладнення ринкових процесів зумовило утворення іпотечної системи, котра є складовою економічної системи, тому цілком закономірно, що остання визначає фундаментальні основи її становлення та функціонування. Виходячи з цього, можна відслідкувати взаємозалежність та взаємообумовленість між цими системами, а саме: від рівня економічного розвитку країни залежить характер іпотечних відносин та механізм функціонування іпотечної системи, а ефективний іпотечний механізм є запорукою прискорення темпів соціально-економічного розвитку. Безумовно, іпотечна система піддається впливу різних чинників, основні з яких відображено на рис. 1.1.

Загалом стан іпотечної системи визначається політичною ситуацією в країні, нормативно-правовим забезпеченням іпотечних відносин, соціально-економічним розвитком держави і сформованою інституційною структурою економіки, історичними умовами державотворення та організаційними засадами іпотечного механізму. Важливою характеристикою іпотечної системи є її складові – суб'єкти, об'єкти та нормативно-правове регулювання.

Компонентою іпотечної системи є іпотечний ринок, на якому суб'єктам економічних відносин надаються фінансові послуги та забезпечується право їх вільного економічного вибору. Разом із тим, не викликає заперечень той факт, що досі в економічній літературі відсутнє єдине усталене визначення іпотечного ринку.



**Рис. 1.1. Основні чинники впливу на становлення та розвиток іпотечної системи держави \***

\* Розроблено автором на основі [47, с. 41–42; 61, с. 42–44; 187, с. 18–19].

Кожне наступне трактування так чи інакше дублює зміст попереднього та трансформується відповідно до вимог часу.

У вузькому розумінні іпотечний ринок можна пов'язати з конкретно визначеним місцем, де відбувається безпосередній контакт покупця та продавця іпотечних продуктів, а саме формуються економічні відносини, що опосередковують процес видачі іпотечних кредитів, які вважаються неприбутковими і, відповідно, непродуктивними [147, с. 34; 189, с. 375]. Таке розуміння згаданої категорії панувало на етапах зародження іпотечного кредитування і на сьогодні себе вичерпало.

З метою уникнення несуттєвих аспектів звуженого тлумачення сутності іпотечного ринку, акцентуємо увагу на найтиповіших дефініціях:

– іпотечний ринок (ринок закладних) – один із найбільших секторів ринку цінних паперів з фіксованим доходом. Він охоплює ринок індивідуальних іпотечних кредитів (житлові та комерційні заставні) і цінних паперів, забезпечених заставними [ 68, с. 504; 203, с. 458; 260];

– іпотечний ринок – це ринок іпотечних позичкових капіталів, на якому відбувається купівля-продаж іпотечних облігацій, що випускають торгово-промислові компанії і використовують для надання кредиту під заставу нерухомості [15, с. 866; 59, с. 295];

– іпотечний ринок – це ринок, на якому здійснюється видача іпотечних кредитів, забезпечених нерухомістю [50, с. 12];

– іпотечний ринок – це система організованих на основі певних принципів та правових норм економічних відносин, які виникають у процесі купівлі-продажу фінансових зобов'язань, забезпечених нерухомістю [47, с. 43; 59, с. 700; 119, с. 16; 180, с. 31];

– іпотечний ринок – це система економіко-правових відносин, що виникають між суб'єктами суспільного відтворення на взаємопов'язаних ринках фінансів та нерухомості з приводу акумулювання вільних грошових ресурсів, їх розміщення у формі іпотечних кредитів та рефінансування іпотечних активів з метою здійснення інвестиційних операцій на ринку нерухомості [9, с. 86].

Варто підкреслити, що наведені трактування поняття „іпотечний ринок”

відрізняються одне від одного, позаяк характеризують його з різних позицій. При цьому перше визначення дещо звужує сутність згаданого поняття, оминувши процеси безпосереднього отримання іпотечних кредитів та пов'язавши його зі специфікою ринку цінних паперів або ж, навпаки, акцентуючи увагу на кредитних закономірностях іпотечних операцій. Окрім того, саме в результаті синтезу фінансового ринку та ринку нерухомості виникає іпотечний ринок і важливими його складовими є не лише житлова й комерційна іпотека, а також земельна та промислова.

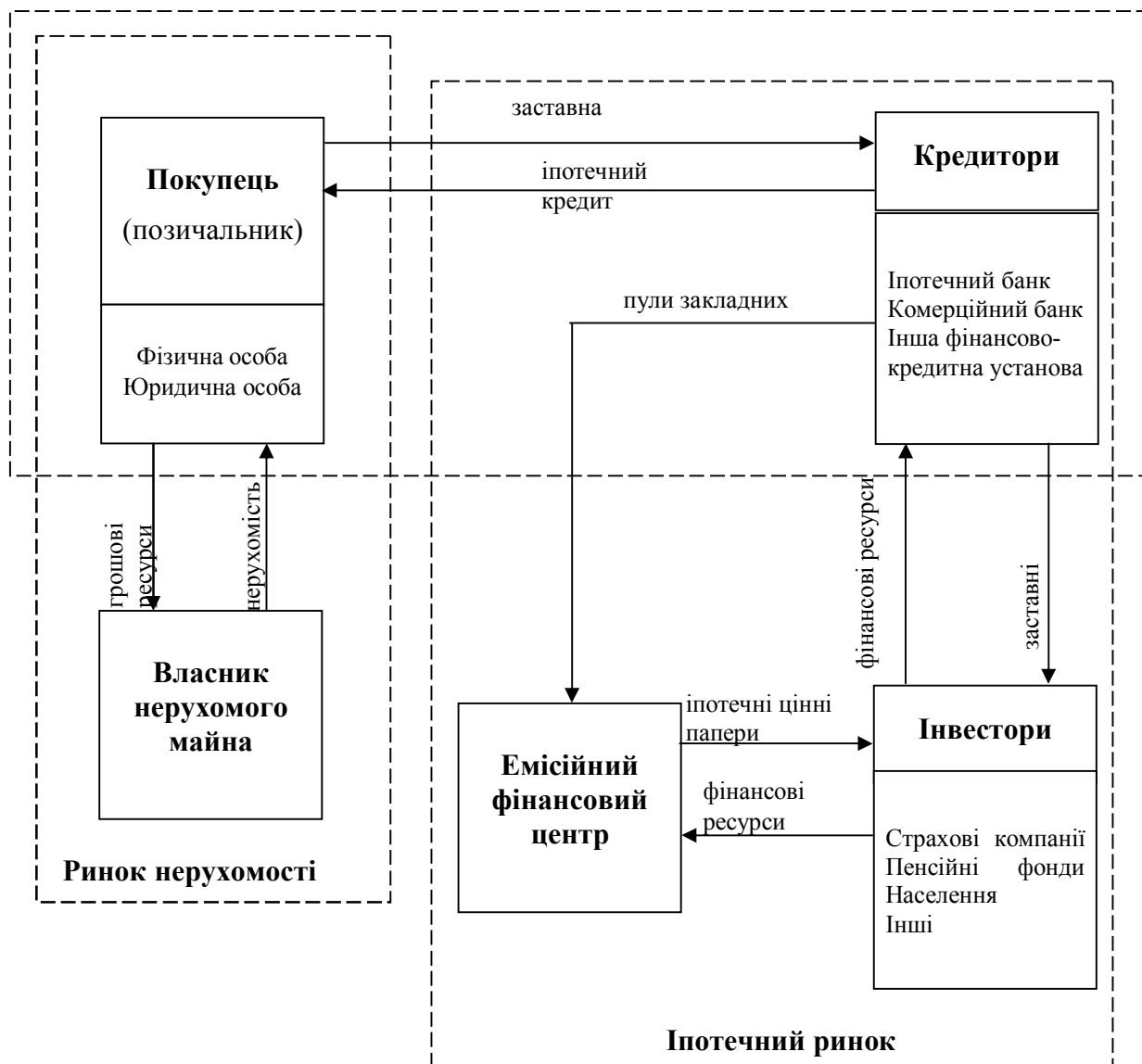
Як показує практика, на іпотечному ринку використовують не лише такі фінансові інструменти, як іпотечні облігації, а й інші – іпотечні сертифікати чи модифіковані іпотечні цінні папери. В останньому з вищенаведених трактувань іпотечного ринку основна увага зосереджена на уточненні тих фінансових зобов'язань (фінансових інструментів), які є на іпотечному ринку. Крім того, йдеться про інвестиційне спрямування іпотечного кредиту, що наявне не завжди, особливо в житловому чи аграрному кредитуванні.

Характерною і невід'ємною рисою іпотечного ринку є часткове вирішення соціально-економічних проблем, пов'язаних із придбанням, будівництвом чи оновленням нерухомості. Для цього необхідними є значні обсяги вільних грошових коштів. Зауважимо, що фінансові ресурси, які пройшли стадії перетворення (вільні грошові кошти – іпотечний кредит – іпотечні цінні папери) та передбачені на іпотечне кредитування, доцільно розглядати як іпотечні ресурси (рис. 1.2).

Враховуючи згадані аспекти розвитку іпотеки та результати досліджень різних учених, котрі займаються її вивченням, а також застосувавши системний підхід при розгляді категорії „іпотечний ринок”, можна запропонувати таке авторське визначення: іпотечний ринок – це система економічних відносин між контрагентами іпотеки щодо формування, розподілу і використання іпотечних ресурсів з метою досягнення ефективності інвестиційного потенціалу та реалізації соціально-економічних завдань розвитку держави.



### Фінансовий ринок

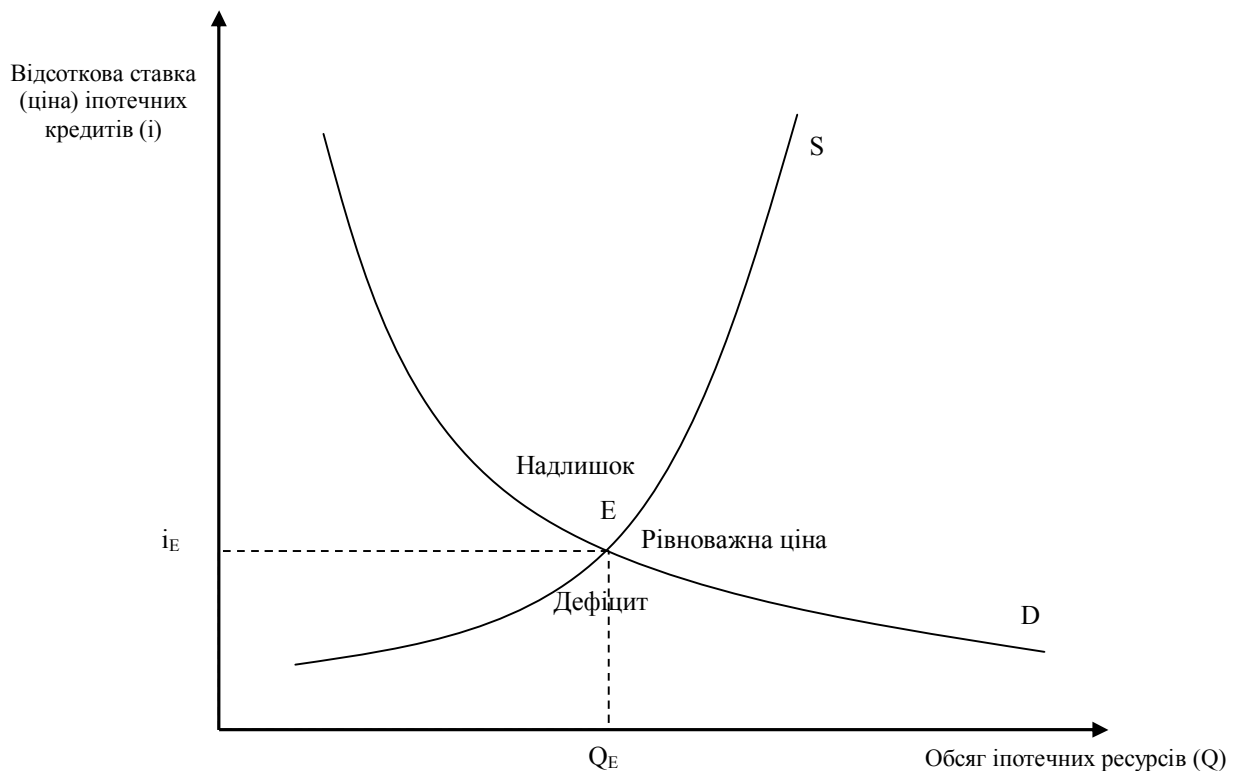


**Рис. 1.2. Механізм перерозподілу іпотечних ресурсів \* .**

\* Розроблено автором на основі [7, с. 295; 60, с. 27–29; 138, с. 208; 187, с. 161].

Основна відмінність вищенаведеного трактування сутності іпотечного ринку полягає у розгляді його як системи економічних відносин між контрагентами іпотеки та наголошенні на взаємозв'язку згаданого ринку з фінансовим ринком та ринком нерухомості (за відсутності чи недосконалості фінансового ринку й ринку нерухомості не можна говорити про належне функціонування іпотечного ринку і, навпаки). При цьому акцентовано увагу на інвестиційному й соціальному аспектах системи іпотечного кредитування. Також у зазначеному визначенні враховано усі стадії перерозподілу іпотечних

ресурсів, забезпечених нерухомим майном, а також попит на них. Схематичне зображення попиту (D) і пропозиції (S) на іпотечний капітал та його ціни можна побачити на рис. 1.3.



**Рис. 1.3. Динаміка попиту, пропозиції та ціни на іпотечні ресурси\*.**

\* Розроблено автором на основі [60, с. 77–78; 99, с. 24–25].

Під впливом різних чинників, а саме: стандартів і термінів іпотечного кредитування, системи оподаткування операцій із нерухомим майном, чисельності кредиторів та позичальників на іпотечному ринку, економічного становища країни, платоспроможності населення, ціни іпотечного кредиту, попит, пропозиція та ціна іпотечних ресурсів змінюються.

Рівноважними вони є у точці E, тобто за ціни (рівня відсоткової ставки іпотечних кредитів)  $i_E$  є можливість одержати обсяг іпотечних ресурсів  $Q_E$ . Відповідно, із зростанням відсоткової ставки за іпотечними кредитами ( $i$ ), збільшується пропозиція іпотечних ресурсів на ринку, тобто виникає їх надлишок. За умови зниження ціни на іпотечні кредити, навпаки, активізуються потенційні позичальники, що зумовлює дефіцитність іпотечних ресурсів.

Таким чином, із запропонованого авторського визначення сутності

поняття „іпотечний ринок” можна виділити два аспекти: з одного боку, іпотечний ринок стимулює купівлю-продаж нерухомого майна, перерозподіляючи іпотечні ресурси, а з іншого – дає змогу капіталізувати власні фінансові заощадження шляхом інвестування у фінансові інструменти іпотечного ринку.

Застосування системного підходу до дослідження іпотечного ринку і визначення його як внутрішньо інтегрованої та зовнішньо відокремленої системи економіко-правових відносин, які ґрунтуються на перерозподілі іпотечних ресурсів, дає можливість розглядати як систему усю сукупність контрагентів іпотеки, а взаємозв'язки між ними трактувати як функціональні елементи системи [131, с. 35].

Необхідним аспектом дослідження іпотечного ринку є його функціональне призначення. В цьому контексті не викликає заперечень аргументація вчених Дж. Кранена та Р. Шмідта про те, що лише функціональний підхід здатний дати пояснення причин еволюції та вдосконалення фінансових інститутів, у чому обмежений інституційний підхід [256, с. 26]. Але потрібно наголосити, що визначення функцій іпотечного ринку має ґрунтуватися на застосуванні системного підходу, оскільки сам ринок є багатограним явищем зі своїми складними взаємообумовленими зв'язками. Виходячи з цього, відмітимо загальні та специфічні функції іпотечного ринку, які дозволяють деталізувати сутність та виявити його роль в системі ринкових відносин (табл. 1.1).

Загалом іпотечний ринок об'єднує один із сегментів фінансового ринку та сектор ринку нерухомості, відповідно, у ньому агрегуються ринок іпотечного капіталу (частина фінансового ринку) та ринок іпотечної нерухомості (частина ринку нерухомості). Призначення першого полягає у розподілі та перерозподілі іпотечного капіталу, а другого – в обслуговуванні механізму руху вартості.

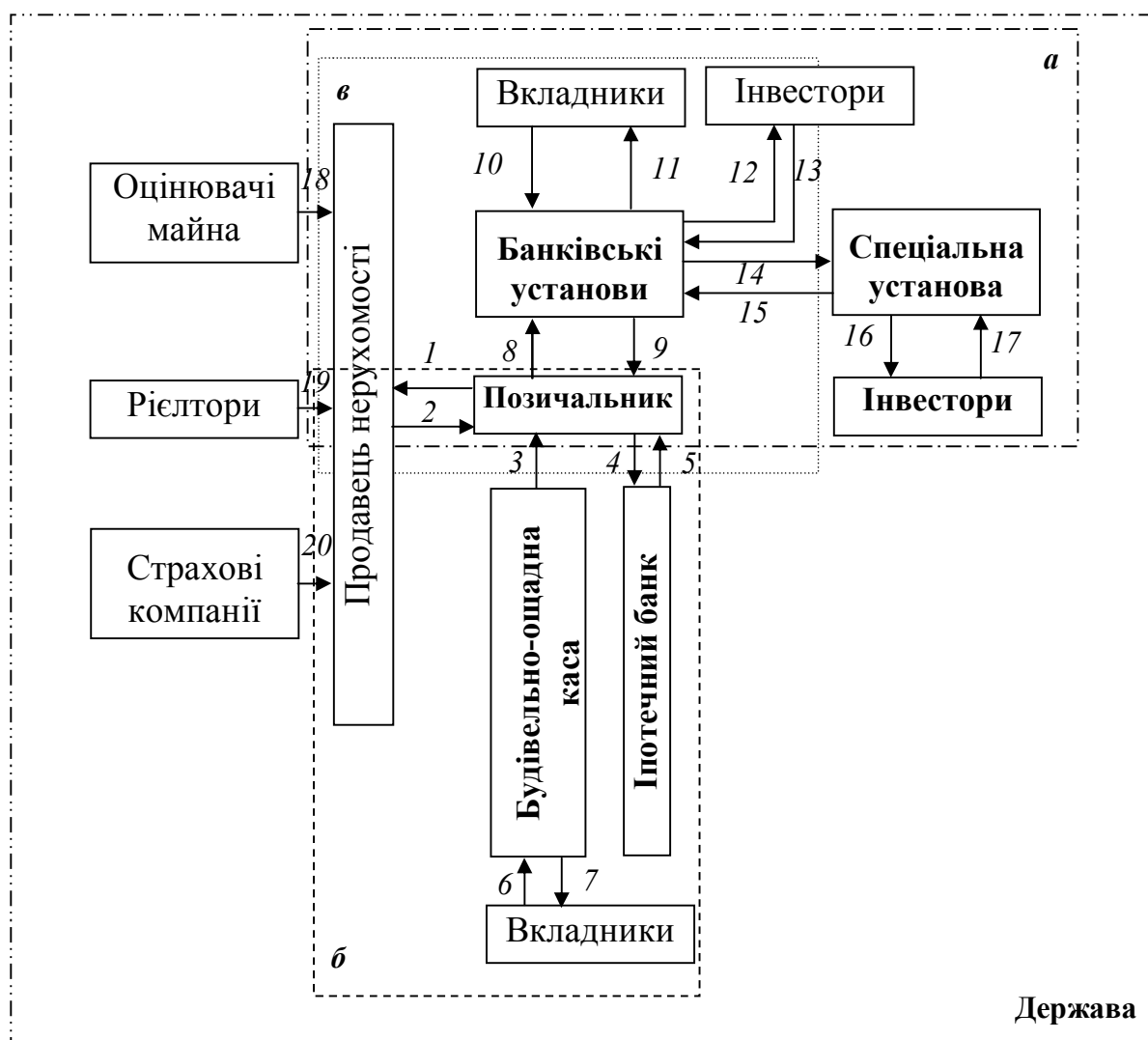
Надання фінансових послуг на іпотечному ринку відбувається залежно від типу його моделі.

## Функціональне призначення іпотечного ринку\*

№ з/п	Назва функції	Форма прояву
1.	Макроекономічна	<ul style="list-style-type: none"> <li>– ліквідація регіональних диспропорцій у забезпеченні позичковими ресурсами та умовах кредитування;</li> <li>– створення мультиплікаційного ефекту (активізація процесів у різних сферах економіки та перелив капіталу в галузі з високим рівнем дохідності);</li> <li>– реалізація у процесі руху іпотечних ресурсів вартості і споживчої вартості, які закладені в іпотечних активах, як самозростаючої вартості;</li> <li>– забезпечення інформування та взаємодії контрагентів ринку</li> </ul>
2.	Фінансово-інвестиційна	<ul style="list-style-type: none"> <li>– об'єднання незначних заощаджень фізичних та юридичних осіб і перетворення їх на вагомі фонди іпотечних ресурсів;</li> <li>– розподіл паїв учасників у капіталі;</li> <li>– диверсифікація ризиків контрагентів іпотечних відносин;</li> <li>– перерозподіл нерухомого майна для раціональнішого використання;</li> <li>– стимулювання інвестицій у нерухомість та підвищення її ліквідності</li> </ul>
3.	Соціальна	<ul style="list-style-type: none"> <li>– забезпечення населення житлом і захист заощаджень від інфляційного знецінення;</li> <li>– поліпшення демографічної ситуації та підвищення якості життя;</li> <li>– спад соціальної напруги в суспільстві</li> </ul>
4.	Стабілізаційна	– стабілізація грошового та розширення кредитного ринків
5.	Індикативна	<ul style="list-style-type: none"> <li>– сегментарний моніторинг динаміки іпотечного ринку;</li> <li>– моніторинг динаміки (пріоритетно цінової) тих сегментів ринку, в які спрямовують іпотечні кредити</li> </ul>

\* Складено автором на основі [14, с. 25–33; 61, с. 28–30; 187, с. 30].

Зокрема, у тих чи інших країнах знайшли своє застосування такі види моделей іпотечного ринку: цільова, депозитна та інвестиційна (рис. 1.4). Характеристику зазначених моделей подано в додатку А.



1–2 – купівля-продаж нерухомого майна; 3 – отримання первинного капіталу;  
4, 8 – погашення основної суми боргу та відсотків; 5, 9 – одержання іпотечного кредиту;

6, 7, 10, 11 – формування накопичувального вкладу;

12, 14, 16 – випуск іпотечних цінних паперів; 13, 15, 17 – рух фінансових ресурсів;

18, 19, 20 – оцінка, страхування та продаж нерухомого майна;

*а* – інвестиційна модель; *б* – цільова модель; *в* – депозитна модель

**Рис. 1.4. Загальна модель іпотечного ринку та її види\*.**

\* Розроблено автором.

Простежується своєрідна зацікавленість держав у розвитку депозитної моделі іпотечного кредитування, котра ґрунтується на первинному ринку закладних, і її можуть застосовувати спеціалізовані іпотечні та універсальні банки. При цьому вона є проявом неефективності інституційної структури та

своєрідною „інституційною пасткою”. Їй відповідає не достатньо сформований фінансовий ринок, зокрема його інфраструктурний сегмент. Безумовно, між інституційною структурою та рівнем розвитку іпотечного ринку є взаємозалежність: для удосконалення першої потрібно збільшувати трансакційні витрати, що призводить до зростання іпотечного ринку. За умов трансплантації інституційних утворень згаданого ринку з інших економічних систем держава або досягає, або не досягає бажаного результату. Це пов’язано з наявністю чинників, характер яких пов’язаний із різними напрямками подальшого розвитку таких інституцій в країні-донорі та країні-реципієнті [135, с. 101].

Проблемою „інституційних пасток” є сповільнення темпів розвитку іпотечного ринку, а у випадку відмови від формування інституцій іпотечного ринку настає його колапс. Це призводить до вибору нераціонального напрямку розвитку іпотечного ринку в майбутньому і обмеження рівня його впливу на економіку країни.

Але не варто забувати й про те, що становлення та розвиток інституційної структури іпотечного ринку в умовах трансформаційних перетворень забезпечує позитивний ефект за відсутності протиріч між макроекономічними та інституційними реформами, оскільки не моделі та швидкість перетворень визначають їх результативність, а адекватна інституційна структура й ефективна держава [151, с. 38]. Лише за умови позитивного значення трансакційних витрат у державі визначальними чинниками економічного розвитку є розподіл політичної влади та структура інститутів, що розробляють правила [57, с. 37].

Попри зазначене, світова фінансова криза 2007–2010 рр. засвідчила, що промислово розвинені країни не захищені перед дією різного роду економічних потрясінь. Насамперед, це стосується збільшення обсягу простроченої заборгованості за кредитами (наприклад, у Великій Британії її величина становить близько 1 трлн. фунтів стерлінгів, в Іспанії щодо споживчих кредитів – 4,5 млрд. євро, у Німеччині – 1,5 трлн. дол. США, а у США – понад

2 трлн. дол. США) Проблемні боржники загрожують також Австрії, Бельгії, Італії та Швеції, банки яких масштабно кредитували економіки країн, що розвивалися [11, с. 19–20].

Інвестиційна схема іпотечного кредитування вимагає розширеної інфраструктури іпотечного ринку, контролю держави за забезпеченням системного балансу між сукупною ціною цінних паперів і закладних, які іпотечні банки надали емітентам для забезпечення їхніх емісій. Тому її впроваджено у фінансово потужних країнах, наприклад у Великій Британії, Китаї, США.

Дещо обмеженою у масштабах залучення ресурсів є цільова модель, оскільки вона базується на фінансових ресурсах учасників за контрактами збережень. При цьому згадана модель не залежить від загального стану фінансово-кредитного ринку та коливань ринкової ціни залучених коштів.

Зазначені схеми іпотечного кредитування змінюються, створюючи різного роду модифікації. А це, своєю чергою, відображається на складі учасників іпотечного ринку (додаток Б).

Незважаючи на обширність переліку суб'єктів іпотечного ринку, їх можна згрупувати наступним чином: позичальники; кредитори; фінансові посередники; інституційні інвестори; держава. Позичальниками є особи, які отримують кредит під заставу нерухомого майна, за умови володіння початковою сумою коштів, величина якої залежить від законодавчих вимог, та доходами, за рахунок яких вони будуть сплачувати основний борг та відсотки. Кредитори – фінансові установи як укладачі контрактних договорів із позичальниками. Вони ведуть облік заборгованості боржника, яка може бути оформлена у вигляді заставної та мають право передавати її іншим фінансово-кредитним установам. На вторинному ринку діють спеціальні іпотечні установи (іпотечні асоціації). Вони купують заставні і на їх основі проводять емісію цінних паперів. Ресурси, отримані від розміщення таких фінансових інструментів, забезпечених пулами іпотечних кредитів, спрямовують для подальшого надання іпотечних кредитів. Цей ланцюг відображає систему

рефінансування іпотечних кредитів, котрі за своєю природою є низьколіквідними. Основним призначенням інституційних інвесторів у сфері іпотеки є придбання фінансових інструментів іпотечного ринку. Ними виступають інвестиційні та пенсійні фонди, страхові компанії, банки, а також інші фінансово-кредитні установи. Функцію регулятора відносин через законодавчі нормативи та спеціально утворені органи виконує держава. Крім того, через свої органи вона проводить оформлення супровідних документів, необхідних при укладенні іпотечного договору.

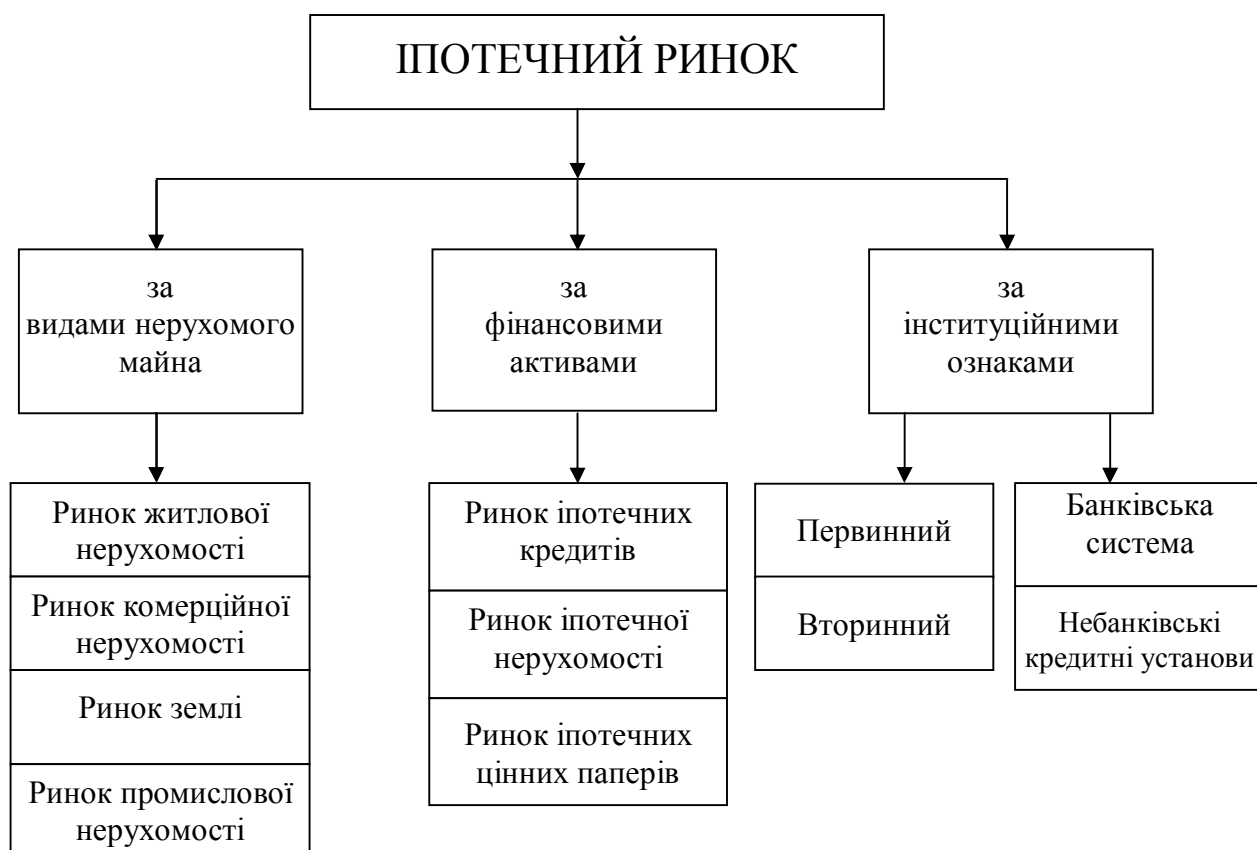
Різноманітність суб'єктів іпотечного ринку підкреслює його багаторівневу складну структуру, котра сприяє мінімізації ризиків іпотечних операцій та диверсифікації механізмів використання заставних. Вважаємо за доцільне проводити сегментацію іпотечного ринку за видами нерухомого майна, що деталізує об'єкт іпотеки, за фінансовими активами для виокремлення іпотечних продуктів (рис. 1.5).

Однак, першочергової уваги заслуговує деталізація іпотечного ринку за інституційною ознакою з виокремленням двох видів – первинного та вторинного. Зокрема, первинний іпотечний ринок визначається сукупністю економічних відносин між позичальником і кредитором з приводу купівлі-продажу заставної. На ньому формується попит і пропозиція на іпотечні кредити.

Зміст первинного іпотечного ринку втілено у ланцюжку: нерухомість – позичальник – заставна – банк. Без заставної такий кредит вважають звичайним банківським. Позичальник, що продає банку свою заставну, виплачує йому основну суму кредиту та відсотки. Вид заставної залежить від умов іпотечного кредиту та виду іпотеки, яка служить його забезпеченням [119, с. 203]. Згаданий іпотечний ринок діяв у період зародження іпотеки.

Особливостями останніх десятиріч ХХ ст. стала поява нових фінансових інститутів, котрі виступили інституційними інвесторами, що призвело до ускладнення механізму функціонування іпотечного ринку.





**Рис. 1.5. Сегментація та інституціалізація іпотечного ринку\*.**

\* Розроблено автором.

Виникає вторинний ринок іпотечного кредитування, спрямований на вкладення, володіння і обслуговування іпотечних позик [258, с. 127]. Вважаємо, що він є частиною ринку іпотечного капіталу, на якому пули іпотечних кредитів або закладних перетворюються у ліквідні фінансові інструменти.

Зміст вторинного іпотечного ринку відображає ланцюжок: нерухомість – позичальник – закладна – кредитор – пули закладних – інвестор (однорівнева модель) або нерухомість – позичальник – закладна – кредитор – пули закладних – посередник – іпотечні цінні папери – інвестор (дворівнева модель).

Резюмуючи зазначене, погоджуємось із твердженням В. Савича, що становлення та розвиток вторинного іпотечного ринку посилює ліквідність іпотечного капіталу, сприяє його ефективному переливу, забезпечує ліквідацію відмінностей у відсоткових ставках за регіонами, зв'язує грошову масу, а це, в кінцевому рахунку, стабілізує економіку країни [187, с. 77].

Характерною ознакою сучасного іпотечного ринку є взаємозалежність і

взаємообумовленість між його первинним та вторинним видами. Це проявляється у наступному: обсяги іпотечного кредитування у країні визначають можливості формування вторинного ринку – ринку іпотечних цінних паперів, в основі яких лежать іпотечні активи, а, зі свого боку, інвестиційна привабливість фінансових інструментів вторинного іпотечного ринку є коригуючим чинником базового іпотечного кредитування (первинний іпотечний ринок). Тому закономірно очікувати, що формування та функціонування у країні дворівневої моделі іпотечного кредитування активізує операції з видачі іпотечних кредитів і випуску та розміщення іпотечних цінних паперів.

Окрім відмінностей у типах моделей та складі основних операторів іпотечного ринку, порівняння іпотечного кредитування в різних економічних системах здійснюється на основі таких показників:

1. Співвідношення сукупного іпотечного портфеля до валового внутрішнього продукту (ВВП) (рівень заборгованості за іпотечними кредитами), у відсотках:

- нерозвинутий (частка у ВВП становить менше 5%);
- фрагментарний (від 5 до 10%);
- розвинутий (більше 15%);
- добре інтегрований (15–20%);
- передовий (понад 50%).

2. Співвідношення суми кредиту і вартості нерухомого майна, яке виступає забезпеченням кредиту (LTV).

3. Вид і розмір ставки за іпотечним кредитом.

4. Термін надання іпотечного кредиту.

5. Рівень заборгованості за іпотечними цінними паперами [76, с. 18].

Більш детальний перелік кількісних та якісних індикаторів щодо ринку іпотечного кредитування та ринку іпотечних цінних паперів в економічній системі держави подано у табл. 1.2.

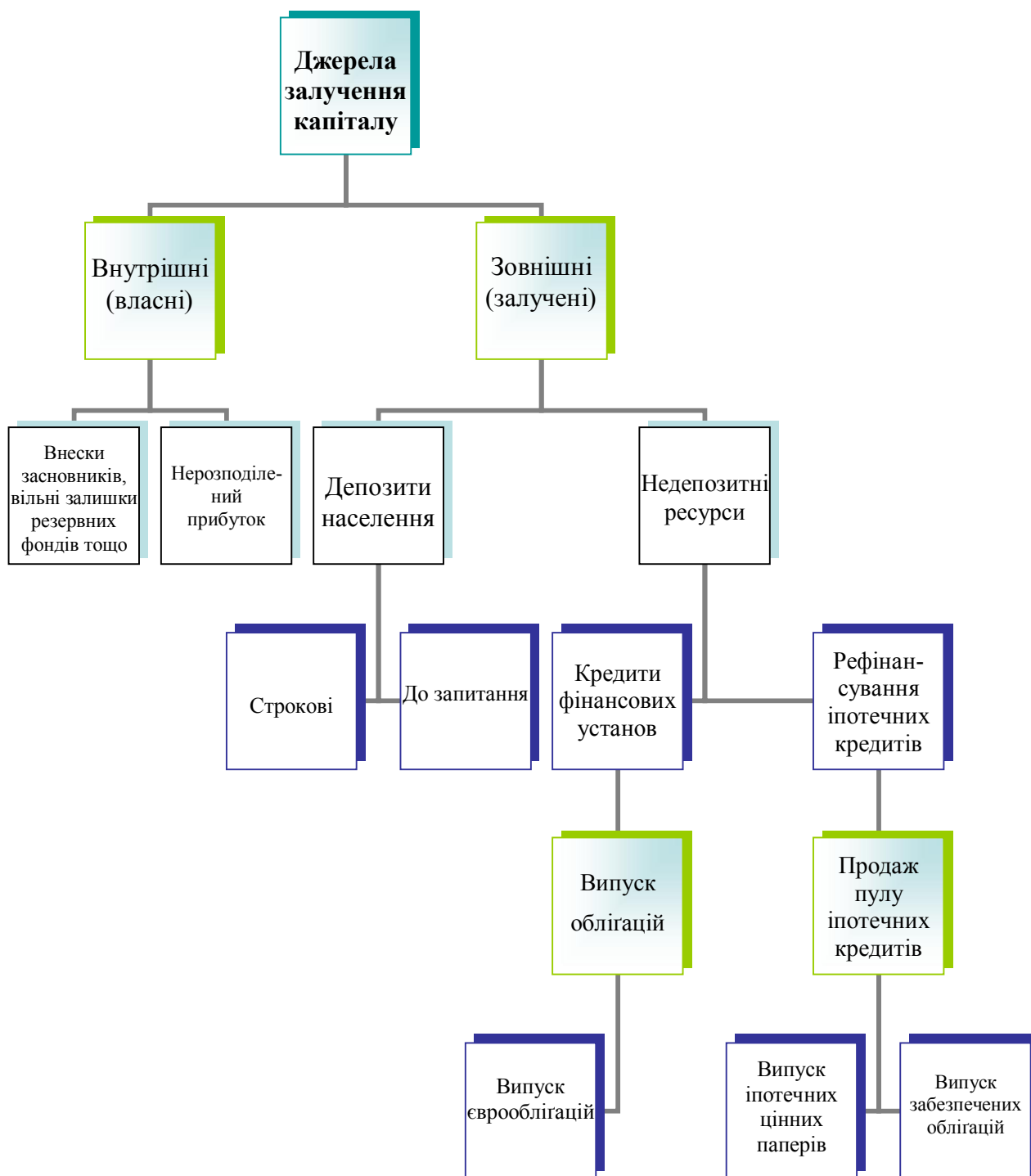
## Індикатори розвитку іпотечного ринку\*

Види індикаторів щодо ринку іпотечного кредитування	Види індикаторів щодо ринку іпотечних цінних паперів
<i>кількісні</i>	
– доступність іпотечних кредитів для позичальників;	– бюджетне забезпечення розвитку ринку іпотечних цінних паперів;
– бюджетне забезпечення розвитку іпотеки;	– капіталізація ринку іпотечних цінних паперів;
– середній розмір кредиту на житло;	– структура ринку іпотечних цінних паперів
– середній термін кредитування	
<i>якісні</i>	
– тип домінуючої моделі;	– надійність;
– нормативно-правове й організаційне забезпечення прав суб'єктів іпотеки;	– ліквідність;
– система погашення іпотечних кредитів;	– інвестиційна привабливість;
– рівень дефолтів та дострокового погашення;	– дохідність;
– структура фондування;	– ринкова та географічна концентрація;
– середній вік позичальника;	– якість іпотечних активів;
– наявність страхування;	– рівень ризику та дефолтів;
– співвідношення суми кредиту і вартості нерухомого майна, яке виступає забезпеченням кредиту, співвідношення заборгованості до вартості застави (OTV);	– нормативно-правове забезпечення та моніторинг випуску і розміщення іпотечних цінних паперів
– середня тривалість користування кредитом	

\* Складено автором на основі [84, с. 66; 192, с. 807–809].

Фінансовим забезпеченням функціонування іпотечного ринку є іпотечний капітал, який формується за допомогою власних коштів іпотечного кредитора та залучених фінансових ресурсів (рис. 1.6).

Незважаючи на стабільність та невисоку вартість внутрішнього капіталу іпотечного кредитора, його обсяг недостатній для фінансування операцій на іпотечному ринку. У більшості випадків частка власних коштів банків у пасивах балансу становить близько 15%, решту – припадає на залучені ресурси.



**Рис. 1.6. Місце фінансових інструментів серед джерел залучення капіталу у сферу іпотечного кредитування\* .**

\* Розроблено автором на основі [195, с. 92–94; 239, с. 32–41].

Тому призначення внутрішніх ресурсів іпотечного кредитора полягає у нейтралізації ризиків, пов'язаних з його функціонуванням.

Залучені (зовнішні) кошти утворюють депозити населення та недепозитні ресурси. Потрібно зазначити, що вклади фізичних осіб домінують над вкладами

юридичних. Серед депозитів виділяють строкові та до запитання.

Завдяки тому, що недепозитні джерела є середньо- та довготерміновими, не передбачають дострокового повернення та мають нижчу вартість, ніж депозитні, саме вони відіграють провідну роль у фінансуванні операцій на іпотечному ринку. Більше того, їх залучення можливе в значних обсягах, чого практично не можливо досягнути мобілізацією депозитів. У цьому контексті не викликає заперечень аргументація Г. Терещенко, згідно з якою саме консорціумні та синдиговані кредити транснаціональних банків можуть бути альтернативним джерелом фінансування іпотечних кредитів, оскільки вимагають незначної інформаційної відкритості перед інвесторами, порівняно короткого терміну укладання угоди за значних обсягів, низьких відсоткових ставок і тривалого терміну [195, с. 97].

Ще одним із важливих та, певною мірою, „дешевих” і довготриваліших джерел фінансування іпотечного кредитування є випуск фінансових інструментів, а саме облігацій, єврооблігацій, забезпечених облігацій чи сек’юритизація іпотечних кредитів. Тривалість їхнього обігу залежить від ситуації в країні, а саме за умов стабільності фінансові інструменти емітують з тривалим терміном обігу, і, навпаки. Сек’юритизація іпотечних кредитів полягає у формуванні пулів фінансових зобов’язань і наданні їм форми, яка дозволяє фінансовим активам вільно розміщуватись серед великої кількості інвесторів [188, с. 16]. У широкому розумінні сек’юритизацію розглядають як певний механізм трансформації неліквідних іпотечних активів у ліквідні інструменти іпотечного ринку.

Розробка та введення в обіг фінансових інструментів іпотечного ринку дали стимул формуванню нового сегмента ринку цінних паперів – ринку іпотечних цінних паперів. Його призначення полягає в наданні можливості через іпотечні цінні папери залучати капітал від інвесторів у розмірі та на умовах, вигідних для усіх сторін цього процесу. Крім того, він вирішує ряд завдань, котрі стоять перед банківською сферою та економікою загалом. Проявляється й соціальне призначення ринку іпотечних цінних паперів, яке

полягає у переливі капіталу в сферу житлового будівництва.

Враховуючи всі зазначені міркування, відмітимо, що ринок іпотечних цінних паперів – це система економічних відносин між учасниками угод щодо купівлі-продажу фінансових інструментів іпотечного ринку з метою забезпечення руху іпотечного капіталу від моменту видачі іпотечного кредиту до погашення іпотечних цінних паперів, випущених на основі сформованого пулу іпотечних активів.

У запропонованому авторському визначенні сутності поняття „ринок іпотечних цінних паперів” використано системний підхід, котрий дає змогу розглядати його, з однієї сторони, як систему фінансових інститутів та інших непрофесійних учасників, а з іншої – як сукупність відносин між ними. Крім того, окреслено мету його функціонування – формування ресурсів для іпотечного кредитування. Разом із тим, присутність цього сегмента іпотечного ринку на фінансовому ринку країни вимагає досягнення певного рівня економічного розвитку та всіх необхідних умов. Відмінна риса ринку іпотечних цінних паперів – це те, що він є джерелом доходу та примножувачем капіталу, вкладеного в іпотечні цінні папери. Інша особливість полягає в тому, що усі його інструменти забезпечені нерухомістю, що посилює їх надійність, окрім випадків негативних тенденцій на ринку нерухомого майна.

Основними емітентами іпотечних цінних паперів є спеціалізовані іпотечні банки, іпотечні установи чи універсальні банківські установи залежно від моделі іпотечного кредитування. Дотримуючись логіки дослідження, зазначимо, що іпотечний банк – це фінансово-кредитна установа, котра спеціалізується на видачі довготермінових іпотечних кредитів під заставу нерухомого майна і на випуску та розміщенні іпотечних цінних паперів.

Зважаючи на думку Л. Гоха стосовно неефективності ринку нерухомості, відмітимо, що на ньому можливе укладення вигідних угод. Крім того, велику роль у його активізації відіграє те, що володіння власністю – це кращий, найбезпечніший і, без сумніву, єдино можливий шлях до багатства [46, с. 56, 319]. Відтак, іпотечні кредити можна вважати першим кроком до його

досягнення.

Безумовно, в умовах сьогодення іпотечні кредити мають переваги: низький рівень ризику через забезпеченість такого кредиту нерухомістю; тривалість дії угоди, що сприяє формуванню банківською установою широкого спектру клієнтів; диверсифікацію та мінімізацію рівня ризиків завдяки діяльності операторів вторинного ринку; трансформацію короткотермінових банківських ресурсів у довготермінові.

Попри це, іпотечним кредитам властиві й недоліки, до яких, на нашу думку, можна віднести: вилучення фінансових ресурсів з обігу на тривалий період; можливі втрати через коливання ринку нерухомості та рівня відсоткових ставок; зростання видатків, пов'язаних із оплатою послуг експертів-аналітиків; низьку ліквідність таких кредитів, що перешкоджає їх подальшій реалізації і є борговим тягарем. Як результат, у банківській сфері практикується виокремлення банків, котрі займаються тільки іпотекою, а ліквідність іпотечних кредитів посилюють шляхом випуску іпотечних цінних паперів. Не менш важливу роль у цьому відіграють спеціальні іпотечні установи, якими здійснюється сек'юритизація іпотечних кредитів.

У вітчизняній практиці видачу іпотечних кредитів здійснюють універсальні банківські установи, які наділені правом емісії іпотечних цінних паперів. Їхніми перевагами, на думку Д. Ханс-Ульріха, є:

- постійність, стабільність і передбачуваність;
- традиції і світовий досвід матричного менеджменту;
- значний капітал, високий рейтинг, добра репутація та переваги масштабу;
- сильні позиції на внутрішньому ринку (універсальний банк як торгова марка);
- капілярний розподіл з широкою базою клієнтів;
- різноманітні комбінації банківських продуктів у єдиній організації з власною „мережею” та інтегровані пакети рішення з „одних рук”;
- фінансове обслуговування, адекватне життєвим фазам;

- значна кількість комерційних та інвестиційних брокерів;
- привабливість для регулювання [212, с. 25].

Для кожної економічної системи при формуванні іпотечного ринку важливим є врахування всіх ризиків, що негативно позначаються на розвитку іпотечного кредитування, особливо зважаючи на його тривалість. Так, у сфері іпотеки наявні ризики, що характерні для операцій із нерухомістю. До них відносимо:

- 1) систематичні ризики (зниження ліквідності активів, негативний вплив зміни податкового законодавства тощо);
- 2) несистематичні (коливання цін на нерухомість залежно від її типу та місцезнаходження);
- 3) випадкові (негативний вплив неефективного управління об'єктами нерухомості).

Наслідками їхнього впливу є, з однієї сторони, збільшення витрат на обслуговування операцій із нерухомістю, а, з іншої – зменшення можливостей щодо її оборотності. Крім того, на іпотечному ринку мають місце ризики, які притаманні фінансовому ринку (табл. 1.3).

Безумовно, наслідки їхнього впливу мають різносторонній характер. Зокрема, вони призводять до збільшення витрат банківських установ, що пов'язані із: збільшенням сум обслуговуваних іпотечних кредитів; невідшкодуванням витрат банку, здійснених на виконання гарантійних зобов'язань; неповерненням кредитів позичальниками; визнанням певної суми заборгованості боргом. Крім того, згадані ризики спричиняють зменшення можливостей фінансування інших кредитних операцій через вилучення коштів на тривалий період часу, втрату банком статусу платоспроможного суб'єкта господарювання і, щонайгірше, виникнення загрози його банкрутства.

На практиці застосовують методи управління ризиками іпотечного ринку як на рівні окремого іпотечного кредиту, так і на рівні всього кредитного портфеля.



**Види ризиків іпотечних операцій, притаманних фінансовому ринку,  
та наслідки їх впливу\***

№ з/п	Види ризику	Наслідки впливу
1.	Ринкові ризики:	– збільшення обсягу боргових зобов'язань внаслідок зміни ринкових умов
	– Відсотковий	– зростання ставок за іпотечними кредитами
	– Валютний	– коливання курсів валют, що позначається на розмірі кредитних ставок у валюті
2.	Кредитний	– неповернення кредиту позичальником
3.	Ризик ліквідності	– нестача коштів для виконання операцій
4.	Ризик рефінансування	– перевищення зобов'язань банку за випущеними іпотечними цінними паперами щодо надходжень за кредитами
5.	Операційний ризик	– негативний вплив, зумовлений дією людських чи технічних факторів, а також обставин непереборної сили

\* Складено автором на основі [134, с. 9–13; 181, с. 11–23; 182, с. 132–139; 218, с. 142–216; 222, с. 157–343; 223, с. 668–768; 239, с. 16–21; 242; 243, с. 86; 253].

У першому випадку застосовують аналіз платоспроможності позичальника, залучення достатнього забезпечення для кредиту та зменшення його питомої ваги у вартості застави і страхування. У свою чергу, диверсифікацію, лімітування та створення резервів використовують при управлінні ризиками на рівні кредитного портфеля.

Важливу роль у цьому процесі відіграє держава як пріоритетний регулятор усіх сфер життєдіяльності суспільства. Щодо іпотеки, то держава має широкі можливості для регуляторного впливу на її розвиток у економіці (рис. 1.7).

У контексті зазначеного привертає до себе увагу, перш за все, той факт, що держава може обрати проведення активної або пасивної політики у сфері іпотечного кредитування. Відповідно до цього змінюється рівень її регулювання та сфери впливу.



**Рис. 1.7. Особливості державного регулювання іпотеки в економічних системах ринкового типу\*.**

\* Розроблено автором.

Підсумовуючи, наголосимо, що в ринкових умовах господарювання держава зацікавлена у розвитку іпотеки та всебічно сприяє її становленню. Передусім, це проявляється у формуванні ефективної інституційно-організаційної структури іпотечного ринку і налагодженні взаємозв'язків між її елементами. Крім того, забезпечується розвиток іпотечного кредитування у країні та диверсифікація фінансових інструментів на зазначеному ринку, котрі використовують як: стимул економічного піднесення; джерело залучення фінансових ресурсів у виробництво та в ті галузі, які вважаються неприбутковими; засіб розв'язання окремих соціальних проблем, зокрема,

вирішення питання житлового забезпечення.

## **1.2. Сутнісно-типологічні основи фінансових інструментів іпотечного ринку**

У ринковій економічній системі фінансові ринки вважають середовищем обігу вільних коштів, котрі під впливом дії економічних законів перетворюються на матеріальні та фінансові активи. В результаті цього, утворюється і нагромаджується капітал, який спрямовується у реальний сектор економіки. Тому не випадково особливістю фінансових активів є здатність продукувати фінансовий капітал у вигляді фінансових інструментів. Учасники цих процесів мають змогу не тільки капіталізувати власні заощадження, шляхом використання згаданих інструментів, а й задовольнити окремі потреби, споживаючи продукти фінансового ринку.

Діяльність, спрямована на вироблення чи споживання продукту, яка наділена корисним ефектом, але не передбачає виготовлення матеріальних предметів, розглядається як послуга. За своєю природою послуги нематеріальні, але споживаються на місці; не передбачають володіння чи розпорядження будь-яким предметом; надаються відповідно до умов угоди між контрагентами; не пов'язані із видобуванням корисних копалин, промисловим і сільськогосподарським виробництвом [93, с. 60–61].

Сфера надання фінансових послуг охоплює діяльність фінансових посередників з приводу застосування різноманітних форм мобілізації й використання фондів фінансових ресурсів для забезпечення процесу виробництва, виконання робіт і надання послуг, які здійснюються, як правило, на платній основі [26, с. 337].

У національному законодавстві фінансові послуги визначаються як операції з фінансовими активами, а саме: випуск платіжних документів, платіжних карток, дорожніх чеків та/або їх обслуговування, кліринг, інші форми забезпечення розрахунків; довірче управління фінансовими активами;

діяльність з обміну валют; залучення фінансових активів із зобов'язанням щодо наступного їх повернення; фінансовий лізинг; надання коштів у позику, в тому числі і на умовах фінансового кредиту; надання гарантії та поручительства; переказ грошей; послуги у сфері страхування та накопичувального пенсійного забезпечення; торгівля цінними паперами; факторинг тощо [167]. При цьому необхідною умовою їх надання є задоволення інтересів суб'єктів економічних відносин, отримання прибутку чи збереження реальної вартості фінансових активів.

Загалом між фінансовими операціями та фінансовими послугами простежується невіддільно-послідовний зв'язок, котрий полягає у наступному: здійснення будь-яких фінансових операцій передбачає вчинення дій, тоді як надання фінансових послуг набуває форми фінансових операцій. Спільними ознаками для згаданих понять є приналежність до контрагентів угоди, законодавче регламентування, державне регулювання та опосередкованість фінансовими активами [200, с. 13]. Відмінність між фінансовими операціями та фінансовими послугами зумовлена специфікою економічних відносин суб'єктів ринку. Зокрема, фінансові операції окреслюють певні заходи щодо одного контрагента угоди, а фінансові послуги, у свою чергу, пов'язують дві сторони. Крім того, фінансові послуги наділені ознаками товару та мають споживчу вартість.

Задоволення інтересів суб'єктів економічних відносин фінансовими послугами відбувається через використання фінансових інструментів. Власне застосування останніх і є одночасно наданням та споживанням фінансових послуг [89, с. 30]. Самі ж фінансові інструменти вказують на спосіб надання фінансових послуг підчас здійснення операцій з фінансовими активами.

Враховуючи наведене вище, зазначимо, що фінансові послуги – це операції щодо використання фінансових інструментів, спрямовані на забезпечення й обслуговування руху фінансових активів між суб'єктами економічних відносин з метою задоволення їхніх інтересів чи забезпечення отримання ними корисного ефекту від збереження та зростання вартості

фінансових активів, що перебувають у їх розпорядженні.

Наведене трактування поняття „фінансові послуги” полягає у розумінні їх у площині операцій, пов’язаних із застосуванням різних фінансових інструментів, котрі є особливим предметом праці для продукування фінансових послуг. Наявність в учасника економічних відносин фінансових активів ще не забезпечує надання йому фінансової послуги. Воно матиме місце у випадку певних дій суб’єкта із належними йому фінансовими активами, тобто передачі їх у користування іншим контрагентам ринку. Зміна користувача фінансових активів оформлюється відповідним фінансовим інструментом. При цьому і виникає фінансова послуга, яка задовольняє потреби обидвох сторін угоди.

Динамічний розвиток фінансових ринків, ускладнення економічних відносин та їхня диверсифікація зумовлюють виникнення нових видів фінансових послуг. Найпоширенішим є поділ фінансових послуг залежно від охоплення кінцевого споживача на особисті (для конкретного суб’єкта), колективні і суспільні чи спрямовані на чітко невизначену кількість осіб (інтернет-сайти тощо). Крім того, розрізняють платні і безоплатні фінансові послуги. Виокремлення останніх зумовлене зацікавленістю учасників економічних відносин у залученні нових клієнтів, розширенні суміжних послуг та диверсифікації джерел залучення й алокації вільних коштів. За рівнем комплексності надання фінансові послуги можуть бути комплексні (набір різних видів фінансових послуг), основні, супутні (доповнюючі до основних) та допоміжні (сприяють технічному наданню фінансових послуг). Важливим є виокремлення груп фінансових послуг відповідно до частоти їх надання, а саме поділ на: щоденні, періодичні та епізодичного характеру.

Найальтернативнішим є поділ фінансових послуг залежно від тих груп потреб, які вони задовольняють. Зокрема, за цим критерієм виділяють: фінансові послуги щодо залучення вільних грошових коштів; фінансові послуги щодо розміщення фінансового капіталу; фінансові послуги, пов’язані із розрахунками і платежами; інформаційні, консультативні фінансові послуги, а також послуги щодо зберігання цінностей [89, с. 31].

Сповна розділяючи позицію Т. Куна з приводу важливості оволодіння системою понять і найтоншими методами дослідження, які вона відображає, вважаємо за доцільне зосередити увагу на дослідженні економічної сутності фінансових інструментів, використання яких взаємопов'язане із наданням фінансових послуг. Це, на думку згаданого автора, є ознакою зрілості в розвитку будь-якої наукової галузі [33, с. 26].

Концептуально фінансові інструменти є складним багатогранним поняттям, яке науковці розглядають у якості:

1) наділеного вартістю фінансового активу, котрий передбачає законне право на дохід чи частку в реальних активах фірми [18, с. 3; 203, с. 14];

2) фінансових продуктів, зокрема, цінних паперів, грошових зобов'язань, валюти, ф'ючерсів і т. д., які доступні клієнтам завдяки супутнім та підтримуючим товарам і забезпечують задоволення їх кінцевих потреб та побажань [20, с. 18; 68, с. 240; 130, с. 299; 205, с. 6];

3) документа (договору), пов'язаного з виникненням права на грошові або інші цінності в однієї сторони та фінансового зобов'язання в іншій [145, с. 23; 220, с. 3];

4) права і зобов'язання, які перебувають в обігу на ринку, передусім, у документарній формі [59, с. 507];

5) засобу обміну, розподілу і контролю ресурсів і (або) ризиків на основі реалізації відповідно прав та обов'язків [148, с. 11];

6) засобів вкладення, здобуття і розподілу капіталу (фондова цінність), засобів платежу і кредиту (чи в загальному вигляді – фінансових активів і фінансових зобов'язань) [252].

Зазначені дефініції суттєво відрізняються одна від одної, позаяк характеризують фінансові інструменти з різних позицій: за формою, за змістом, технічною стороною чи юридичним статусом. Ключовим моментом у першому трактуванні є врахування того факту, що фінансові інструменти наділені вартістю й приносять дохід. Однак, дискусійним є розгляд фінансових інструментів як фінансових активів, оскільки фінансові активи вказують на

джерело формування фінансового капіталу, а фінансові інструменти – окреслюють сферу використання цих специфічних засобів праці на фінансовому ринку. Процес вкладення капіталу, тобто фінансових активів, оформляють певним фінансовим інструментом.

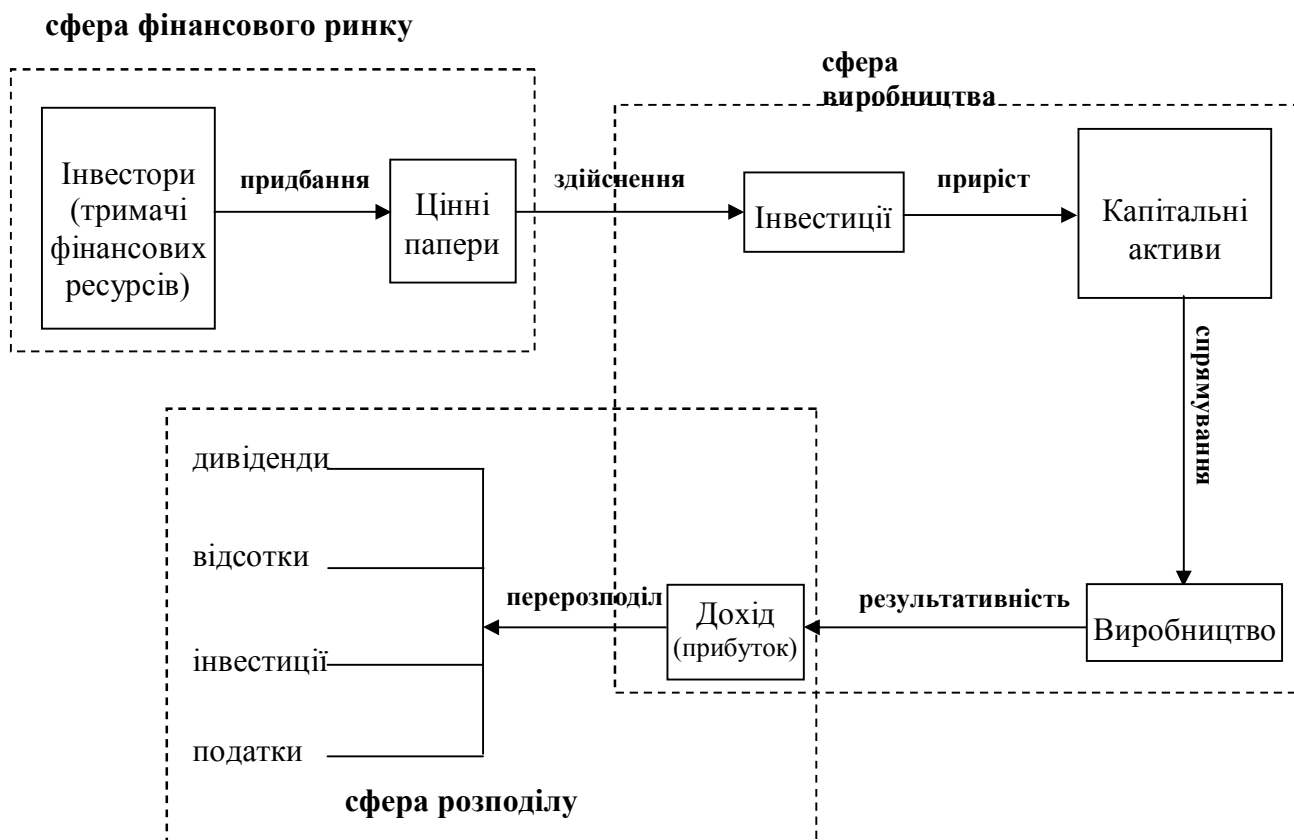
Синонімічність цих понять простежується лише у тому, що різновиди фінансових інструментів збігаються з різновидами фінансових активів [89, с. 23]. Крім того, фінансові інструменти відображають фіктивний капітал, в основу котрого покладено наявний реальний капітал. Відтак, вони не є фікцією, як прийнято вважати, а наділені справжньою цінністю.

Також вважаємо неправомірним розуміти під фінансовими інструментами лише ті товари і послуги, які надають виключно фінансові інститути. Цим обмежується сфера їх застосування. Спільним для решти зазначених вище підходів є ототожнення фінансового інструмента з певним документом договірної форми, що віддзеркалює права й зобов'язання суб'єктів ринку. При цьому подібні дефініції недостатньо розкривають зміст цього поняття, не враховують його особливостей. Перспективними трактуваннями виглядають ті, в яких характеризується технічна сторона використання фінансових інструментів чи їх внутрішня (фондова) цінність.

Узагальнюючи теоретичні підходи вітчизняних і зарубіжних вчених та висловлюючи авторську позицію з приводу інтерпретації сутності фінансових інструментів, зазначимо, що під останніми варто розуміти сукупність фінансових продуктів матеріального і нематеріального характеру, що визначають права та зобов'язання учасників фінансових відносин, забезпечують, з однієї сторони, алокацію й ефективне використання фінансових ресурсів з метою примноження капіталу, а з іншої – мінімізацію і нівелювання ризиків операцій у сфері фінансового інвестування.

Наведене трактування зазначеного поняття відрізняється від інших повнотою змісту, позаяк чітко вказує які саме продукти є фінансовими інструментами, що вони засвідчують та з якою метою їх застосовують. Крім того, авторське визначення сутності фінансових інструментів враховує їх

особливості, одна з яких полягає у забезпеченні ефективного перерозподілу фінансових ресурсів (рис. 1.8).



**Рис. 1.8. Схема алокації фінансових ресурсів за допомогою фінансових інструментів\*.**

\* Розроблено автором.

Притаманною рисою фінансових інструментів є те, що вони передбачають одержання доходу у вигляді відсотків, дивідендів, курсової різниці тощо. Тому їх розглядають як інструменти інвестування із макро- та мікроекономічними, кількісними та якісними, зовнішніми й внутрішніми, просторовими і часовими, економічними та іншими критеріями використання, а також життєвим циклом, від тривалості якого залежить вартість зазначених інструментів.

Ще одна особливість фінансових інструментів полягає у тому, що сфера їх застосування не обмежується виключно фінансовими інституціями, а поширюється на всіх контрагентів фінансових відносин, на чому наголошено в



авторському трактуванні згаданої дефініції.

Основний зміст фінансових інструментів найповніше розкривається через їх функціональне призначення, котре в дослідженнях вітчизняних і зарубіжних науковців не набуло належного розвитку. Тому вважаємо за доцільне виокремити такі функції фінансових інструментів:

– розподільчу, яка характеризується тим, що фінансові інструменти забезпечують розподіл і переміщення вільних грошових ресурсів у часі та просторі, переливаючи фінансовий капітал від тих суб'єктів, де він у надлишку, до тих, які його потребують. Таким чином, відбувається акумулювання й алокація фінансових ресурсів серед контрагентів економічних відносин різних форм власності і галузями економіки, забезпечуючи при цьому збільшення обсягів інвестицій у країні;

– стимулюючу, котра полягає у створенні й сприянні руху фіктивного (фінансового) капіталу, забезпеченні капіталізації галузей економіки чи окремих суб'єктів господарювання, а також активізації ринку цінних паперів. Підтвердженням цього виступають тенденції розвитку світової економіки, віддаленість операцій із реальними та фінансовими активами. Як наслідок, фінансові інструменти стимулюють розміщення фінансових ресурсів саме у ті інвестиційні проекти, що вигідні для інвесторів, тобто виступають мотивацією здійснення фінансових інвестицій;

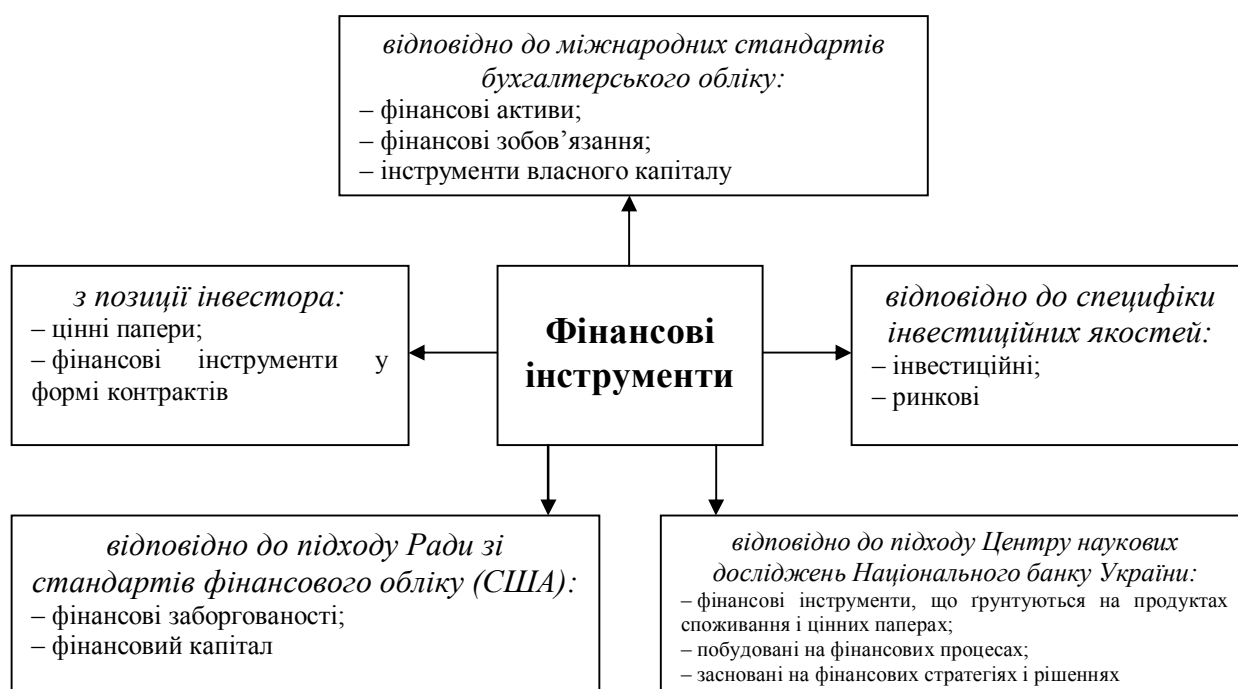
– капіталізації фінансових ресурсів шляхом їх алокації у формі фінансових інструментів, яка характеризується тим, що більшість фінансових інструментів можна використовувати як засоби накопичення, обігу і платежу завдяки їх високій ліквідності й надійності, що дає змогу забезпечувати власникові у майбутньому купівельну спроможність та дохід;

– захисну, котра полягає у тому, що розроблення і впровадження похідних фінансових інструментів зумовлені необхідністю боротьби з ризиками інвестування. Саме вони є засобом управління ризиками. Крім того, інвестори використовують фінансові інструменти як один із способів уникнення впливу інфляції, тобто убезпечення себе від знецінення власних грошових ресурсів у

майбутньому;

– інформаційну, яка впливає із інвестиційної привабливості фінансових інструментів та спільно з їхньою ринковою вартістю відображає реальний фінансовий стан емітента. У сукупності вони є джерелом інформації для інших учасників ринку та сприяють аналізу, прогнозуванню й управлінню фінансовим сектором економіки країни.

Варто відзначити, що як в економічній літературі не досягнуто консенсусу щодо трактування сутності фінансових інструментів, так і немає єдиного підходу до їх класифікації (рис. 1.9).



**Рис. 1.9. Класифікація фінансових інструментів\*.**

\* Розроблено автором на основі [39, с. 31; 146, с. 368; 191, с. 19].

За рішенням Ради зі стандартів фінансового обліку (FASB, США) до фінансових інструментів належать, насамперед:

- фінансові заборгованості – закладні, облігації та інші форми (засоби) фінансування шляхом одержання позичок;
- фінансовий капітал – акції та інші інструменти, що є свідченням власності [146, с. 368].

Розкриваючи сутнісний зміст поняття „фінансовий капітал”, зауважимо,

що не увесь він може розглядатись як фінансові інструменти. На думку німецького вченого Р. Гільфердинга, фінансовим капіталом є грошовий капітал (гроші, що приносять гроші), в якому поєднуються банківський та промисловий капітали [40, с. 313]. Звідси, на основі загальновідомої формули для товарного виробництва виведемо формулу кругообігу фінансового капіталу:

$$Г - \Phi I - Г', \quad (1.1)$$

де  $Г$  – гроші;

$\Phi I$  – фінансові інструменти;

$Г'$  – надходження грошей від продажу фінансового інструменту.

Процес створення та розміщення фінансових інструментів відтворює певний економічний цикл, який у динаміці відображається такими стадіями кругообігу фінансового капіталу: за грошові ресурси купують товар (фінансові інструменти), що ефективно використовують, у результаті чого вартість згаданого товару збільшується. У підсумку, зростає фінансовий капітал у грошовій формі.

Разом із тим, гроші не належать до фінансових інструментів, а фінансові інструменти не є грошима у чистому вигляді. Як свідчить економічна теорія, є суттєва різниця між грошима і всіма іншими інструментами (чи більшістю з них), котра полягає в тому, що для грошей їх премія за ліквідність набагато перевищує витрати на утримання, тоді як витрати на утримання інших активів набагато перевищують їх премію за ліквідність [81, с. 297]. Тому закономірно припустити, що за умови відсутності цінних паперів гроші охоплювали б усі фінансові активи. Лише в такому випадку величина інвестицій відповідала б обсягу збережень.

Особливої уваги заслуговує підхід Центру наукових досліджень Національного банку України щодо типології фінансових інструментів. Найпоширенішим є розподіл фінансових інструментів відповідно до специфіки їх інвестиційних якостей.

Проте найповнішу класифікацію фінансових інструментів подано у міжнародних стандартах бухгалтерського обліку. Відповідно до характеру

взаємовідносин виділяють: фінансові активи, фінансові зобов'язання та інструменти власного капіталу. Першу групу становлять: грошові кошти та їх еквіваленти; дебіторська заборгованість, що не призначена для подальшого перепродажу; фінансові інвестиції до погашення; фінансові активи для подальшого перепродажу та інші фінансові активи. До другої групи належать зобов'язання, котрі надалі перепродаватимуть, та інші фінансові зобов'язання. Інструментами власного капіталу є будь-які контракти на право власності в активах підприємства після вирахування всіх його зобов'язань [206].

З позиції інвестора вважаємо за доцільне класифікувати фінансові інструменти як цінні папери та фінансові інструменти у формі контрактів, тим самим поділяючи думку О. Сохацької [191, с. 19]. Проте варто зазначити, що переважна більшість фінансових інструментів функціонують у формі цінних паперів і саме ними оперують учасники інвестиційних процесів. У свою чергу, цінні папери також поділяють на групи за певними ознаками. Тому для полегшення інвестору процедури вибору того чи іншого об'єкта інвестування, аналізу тенденцій відповідного сегмента ринку та порівняння з іншими доцільно проводити вищезазначене розмежування фінансових інструментів.

Загалом цінні папери лежать в основі фіктивного капіталу. Вони не мають внутрішньої вартості, а відтак, не є реальним надбанням, водночас, забезпечують дохід своєму власнику [127, с. 508–510; 205, с. 35].

Безумовно, цінні папери за своєю суттю справді є фіктивним багатством, але вони не відірвані від реального капіталу, він – у їх основі. Перетвореною формою цих паперів, що сукупно відображає кругообіг позичкового та реального капіталу, є фінансовий капітал. Він зрівноважує за ступенем однорідності інвестиційні товари та інвестиційний капітал, надаючи абстрактному інвестиційному продукту капітальної форми. В результаті виникає можливість порівнювати за ступенем ефективності позичковий і фінансовий капітали, що, у свою чергу, зумовлює перетворення позичкового капіталу на специфічний різновид інвестиційного. Відтак, це є підґрунтям подальшої еволюції форм капіталу на основі зрощування позичкового і

фінансового, виникнення нових модифікацій фінансового капіталу.

На противагу зазначеному побутує твердження, що в окремих випадках цінні папери не є втіленням капіталу чи формою його використання, позаяк їх внутрішня цінність (вартість) не завжди є капіталом. Іншим підтвердженням цього є той факт, що іноді мета власників цінних паперів не передбачає отримання доходу. Такої позиції дотримуються Ю. Брігхем, Л. Гаспенскі та Я. Міркін [20, с. 104; 130, с. 35]. Ці твердження небезпідставні, оскільки іноді під впливом певних обставин і суб'єктивної поведінки учасників ринку цінні папери справді не виступають формою використання капіталу.

Але не потрібно забувати й про інвестиційне призначення цінних паперів, адже вони є своєрідним інвестиційним інструментом [126, с. 85; 225, с. 3; 238, с. 149; 262, с. 93].

Підсумовуючи, варто зауважити, що цінні папери – це специфічний об'єкт інвестування документарної або бездокументарної форми з обов'язковими реквізитами, котрий є титулом власності, засвідчує право отримання в майбутньому доходу, а також зобов'язання (заборгованість) перед контрагентом. Наголошення на реквізитах дає змогу виявити приналежність того чи іншого документа до цінних паперів.

Інвестиційними якостями цінних паперів вважають дохідність (здатність приносити дохід у вигляді дивідендів, курсової різниці, відсоткових ставок тощо) і надійність (певна міра можливих втрат). У свою чергу, їхня ліквідність гарантує наближеність ціни, яку сплачують інвестори, до справедливої. Завдяки високій ліквідності цінних паперів оператори фінансового ринку можуть ефективно торгувати один із одним. Крім того, під впливом кон'юнктурних коливань цей ринок залишається стабільним.

Особливістю останніх десятиріч ХХ ст. є циклічне виникнення економічних і фінансових криз. За цих умов важливим є збереження розміру капіталу, на основі якого в майбутньому отримують дохід. Щодо фінансових інструментів воно полягає у захисті їхньої купівельної спроможності і здатності емітента погашати свої зобов'язання, оскільки на фінансовий капітал

впливають два основних чинники – очікування та невизначеність, які доволі складно оцінити загалом. Саме тому при оцінюванні цінних паперів варто враховувати не лише дохідність і ліквідність, а, насамперед, рівень ризику інвестицій. Зокрема, на думку К. Редхета та С. Хьюса, варто виділяти такі види ризиків операцій із фінансовими інструментами: валютний, відсотковий та ризик втрат від зміни курсу цінних паперів [181, с. 10].

Валютний ризик, у свою чергу, включає: операційний, який полягає у можливості недоотримання прибутку чи понесення збитків у результаті безпосередньої дії зміни обмінного курсу на очікувані потоки грошових коштів; трансляційний (балансовий), тобто невідповідність між активами і пасивами, вираженими у валютах іноземних держав; економічний, який характеризується можливістю несприятливого впливу зміни валютного курсу на економічне становище країни. Ризик втрат від зміни потоків грошових коштів, залежність між відсотковими ставками і цінами на фінансові активи та коливання відсоткових ставок утворюють відсотковий ризик.

Розширити цей перелік ризиків можна наступними: загальноринковим (спад цін); виробничим (погіршення економічного становища емітента); дефолтним (пов'язаний із можливістю банкрутства); корекційним; ризиком новини (виникає внаслідок поганих новин); ризиком макрорівня (характеризує погіршення розвитку галузі); кримінальним (наслідок зловмисних дій) [134, с. 11]. Сюди доцільно віднести ще: політико-правові; інфляційні; ризики управління капіталом, а також кредитні та ризики ліквідності.

Окреслити всі види ризиків операцій із фінансовими інструментами практично неможливо, оскільки з розвитком економічних відносин постійно виникають усе нові й нові їх види. У той же час, втрати від тих чи інших ризиків набувають значних розмірів. Відповідно, відсутній єдиний метод уникнення їхнього впливу. В цьому контексті застосовують широкий спектр управлінських рішень з використанням внутрішніх і зовнішніх способів подолання ризиків інвестування (табл. 1.4).

## Способи мінімізації ризиків інвестицій\*

Види	Зміст	Наслідки використання
<i>Зовнішні</i>		
Страховання та гарантування	– використання третьої сторони як поручителя, гаранта або ж забезпечення страхування від ризиків інвестицій	передача частини ризику іншій третій стороні (гаранту, поручителеві тощо)
Розподіл ризиків між великою кількістю осіб	– об'єднання певної групи осіб із однаковим ризиком та розподіл його між ними	зниження рівня ризику однієї особи через розподіл його між групою осіб
<i>Внутрішні</i>		
Диверсифікація	– формування портфеля цінних паперів із паперів різної якості й термінів погашення та розподіл при цьому ризиків між ними	усереднення ринкового та зменшення власного ризиків
Хеджування	– використання протилежної реакції цінних паперів на одну і ту ж подію	запровадження у практику свопів, ф'ючерсів, форвардів та опціонів
Лімітування	– обмеження можливих втрат	ухилення від ризику
Спеціальні механізми торгівлі та укладання угод	– депонування фінансових ресурсів для придбання цінних паперів, депонування цих паперів та механізми маржинальних внесків у клірингову установу	відтворення реальності ризику та зменшення його розміру
Одержання додаткової інформації	– проведення купівельних операцій на основі інформації, отриманої від менеджерів фірми	поява інсайдерів, котрі володіють внутрішньо-комерційною інформацією
Управління активами та зобов'язаннями	– управлінські рішення стосовно забезпечення перевищення рівня активів над зобов'язаннями	формування так званого надлишку активів (активи > пасиви)

\* Складено автором на основі [85, с. 9–30; 136, с. 52–55; 182, с. 504–540; 201, с. 171–215; 218, с. 142–218].

У разі виникнення ризиків та з метою їх уникнення використовують такі зовнішні способи як перенесення частини ризиків на іншого суб'єкта через страхування і гарантування та розподіл ризиків між великою кількістю осіб.

Для мінімізації наслідків негативного впливу ризиків застосовують внутрішні способи, зокрема: диверсифікацію, хеджування, лімітування, спеціальні механізми торгівлі та укладання угод, одержання додаткової інформації, управління активами та зобов'язаннями.

Резюмуючи, можна констатувати, що фінансові інструменти загалом, а цінні папери зокрема, є інвестиційним товаром фінансового ринку. Більшість експертів схиляються до думки, що використовуючи їх можна швидко і без зусиль нагромадити капітал або ж уберегти й збільшити вже наявний. Для цього необхідно провести аналіз ринку цінних паперів, стану емітента й вибрати найоптимальніший варіант інвестування. Витрати при цьому становлять незначну частку у величині інвестиційних вкладень, окрім випадків фінансових потрясінь фондового ринку. Крім того, застосування фінансових інструментів на фінансових ринках одночасно забезпечує надання фінансових послуг контрагентам угод. Враховуючи те, що іпотечний ринок є частиною фінансового ринку, відповідно його суб'єкти також є користувачами фінансових послуг. Матеріальним втіленням зазначених послуг виступають фінансові інструменти іпотечного ринку.

Розглядаючи вказані фінансові інструменти, потрібно відзначити, що їх основу становлять іпотечні цінні папери, які є джерелом залучення і використання значних інвестиційних потоків. Ринок іпотечних цінних паперів забезпечує необхідний ресурсний потенціал для економіки країни та є важливим елементом фінансово-кредитної системи.

Законодавством нашої країни іпотечні цінні папери визначено як цінні папери, випуск яких забезпечено іпотечним покриттям (іпотечним пулом) та які посвідчують право власників на отримання від емітента належних їм коштів [168].

Натомість, у працях зарубіжних вчених під зазначеними фінансовими інструментами розуміють:

– цінні папери, забезпечені заставною, тобто облігації, забезпечені пулом іпотечних кредитів, та цінні папери, забезпечені активами, що не є іпотечними



кредитами [203, с. 458];

– цінні папери, забезпечені житловими чи комерційними іпотеками [235, с. 96; 242; 257, с. 20];

– цінні папери, випуск яких здійснено на основі іпотек [255, с. 23].

Дослідження сутності іпотечних цінних паперів вимагає з'ясування їх властивостей, що притаманні усім цінним паперам, та особливостей, котрі вирізняють такі фінансові інструменти з-поміж інших їх видів.

До загальних характеристик іпотечних цінних паперів відносять: емісійність (усі іпотечні цінні папери, окрім заставної, підлягають емісії); інвестиційність (вони є інструментами інвестування); передбачення права на певний ресурс (нерухомість); обіговість (здійснюється їх вільна купівля-продаж); ринковість; ризиковість; стандартність; серійність; документарну форму; державне регулювання і визнання.

Зауважимо, що до основних специфічних ознак та відмінних рис зазначених цінних паперів належать:

1) періодичність платежів за такими цінними паперами, складовими яких є відсоткова ставка (плата за користування) та основна сума боргу;

2) механізм погашення основного боргу, відповідно до якого по закінченні терміну їх обігу він повністю амортизується, тоді як за звичайними облігаціями основна сума боргу погашається за умови припинення їх обігу;

3) ймовірність часткового чи повного дострокового погашення;

4) джерелом погашення іпотечних цінних паперів і відсотків за ними є, в основному, нерухоме майно;

5) соціальний ефект використання, тобто їх призначено не лише для отримання економічної вигоди, а й втілення інших соціально важливих проектів;

6) наявність державної гарантії за окремими іпотечними цінними паперами;

7) залежність рівня дохідності таких фінансових інструментів від рівня ризику невиконання, який пов'язаний з їхнім забезпеченням;

8) власники іпотечних цінних паперів наділені вищим пріоритетом перед правами чи вимогами інших осіб щодо іпотечного покриття, яке відокремлюється від іншого майна емітента.

Враховуючи всі міркування щодо сутності цінних паперів та особливості іпотечних цінних паперів як одного з їхніх видів, пропонуємо авторське визначення останніх як специфічних довготермінових фінансових інструментів, забезпечених нерухомим майном, які засвідчують право їх власника на отримання виплат від пулу іпотечних активів, що лежать в основі їх випуску, слугують для рефінансування іпотечних кредитів та підвищення рівня ліквідності їхнього емітента.

Особливістю запропонованого визначення є те, що іпотечні цінні папери розглядаються із врахуванням їх основних властивостей крізь призму функціонального призначення та ролі в економічній системі держави. У цьому контексті Т. Лассен визначив цілі створення ринку капіталів та системи рефінансування іпотеки:

- 1) формування національного ринку довготермінового капіталу;
- 2) залучення іноземного капіталу за допомогою внутрішніх фінансових інститутів;
- 3) заохочення широких верств населення до створення системи власності;
- 4) сприяння запровадженню системи приватної власності на житло та іншу нерухомість;
- 5) заохочення широких верств населення до особистого забезпечення старості через придбання нерухомості;
- 6) створення системи довготермінового іпотечного фінансування за умови забезпечення прав позичальників, власників та орендарів [75, с. 12].

На іпотечному ринку обертаються заставні, іпотечні облігації та іпотечні сертифікати. Специфіка заставних полягає у тому, що, крім зазначених у договорі виплат основної суми боргу та відсотків, вони передбачають зобов'язання позичальника підтримувати у належному стані нерухоме майно, котре перебуває у заставі. Вид заставної залежить від умов договору та виду

іпотеки. На етапі зародження заставні використовували як заощадження для дрібних вкладників. Проте завдяки високій ліквідності вони перетворилися на ефективний інструмент фінансового ринку, за допомогою якого здійснюється рефінансування довготермінових іпотечних кредитів, що забезпечує не лише надходження додаткових фінансових ресурсів у реальний сектор економіки, а й реалізацію незадоволеного попиту на інвестиційному ринку.

Такі фінансові інструменти, як іпотечні облігації, наділяють їх утримувача правом на частку майна, що заставлене, в разі його продажу, якщо позичальник виявиться неспроможним погасити свої зобов'язання. Основними їх емітентами є банківські установи за наявності відповідної ліцензії. До іпотечних облігацій встановлюють спеціальні правила-вимоги: насамперед, так звану „стіну захисту”, якій відповідає принцип спеціалізації, тобто відокремлюють операції, пов'язані з емісією іпотечних облігацій від решти операцій, здійснюваних фінансовою установою. Наступним правилом-вимогою є дотримання принципу покриття, а саме наявність у емітента достатнього розміру капіталу для покриття вартості випущених цінних паперів. Не менш важливим є дотримання принципу конгруенції – вимоги емітента до позичальників мають співпадати з його зобов'язаннями за випущеними ним іпотечними облігаціями. Окрім того, передбачають можливість встановлення заборони на випуск іпотечних облігацій на майно, що перебуває під заставою, чи встановлення ієрархії щодо такої застави [91, с. 279–282; 119, с. 45].

Італійський вчений-економіст Ф. Фабоцці виділяє такі групи іпотечних облігацій: дольові; структуровані чи порядкові; іпотечні облігації з від'єднаним купоном [204, с. 458–468].

Дольові іпотечні облігації (Pass-through) емітують за умов, якщо один чи кілька власників закладних формують пул іпотек і продають частку чи сертифікати участі в пулі. Їх також називають „виробничі цінні папери”, що передають чи перетворюють потік виплат за закладними в потік виплат за облігаціями.

Щодо порядкових іпотечних облігацій (Collateralized Mortgage

Obligations), то вони забезпечені пулом дольових іпотечних цінних паперів, в рамках якого є кілька класів порядкових облігацій із різними термінами погашення.

Іпотечні облігації з від'єднаним купоном зводяться до того, що в них усі відсоткові ставки зосереджують в один клас (клас „лише відсоткові ставки”), а всі виплати основного боргу – в другий (клас „лише основна частина”). Характеристика ризику і дохідності цих інструментів сприяє їх використанню лише для хеджування портфеля дольових облігацій та іпотечних кредитів. Відтак, згаданий вище автор не розмежовує іпотечні цінні папери на види, а розглядає їх лише як іпотечні облігації.

Окрім того, у міжнародній практиці (в європейських країнах) характерним є випуск забезпечених іпотечних облігацій, до яких належать: звичайні іпотечні облігації; джамбо-облігації; облігації, забезпеченням яких є кредити, надані органам державної влади; облігації, забезпеченням яких є річкові й морські судна; облігації, забезпеченням яких є інші активи [232, с. 312].

Різновидом іпотечних цінних паперів також є іпотечні сертифікати, що представляють собою, з однієї сторони, заставне свідоцтво, а, з іншої – вид цінних паперів, які мають здатність котируватися на біржі. При цьому виокремлюють іпотечні сертифікати участі (Mortgage Backed Securities) – емісійні цінні папери, які випускають оператори вторинного іпотечного ринку та інші фінансові установи на базі пулів іпотек [242].

Особливість такого виду фінансових інструментів полягає в тому, що їх утримувачі є співвласниками пулу іпотечних кредитів, а саме заставленого нерухомого майна. На кожного власника іпотечних сертифікатів припадає частка у розмірі, визначеному відповідно до величини придбаних фінансових інструментів. Щодо виплат за такими цінними паперами, то передбачають отримання основної суми боргу та відсотків за кредитами. Варто відзначити, що утримувачі сертифікатів участі є також засновниками довірчого управління майном, яке перебуває у заставі, й вигодонабувачами такого управління.

Функціональне призначення зазначеного довірчого управління – покриття іпотечних сертифікатів участі, яке забезпечує їхній емітент.

Залежно від механізму погашення іпотечних цінних паперів, виділяють:

- цінні папери з послідовним погашенням (Sequential Bonds);
- цінні папери з пропорційним перерозподілом платежів ( Pro-rate Bonds);
- цінні папери з плановою амортизацією (Planned Amortization Class).

До нових явищ у сфері іпотеки належать механізми використання облігацій місцевих позик для фінансування будівництва нерухомості, а саме житлових облігацій міського облігаційного займу. Такі цінні папери передбачають накопичення фінансових ресурсів, необхідних для будівництва житла, шляхом їхнього придбання громадянами. Звідси, інвесторами у згадані фінансові інструменти є населення країни. Володіння достатньою кількістю таких цінних паперів дозволяє, в результаті, отримати житло відповідної площі за умови, що його власником є органи місцевої влади та самоврядування. В цьому контексті виникають проблеми з якістю житла, котре пропонується. Саме тому житлові облігації міського займу часто обмінюють на грошові ресурси. Розділяючи позицію окремих дослідників (наприклад, Г. Онищука), зауважимо, що ефективність таких цінних паперів підвищується у випадку їхнього забезпечення нерухомістю [138, с. 209]. Безумовно, при цьому вони набуватимуть форми іпотечних цінних паперів. Звідси впливають приховані схеми обігу останніх, за яких одні види фінансових інструментів перетворюються в іпотечні і, навпаки.

Не дивлячись на різноманітність фінансових інструментів іпотечного ринку, механізм їхнього функціонування залежить від таких чинників:

- 1) рівня розвитку іпотеки у країні загалом та іпотечного ринку зокрема;
- 2) наявності розширеної інфраструктури фінансового ринку та обов'язкової присутності на ньому інституційних інвесторів;
- 3) значної капіталізації банківської системи країни як бази для видачі іпотечних кредитів;
- 4) законодавчого регулювання усіх стадій операцій з іпотечними цінними

паперами;

5) стабільності економіки, завдяки чому посилиться платоспроможність позичальника;

6) ефективності ринку цінних паперів, на якому проводять купівлю-продаж іпотечних цінних паперів;

7) рівня надійності та ефективності іпотечних цінних паперів як за поруки їхньої привабливості для інвесторів.

Дотримуючись логіки проведеного дослідження, доцільно розглянути цінні папери, які можна застосувати для фінансування будівництва в Україні. Такий вибір обумовлений довготерміновістю процесу будівництва та постійною потребою фінансових ресурсів. Крім того, житлова нерухомість і досі недоступна для більшості населення країни, але приваблива для інвесторів (додаток В).

Розпочнемо з одного з найбільш розповсюджених цінних паперів – акцій. Позаяк акції мають право випускати лише акціонерні товариства, відповідно це є одним із найбільш стримуючих чинників їх використання для мобілізації фінансових ресурсів для будівництва, оскільки не всі оператори іпотечного ринку відповідають такій формі власності. Крім того, такі цінні папери передбачають втручання в управління діяльністю емітента, що не завжди є доцільним.

Умови отримання, розмір та обслуговування банківського кредиту, які не враховують усіх можливостей позичальника, а також дороговизна, значною мірою обмежують його використання для фінансування будівництва, яке вимагає довготермінових ресурсів. Житлові облігації міського облігаційного займу застосовують у випадку будівництва житла державного значення, тобто такого, яке перебуває на обліку в органах місцевої влади. Оскільки дефіцит ресурсів властивий бюджетам усіх рівнів, це позначається на обсягах будівництва житлової нерухомості.

Заставна передбачається умовами кредитного договору. Найчастіше її використовують для випуску іпотечних цінних паперів, які дозволяють на

тривалий термін, у значних обсягах і з низькою ризиковістю отримувати фінансові ресурси. З іншого боку, це надійний інструмент для збереження вкладу й отримання економічної вигоди.

Щодо сертифікатів операцій з нерухомістю та цільових будівельних облігацій, то з їх допомогою залучаються незначні обсяги фінансових ресурсів. Крім того, вони не привабливі для національного інвестора, оскільки є низьколіквідними та мають високий рівень ризику. Цільові будівельні облігації також не передбачають винагороди у вигляді відсотків. Випуск звичайних облігацій поступається перед іпотечними тим, що перші не забезпечені нерухомістю, яка відокремлюється від решти майна та облік якої ведеться на окремих рахунках балансу. Щодо єврооблігацій, які передбачають вихід на міжнародні ринки, оператори повинні мати значні масштаби діяльності, щоб здійснити їх випуск, що також не завжди є реальним.

Відповідно, в українських реаліях для вирішення переважної більшості проблем у сфері фінансування будівництва найдоцільнішою є імплементація надання тих фінансових послуг на іпотечному ринку, що пов'язані із застосуванням саме іпотечних цінних паперів, котрі розроблені саме з цією метою. У свою чергу, додаткове гарантування з боку держави ще більше посилює їхню надійність та інвестиційну привабливість. В контексті зазначеного, виникає потреба оцінки ефективності використання фінансових інструментів на іпотечному ринку.

### **1.3. Методичні підходи до оцінки ефективності використання фінансових інструментів на іпотечному ринку**

Становлення й розвиток іпотечного кредитування сприяли формуванню і функціонуванню системи фінансових послуг, котрі надаються та споживаються на іпотечному ринку. Це значно розширило спектр фінансових послуг суб'єктів економічних відносин на фінансовому ринку країни та посилило їхню якість і конкурентоспроможність. У цьому контексті посилюється роль оцінки

ефективності їх надання. Як влучно наголосив американський економіст С. Коттл: „Надійна оцінка – це не теоретична, а прагматична концепція. Її надійність у кінцевому рахунку підтверджується ефективно функціонуючим ринком” [94, с. 59].

Враховуючи твердження про те, що застосування фінансових інструментів супроводжується одночасним наданням фінансових послуг на конкретному ринку, зауважимо, що оцінка ефективності надання фінансових послуг на іпотечному ринку обумовлює проведення оцінки ефективності використання фінансових інструментів іпотечного ринку.

Загалом продаж фінансових інструментів іпотечного ринку та їх похідних служить основним способом мобілізації фінансових ресурсів для довготермінового іпотечного кредитування. Інституційними інвесторами у зазначені фінансові інструменти є державні та недержавні пенсійні фонди, страхові й інвестиційні компанії, довірчі товариства тощо. Наявність у них вільних коштів забезпечує процес формування економічного підґрунтя для розвитку вторинного ринку іпотечних фінансових інструментів через механізм сек'юритизації як засіб збільшення обсягів рефінансування іпотечних кредитів.

Розглянемо принципи оцінки фінансових інструментів іпотечного ринку, до яких відносимо:

- 1) принцип інвестиційної привабливості;
- 2) принцип ефективного використання;
- 3) принципи, що впливають із об'єкта оцінки та забезпечують надійність захисту інвестора;
- 4) принципи, пов'язані з ринковим середовищем, а саме попитом і пропозицією, впливами конкуренції тощо;
- 5) принцип соціальної справедливості;
- 6) принцип публічності та прозорості.

У загальному вигляді ефективність характеризує успішність досягнення мети, а як явище – демонструє результативність функціонування фінансових інструментів іпотечного ринку, процесів та операцій, пов'язаних із їх



використанням. Відтак, принцип ефективного використання, котрий об'єднує інші групи (принципи, що впливають із об'єкта оцінки та пов'язані з ринковим середовищем, інвестиційної привабливості, соціальної справедливості, публічності та прозорості) та є інтегруючим для зазначених вище принципів, слугує для аналізу різних чинників впливу на вартість фінансових інструментів іпотечного ринку. Ця залежність ціни як грошового вираження вартості фінансових інструментів від багатьох зовнішніх та внутрішніх чинників обґрунтована в окремих наукових теоріях (додаток Д).

Американський економіст І. Фішер (1867–1947 рр.) створив теорію чистої приведеної вартості, відповідно до якої потоки грошових коштів дисконтують за ставкою, що дорівнює альтернативним витратам інвестування, тобто очікуваній нормі дохідності фінансових інструментів із аналогічним рівнем ризику. Майбутню вартість інвестицій у фінансові інструменти визначають із урахуванням коефіцієнта дисконтування.

Англійський економіст А. Маршалл (1890 р.) висунув теорію адитивності сукупної корисності (вартості), за якою вартість портфеля фінансових інструментів дорівнює сумі вартостей окремого фінансового інструменту.

Дж. Кейнс (1936 р.) доповнив зазначені теорії законом найкращої ліквідності, котрий ґрунтується на тому, що інвестори зацікавлені в купівлі переважно короткотермінових цінних паперів. Це спричинено двома факторами: ймовірністю потреби повернення коштів, що інвестують, і нижчим рівнем ризику зміни відсоткової ставки. Утім, за будь-якого вибору інвестори мають враховувати чинник інфляції, на чому наголошує теорія чистих очікувань Ф. Лутца (1940 р.) і Дж. Хікса (1946 р.).

Згідно з теорією інвестиційного ризику американських економістів Г. Марковіца (1952 р.) та У. Шарпа (1960-ті рр.) існує залежність між ринковим ризиком чи нормою дохідності фінансових інструментів та коефіцієнтом бета. Суть останнього полягає в тому, що він характеризує величину ринкового ризику й відображає залежність зміни дохідності цінного паперу від дохідності середньоринкового портфеля [225, с. 212–212]. Окрім того, У. Шарп зробив

спробу відтворити модель ідеального ринку капіталів.

Доповнює останню теорію концепція ефективності ринку капіталів Ю. Фама (1970 р.), відповідно до якої важливою складовою оцінки вартості фінансових інструментів є інформація [247]. При цьому він абстрагувався від теорії ефективності фінансових ринків (здатності ринків реагувати на певну інформацію), згідно з якою розрізняють три типи інформації і три форми ефективності ринку: слабку (відображає інформацію про зміни, що відбувались у минулих періодах); напівсильну (ціни відображають всю теперішню, а також історичну інформацію); сильну (відображає всю інформацію). Відповідно до типу інформації та форми ефективності ринку можна здійснювати аналіз стану ринку цінних паперів. При цьому варто відмітити, що курси цінних паперів, що перебувають в обігу, відображають ринкову вартість активів і реальний стан емітента.

Про асиметричність інформації, згідно з якою менеджери знають про майбутнє своєї фірми більше, ніж аналітики та інвестори, які спостерігають за нею, зазначали М. Дженсон та У. Меклінг (1976 р.) [254]. На думку вчених, асиметрична інформація впливає, насамперед, на динаміку цін акцій. Велике значення згадана теорія має для ринку облігацій.

У. Сміт (1956 р.) розробив теорію сегментації ринків, згідно з якою – інвестори та кредитори не прагнуть залишати свої ринки навіть у випадках, коли це сприяло б збільшенню очікуваного доходу на інших сегментах, а Нобелівські лауреати М. Міллер та Ф. Модільяні (1958 р.) створили теорію структури капіталу, котра лежить в основі корпоративних фінансів.

На думку окремих дослідників, зокрема Р. Гола (1978 р.), формування вартості фінансових інструментів ґрунтується на поведінці інвесторів, від чого залежить дохідність фінансових інструментів [251]. У свою чергу, американський науковець Д. Сорнетте наголошував на необхідності врахування рівня інформаційної розвиненості ринку, на чому базується висунута зазначеним автором теорія випадкових блукань (2003 р.).

Спільною для теорії структури капіталу Модільяні–Міллера, теорії чистої

приведеної вартості, теорії адитивної сукупності та теорії інвестиційного ризику є показник ставки дисконтування. Загалом вони містять обґрунтування розрахунку дохідності та кількісного вираження вартості фінансових інструментів. Однак результати, одержані в процесі практичного застосування згаданих концепцій, достовірні для активних високорозвинених фінансових ринків, котрі здатні відтворити середньоринкову дохідність фінансових інструментів. Також зазначені теорії доводять доцільність використання інвестиційного аналізу фінансових інструментів, що дозволяє вважати їх найперспективнішими в українських реаліях за умови коригування одержаних результатів для уточнення даних. Погоджуємось із твердженням Л. Долінського, що для оцінки ефективності використання фінансових інструментів будь-якого виду та прогнозування їхньої майбутньої ринкової вартості необхідна статистична основа, що базується на точних даних [56, с. 87–95].

Узагальнюючи вітчизняну практику, варто відмітити, що передбачення майбутньої вигоди від операцій з фінансовими інструментами є низькою. Тому серед концепцій раціональних сподівань, закону найкращої ліквідності, теорії чистих очікувань та теорії сегментації ринку, найадекватнішою для України є остання. Решту згаданих теорій спрацьовують виключно на високорозвинених ринках, що обмежує їхнє використання на національному. Разом із тим, не можна не враховувати того факту, що розвиток економічних систем відбувається циклічно й підвладний постійній структурній зміні. Це знаходить свій прояв у функціонуванні фінансового ринку, що особливо помітно протягом XX–XXI ст., коли відбулися великі фінансові потрясіння. Як наслідок, дохідність і ринкова ціна фінансових інструментів піддаються коливанням. Тому, перспективним є напрям дослідження та передбачення таких коливань із обмеженням їхнього негативного впливу на галузі економіки.

Загалом, беручи за основу згадані теорії та національні особливості при здійсненні оцінки ефективності надання фінансових послуг на іпотечному ринку, необхідно враховувати також дію економічних законів (рис. 1.10).



**Рис. 1.10. Особливості впливу економічних чинників на фінансові інструменти іпотечного ринку\*.**

\* Розроблено автором.

Ефективність використання фінансових інструментів іпотечного ринку оцінюють за допомогою витратного, дохідного та порівняльного підходів.

Перший із зазначених підходів передбачає визначення обсягу витрат, пов'язаних із випуском і розміщенням таких фінансових інструментів, а також відображення інформації про поточний стан емітента згаданих фінансових інструментів та нерухоме майно, котре лежить в основі їхнього забезпечення.

Порівняльний підхід ґрунтується на визначенні вартості фінансових інструментів іпотечного ринку за допомогою коригування цін їх аналогів із врахуванням принципу заміщення: будь-який покупець не платитиме за фінансовий інструмент іпотечного ринку більше, ніж вартуватиме придбання

інших аналогічних фінансових інструментів. Основою цього підходу є метод порівняльного продажу, що діє за наявності доступу до фактичних даних про ціни й умови продажу аналогів та у випадку, якщо виявлено відповідності між цими аналогами та фінансовими інструментами іпотечного ринку. Крім того, мають бути чітко встановлені основні критерії порівняння (базові величини). На їх основі конкретні показники (інвестиційні характеристики) зіставляють із базовими величинами. Наступним кроком є внесення коректив у вартість іпотечних фінансових інструментів. Після кожного такого уточнення ціну продажу порівняльних фінансових інструментів перераховують.

При порівняльному підході враховують такі коригуючі чинники:

- банківську норму відсотка (від її розміру залежить, чи вкладати вільні кошти у фінансові інструменти чи вигідніше розмістити їх на банківському депозиті);
- прогнозовані ринкові ціни (за їхнього зростання підвищуватиметься ціна і на фінансові інструменти іпотечного ринку) [122, с. 135].

Однак зазначений підхід дещо обмежений у використанні в Україні, оскільки потребує вичерпної інформації про умови продажу аналогів фінансових інструментів, яку можна одержати за умови розвиненого ринку цінних паперів. Саме тому він слугує орієнтиром і суттєво не впливає на розмір ринкової вартості фінансових інструментів іпотечного ринку, а відтак – на ефективність їхнього використання.

Дохідний (прибутковий) підхід до оцінки фінансового інструментарію іпотечного ринку передбачає застосування методів дисконтування і капіталізації прибутку, які мають певну специфіку залежно від обраного типу фінансового інструменту іпотечного ринку.

Ставка дохідності на вкладений капітал (прибуток/капітал) залежить від місця та тривалості інвестування, і її коригують, вносячи зміни відповідно до ринкових умов. Відтак, дохідність фінансових інструментів іпотечного ринку з фіксованою ставкою доходу коригують відповідно до зміни їхньої ринкової вартості, а з плаваючою ставкою доходу – відповідно до зміни ринкових

відсоткових ставок. Оцінюючи ефективність використання іпотечних облігацій, доречно врахувати чинники, що впливають на рівень їхньої доходності (табл. 1.5).

Таблиця 1.5

### Основні чинники впливу на доходність іпотечних облігацій\*

Назва чинника		Характеристика дії чинника
<i>Загальні</i>		
1.	Ефективність засобів виробництва	– чим вищі очікувані ставки доходності на вкладений капітал в матеріальні та нематеріальні активи, тим вищий рівень відсоткових ставок в економіці
2.	Ступінь невизначеності щодо ефективності використання	– оскільки неможливо передбачити майбутні події, то чим вищим є рівень невизначеності щодо ефективності використання засобів виробництва, тим вищою є премія за ризик від вкладення в іпотечні облігації
3.	Часові вподобання населення	– чим сильнішим є бажання населення отримувати блага вже сьогодні, тим вища відсоткова ставка
4.	Зміна ризику	– чим довший період життя фінансового інструменту, тим вищий рівень ризику втрат і, відповідно, вища ставка доходності
<i>Спеціальні</i>		
1.	Імовірність дострокового викупу	– забезпечене право викупу емітентом своїх облігацій до закінчення терміну їх погашення позначається на пониженні доходності таких облігацій
2.	Рівень конвертованості	– здатність облігації бути обмінною на наперед визначену кількість інших фінансових інструментів (акцій) призводить до підвищення ставки доходності таких цінних паперів
3.	Рівень оподаткування	– зростання величини податкового навантаження призводить до збільшення ціни фінансових інструментів, що, у свою чергу, спричиняє пониження рівня їх доходності

\* Складено автором на основі [17, с. 92–101; 182, с. 98–108, 132–139].

Застосування дохідного, витратного та порівняльного підходів щодо оцінки ефективності використання фінансових інструментів іпотечного ринку, а саме іпотечних облігацій та іпотечних сертифікатів у національних умовах, а

також методів, які вони передбачають, вимагає врахування переваг та обмежень кожного з них. У результаті співставлення можливих наслідків застосування кожного з вказаних підходів потрібно вибрати найоптимальніший варіант оцінювання для суб'єктів економічних відносин з метою досягнення максимального ефекту при мінімальних витратах (табл. 1.6).

Таблиця 1.6

### Характеристика підходів до оцінювання ефективності використання фінансових інструментів іпотечного ринку\*

Підходи	Основний зміст	Переваги:	Обмеження:
Дохідний	Визначення обсягу доходу за фінансовими інструментами іпотечного ринку на основі методів дисконтування і капіталізації прибутку. При цьому враховуються майбутні ринкові тенденції	– відтворює ефективність використання фінансових інструментів іпотечного ринку (майбутні вигоди та сподівання); – відображає посилення ролі фінансових інструментів іпотечного ринку як частки в загальному обсязі капіталу	– невизначеність майбутніх подій ускладнює передбачення вигод від використання фінансових інструментів іпотечного ринку; – переважає суб'єктивна точка зору при визначенні майбутніх доходів
Витратний	Визначення обсягу витрат із випуску та розміщення фінансових інструментів і відображення інформації про поточний фінансовий стан емітента	– ґрунтується на даних бухгалтерського обліку; – об'єктивність при оцінці витрат і точність у визначенні ціни	– успіх на ринку не завжди співпадає з обчисленими й здійсненими витратами; – неврахування окремих важливих чинників (ризиків від інвестування, можливість зростання доходу тощо)
Порівняльний	Визначення вартості зазначених інструментів за допомогою коригування цін їх аналогів, оскільки покупець не платитиме за товар більше, ніж вартуватиме придбання інших аналогічних продуктів	– ґрунтується на попиту та пропозиції, що склалися на ринку в певний період часу; – відображає достовірну інформацію про продаж товарів аналогічного призначення	– ускладнення доступу до джерел інформації про умови продажу аналогів фінансових інструментів; – великий обсяг роботи, пов'язаний із коригуванням та уточненням інформації відповідно до ситуації; – не враховує майбутній дохід; – вимагає розвинутого й активного ринку цінних паперів

\* Складено автором.

Враховуючи вищезазначене, можна констатувати, що в сучасних умовах господарювання дохідний підхід до оцінки ефективності використання фінансових інструментів залишається найуживанішим для визначення тих показників, на основі яких і здійснюють вибір об'єктів інвестування (табл. 1.7).

Таблиця 1.7

### Методи оцінки іпотечних цінних паперів\*

Методи	Показники
За дохідністю	<p>для іпотечних облігацій:</p> <p>1. <math>\dot{A}_k = \frac{\dot{N}}{N} \cdot 100\%</math>, де <math>\dot{D}_k</math> – дохідність купонна; <math>C</math> – річні купонні виплати; <math>N</math> – номінальна вартість іпотечної облігації. Визначає рівень щорічного відсоткового доходу держателя іпотечних облігацій.</p> <p>2. <math>\dot{A}_p = \frac{\dot{N}}{D_p} \cdot 100\%</math>, де <math>\dot{D}_p</math> – дохідність поточна; <math>P_{io}</math> – поточна вартість іпотечної облігації (ціна її придбання). Застосовують у випадку, коли до погашення зазначених цінних паперів залишився незначний проміжок часу.</p> <p>3. <math>\dot{A}_{dp} = \frac{(N - P_f) / n + C}{(N - P_f) / 2}</math>, де <math>\dot{D}_{dp}</math> – дохідність до погашення; <math>n</math> – період часу до погашення (в роках). Інтегруючий показник, що охоплює попередні, враховує тривалість періоду до погашення іпотечної облігації та знижку (премію) щодо номінальної вартості.</p> <p>4. <math>\dot{D}_{dp/2} = \frac{(N - P) / 2 \cdot n + C / P}{(N - P) / 2}</math>, де <math>\dot{D}_{dp/2}</math> – дохідність за півроку.</p> <p>5. <math>\dot{A}_{dp} = \left[ \frac{N(1 - Tax) - P(1 - Tax + k)}{P(1 + k)} \right] \cdot \frac{365}{t}</math>, де <math>Tax</math> – ставка податку на облігації; <math>k</math> – розмір комісійної винагороди (у відсотках від суми угоди). Розмір податку та сплачуваних комісійних винагород на іпотечні облігації зменшують дохідність від використання таких фінансових інструментів.</p> <p>6. <math>D = \frac{\sum_{t=1}^{t=N} \dot{E}o\ddot{u}\ddot{i} \quad t + \frac{N \cdot \dot{I}\ddot{i}^3\ddot{i}a\ddot{e}\ddot{u}\ddot{i}a \quad a\ddot{a}\ddot{o}\ddot{d}^3\ddot{n}\ddot{o}\ddot{u}}{(1+r)^N}}{\sum_{t=1}^{t=N} \dot{E}o\ddot{u}\ddot{i} \quad t + \frac{\dot{I}\ddot{i}^3\ddot{i}a\ddot{e}\ddot{u}\ddot{i}a \quad a\ddot{a}\ddot{o}\ddot{d}^3\ddot{n}\ddot{o}\ddot{u}}{(1+r)^N}}</math>, де <math>D</math> – дюрація; <math>\text{Купон}_t</math> – купонні виплати в періоді <math>t</math>; <math>r</math> – ставка дисконтування грошових потоків; <math>N</math> – часові періоди, що сумарно утворюють термін погашення облігації. Незначне значення дюрації свідчить про швидку віддачу від іпотечної облігації та низький ризик недоотримання доходів і, навпаки.</p> <p>7. <math>D_m = \frac{D}{1+i}</math>, де <math>D_m</math> – дюрація модифікована; <math>i</math> – відсоткова ставка.</p> <p>для іпотечних сертифікатів:</p> <p>1. <math>\dot{A}_{is} = r = \left[ \frac{N}{P} \cdot \left( 1 + \frac{C\% \cdot t}{365} \right) - 1 \right] \cdot \frac{365}{t_s}</math>, де <math>\dot{D}_{is}</math> – дохідність іпотечного сертифіката; <math>N</math> – номінальна вартість іпотечного сертифіката; <math>C\%</math> – рівень купонного відсотка; <math>P</math> – поточна вартість іпотечного сертифіката; <math>t</math> – тривалість життя іпотечного сертифіката; <math>t_s</math> – період із моменту придбання до його погашення (у днях). <i>Правило норми дохідності:</i> здійснювати інвестиції потрібно у ті фінансові інструменти, норма дохідності яких перевищує їх альтернативні витрати.</p>



Метод дисконтування	1. Коефіцієнт дисконтування ( $d$ ): $d = \frac{1}{1+r},$ де $r$ – норма дохідності.
Метод капіталізації	1. Коефіцієнт капіталізації ( $R$ ): $R = \frac{U}{P},$ де $U$ – дохід (прибуток); $P$ – поточна вартість фінансових інструментів іпотечного ринку. Чим нижча вартість фінансового інструменту, тим вища ставка капіталізації.

\* Складено автором на основі [51, с. 1183–1187; 143, с. 92–93; 145, с. 148–160].

Для отримання достовірного результату доцільно застосовувати кілька методів і виробити методику, що буде найпридатнішою. Зокрема, на етапі емісії та розміщення фінансових інструментів ефективність визначають за допомогою витратного підходу, щоб емітент мав змогу покрити свої витрати й отримати певний прийнятний дохід. Після просування фінансових інструментів на ринок цінних паперів та його насичення ними доцільно застосовувати дохідний підхід. На завершальній стадії життєвого циклу фінансових інструментів іпотечного ринку ефективність їхнього використання потрібно оцінювати за допомогою порівняльного підходу методом порівняльного продажу, тому що на відтворення згаданих фінансових інструментів їх держатель потратив би такий же обсяг фінансових ресурсів, що й емітент.

У світовій практиці оцінка іпотечних цінних паперів включає дві фундаментальні моделі – модель відсоткової ставки на основі коефіцієнта дисконтування і модель визначення поведінки попереднього погашення іпотечної позики.

На думку американського вченого Я. Чена, остання найадекватніше відображає оцінку зазначених фінансових інструментів. При цьому згаданий автор виділяє чотири моделі попередньої оплати:

1) модель арктангенса ( $CPR(t)$ ), а саме:

$$CPR(t) = 0.2406 - 0.1389 \arctan \left( 5.9518 \left( 1.089 - \frac{WAC}{r_{10}(t)} \right) \right), \quad (1.2)$$

де  $WAC$  – середньозважена купонна ставка іпотечних цінних паперів;

$r_{10}$  – дохідність зазначених фінансових інструментів;

$t$  – тривалість життя фінансового інструмента.

2) модель, котра охороняється авторським правом (CPR ( $t$ )):

$$CPR(t) = RI(t) \times AGE(t) \times MM(t) \times BM(t), \quad (1.3)$$

де  $RI(t)$  – відображає стимул до рефінансування;

$AGE(t)$  – множник життєвого циклу фінансового інструмента;

$MM(t)$  – щомісячний множник, який є постійним упродовж визначеного місяця;

$BM(t)$  – множник витрат, пов'язаних із знеціненням фінансових інструментів;

3) модель, що ґрунтується на макроекономічних чинниках;

4) модель попередньої оплати для індивідуального застосування [242].

Відповідно, кожен учасник фінансового ринку самостійно оцінює іпотечні цінні папери, обираючи одну із зазначених моделей.

Необхідно зазначити, що на етапі випуску та розміщення фінансових інструментів, їх оцінку доцільно проводити на основі справедливої вартості, яка краще відображає майбутній рух грошових коштів та корисніша для первинних користувачів фінансової звітності. Подальші обчислення можна здійснювати за допомогою амортизаційної вартості [252].

Разом із тим, ефективність використання фінансових інструментів іпотечного ринку має ґрунтуватися на оцінці співвідношення дохідність – ризик, оскільки вплив останнього на рівень дохідності є визначальним. Крім того, важливість визначення та оцінки ризиків іпотечних цінних паперів обґрунтовували Н. Дігора, К. Мрочек та М. Шмітц, котрі схематично відобразили взаємозв'язок між дохідністю зазначених фінансових інструментів і цінами на нерухомість [243, с. 86]. Зокрема, на їхню думку, падіння курсу іпотечних цінних паперів зумовлює звуження стандартів іпотечних позик фінансовими інститутами, що позначається на зменшенні фінансового вибору для домогосподарств. Як наслідок, відбувається падіння цін на нерухомість і зниження доходу від іпотечних цінних паперів, тим самим, підвищуючи рівень

їхньої ризиковості.

Оцінку імовірності виникнення фінансового ризику проводять за допомогою економіко-статистичних, розрахунково-аналітичних, аналогових та експертних методів.

Найпоширенішими у застосуванні є економіко-статистичні методи, в основі яких лежить визначення таких показників: середньоквадратичного відхилення, коефіцієнта варіації та бета-коефіцієнта. Останній характеризує залежність зміни величини ризику вкладення у фінансові інструменти іпотечного ринку від рівня ринкового ризику. Таким чином, більше значення бета-коефіцієнта для таких фінансових інструментів свідчить про вищий рівень ризику неотримання доходу за ними.

Розраховані значення бета-коефіцієнта свідчать про такі рівні ризику окремих фінансових інструментів:

- якщо  $\beta = 1$ , то рівень ринкового ризику середній;
- $\beta > 1$  – високий рівень ринкового ризику;
- $\beta < 1$  – низький рівень ринкового ризику.

Варто відзначити, що ризики фінансових інструментів іпотечного ринку та їхніх емітентів оцінюють за допомогою рейтингування, тобто формування системи показників (шкали), що є основним джерелом інформації не лише про ефективність використання згаданих інструментів з позиції рівня ризику, а й фінансовий стан їхніх емітентів. Самі ж рейтинги відображають суб'єктивну точку зору аналітика щодо якості того чи іншого цінного паперу та служать для спрощення й мінімізації витрат, пов'язаних із аналізом фінансових інструментів.

Таким видом діяльності займаються спеціальні незалежні рейтингові агентства, основне призначення яких полягає у попередженні втрат, що може зазнати інвестор при вкладанні вільних коштів у фінансові інструменти певного типу. Зокрема, для оцінювання фінансових позицій емітентів використовують три групи рейтингів:

- 1) рейтинг результатів діяльності (формують за шкалою обсягів капіталу чи емісії фінансових інструментів);
- 2) рейтинг фінансових позицій (формують на основі показників балансу активів і пасивів установи, їхньої ліквідності, величини доходу тощо);
- 3) рейтинг активності такого емітента на ринку.

Щодо практики складання рейтингів фінансових інструментів іпотечного ринку, то в її основу покладено ефективність іпотечного кредитування, ризики цього виду діяльності, кон'юнктуру іпотечного ринку, а також дохідність та ліквідність цих фінансових інструментів. Відтак, основою методики визначення рейтингу згаданих фінансових інструментів є показники їхньої якості й надійності. Це сприяє передбаченню своєчасного погашення всіх зобов'язань і отриманню при цьому визначеного рівня доходу.

Формування рейтингу фінансових інструментів іпотечного ринку базується на попередньому аналізі якісних характеристик та оцінці предмета застави. Після цього оцінюють механізм фінансування. Вітчизняний науковець В. Савич окреслив ознаки, що підвищують рейтинг таких боргових зобов'язань, як іпотечні цінні папери:

- випуск з метою рефінансування кредитів з фіксованим відсотком і значним терміном погашення (порівняно з кредитами зі змінною відсотковою ставкою);
- емісія для рефінансування кредитів під заставу односімейних будинків (порівняно з кредитами під заставу багатоквартирних будинків, власниками яких є інвестори);
- випуск з метою рефінансування кредитів зі співвідношенням суми позики до вартості застави не більше 80%;
- емісія для рефінансування кредитів із широкою географією розподілу заставного майна;
- наявність страхування чи гарантії третіх осіб (щодо останнього виду кредитів становить інтерес рівень їхньої платоспроможності) [187, с. 83].

Таким чином, узагальнюючи зазначене вище, можна відмітити, що оцінку

ефективності використання фінансових інструментів на іпотечному ринку доцільно проводити відповідно до принципів інвестиційної привабливості, високоефективного використання, соціальної справедливості, публічності та прозорості, а також принципів, що випливають із об'єкта оцінки та забезпечують надійність захисту інвестора і принципів, пов'язаних з ринковим середовищем, а саме попитом і пропозицією, впливами конкуренції тощо. Крім того, в сучасних вітчизняних умовах найбільш адекватним є дохідний підхід до оцінювання ефективності використання фінансових інструментів на іпотечному ринку, який ґрунтується на методах капіталізації прибутку та дисконтування, тоді як у світовій практиці оцінку іпотечних цінних паперів найчастіше проводять із застосуванням моделі відсоткової ставки на основі коефіцієнта дисконтування і моделі визначення поведінки попереднього погашення іпотечної позики.

### **Висновки до розділу 1**

Розкриваючи теоретико-концептуальні засади фінансових інструментів на іпотечному ринку приходимо до таких висновків та узагальнень.

1. Перманентний розвиток економічних систем, зміна форм власності та соціально-виробничих і економіко-правових відносин у суспільстві зумовили виникнення іпотечного ринку як складного багатогранного динамічного явища. Визначено загальну модель іпотечного ринку й індикатори його розвитку у розрізі двох взаємопов'язаних складових – первинного (ринок іпотечного кредитування) і вторинного (ринок іпотечних цінних паперів), а саме кількісні та якісні, що дозволяє регулювати зазначений процес. Окреслено переваги та недоліки, властиві іпотечним кредитам, а також з'ясовано пріоритети надання зазначених кредитів універсальними банківськими установами.

2. На основі критичного студіювання наукової літератури запропоновано трактувати ринок іпотечних цінних паперів як систему економічних відносин між учасниками угод щодо купівлі-продажу фінансових інструментів

іпотечного ринку з метою забезпечення руху іпотечного капіталу від моменту видачі іпотечного кредиту до погашення іпотечних цінних паперів, випущених на основі сформованого пулу іпотечних активів. Тобто, він забезпечує необхідний ресурсний потенціал для економіки країни та є важливим елементом її фінансово-кредитної системи.

3. Доведено, що важливу роль у забезпеченні формування та функціонування іпотечного кредитування в економічних системах ринкового типу відіграє держава як пріоритетний регулятор усіх сфер життєдіяльності суспільства. Розроблено напрями державного регулювання іпотеки (політичний, правовий, економічний, соціальний, інституційний, організаційний та науковий).

4. Встановлено невіддільно-послідовний зв'язок між фінансовими послугами, фінансовими операціями та фінансовими інструментами. Доведено, що надання фінансових послуг здійснюється одночасно із використанням фінансових інструментів через здійснення фінансових операцій. З'ясовано зростаючу роль фінансових інструментів серед джерел залучення капіталу в іпотеку. Така тенденція є закономірною, оскільки в руках інвесторів акумулюється основний обсяг вільних коштів. Визначено специфічні ознаки та відмінні риси зазначених цінних паперів. Доведено, що фінансові інструменти варто розглядати в контексті їх функціонального призначення.

5. Вкладення вільних коштів у різноманітні об'єкти фінансового інвестування пов'язане із ризиками. З'ясовано, що виникнення ризиків операцій із фінансовими інструментами має перманентний характер. Запропоновано зовнішні (страхування, гарантування і розподіл ризиків між великою кількістю осіб) та внутрішні (диверсифікація, хеджування, лімітування, спеціальні механізми торгівлі та укладання угод, одержання додаткової інформації, управління активами та зобов'язаннями) способи мінімізації ризиків інвестицій.

6. Виокремлено принципи оцінки фінансових інструментів іпотечного ринку: принцип інвестиційної привабливості; принцип вискоєфективного використання; принципи, що впливають із об'єкта оцінки; принципи,

пов'язані з ринковим середовищем; принцип соціальної справедливості; принцип публічності та прозорості. За результатами комплексного вивчення особливостей оцінки ефективності використання фінансових інструментів іпотечного ринку з'ясовано, що в сучасних умовах господарювання дохідний підхід є найадекватнішим для визначення тих показників, на основі яких здійснюють вибір об'єктів інвестування.

Основні положення цього розділу опубліковані у наукових працях [104; 109; 114; 115; 116; 117].

## Розділ 2

### ПРАКТИКА ВИКОРИСТАННЯ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ НА ІПОТЕЧНОМУ РИНКУ УКРАЇНИ

#### 2.1. Функціонування та тенденції розвитку іпотечного ринку у контексті зміни макроекономічної ситуації в Україні

Розвиток економічних систем нерозривно пов'язаний із використанням іпотеки, яка є джерелом довготермінових фінансових ресурсів і дає змогу розв'язувати важливі соціально-економічні проблеми. При цьому її становлення та подальше функціонування визначаються змінами макроекономічної ситуації у країні.

Дослідження динаміки показників соціально-економічного розвитку України від моменту проголошення державної незалежності (1991 р.) до 2010 р. дає можливість виокремити такі його етапи: 1991–1995 рр. – глибока економічна рецесія; 1996–1999 рр. – період макроекономічної та фінансової стабілізації; із 2000 р. до середини 2008 р. – соціально-економічне й виробниче зростання; кінець 2008 р. і донині – фінансово-економічна криза та пошук шляхів виходу з неї (додаток Е).

Перший етап розвитку України як незалежної держави характеризується безсистемністю та непродуманістю економічних реформ. Зокрема, суттєва невідповідність дохідної та видаткової частин Державного бюджету України спричинила збільшення державного боргу та втрату частини валютних резервів [99, с. 31]. Гіперінфляція зумовила зростання індексу споживчих цін із 390,0% у 1991 р. до 10256,0% у 1993 р., а падіння обсягу виробництва промислової продукції – зменшення обсягу інвестування основного капіталу.

Введення у 1996 р. національної грошової одиниці (гривні), зростання номінального валового внутрішнього продукту, збільшення обсягів виробництва та зниження індексу споживчих цін характеризують початок другого етапу розвитку економіки. Однак, поряд із позитивними зрушеннями



відбувалося підвищення рівня офіційно зареєстрованого безробіття із 1,3% у 1996 р. до 4,3% у 1999 р., подальше скорочення інвестицій в основний капітал і посилення розшарування населення в контексті зростання бідності.

Починаючи із 1999 р., в Україні активізувалась інвестиційна діяльність, покращилися показники, які характеризують економічну ситуацію в державі, що засвідчило її вихід з глибокої трансформаційної кризи. В 2000 р. зафіксовано зростання валового внутрішнього продукту на 5,9% та скорочення рівня безробіття на 0,1%. У свою чергу, збільшилися обсяги виробництва промислової продукції, продукції сільського господарства та роздрібного товарообороту, покращилося фінансове становище населення. Відповідно, це можна вважати початком третього етапу економічного розвитку України, хоч і він супроводжувався низкою проблем: зростанням індексу споживчих цін; інфляцією; політичною нестабільністю; зниженням реальних доходів домогосподарств.

Поряд із зрушеннями в реальному секторі економіки відбулися певні позитивні зміни у фінансово-банківській системі. Активізувався внутрішній ринок кредитування, спрямований на власного користувача (табл. 2.1). Так, упродовж 2000–2009 рр. кредитний портфель банківських установ України щороку зростав у 1,5 рази і загалом протягом досліджуваного періоду збільшився на 703,7 млрд. грн. Відслідковувалась тенденція до зниження питомої ваги кредитування поточної діяльності з 94,4% у 2000 р. до 70,6% у 2009 р. При цьому обсяг кредитів, спрямованих в інвестиційну діяльність збільшився із 5,6% у 2000 р. до 29,4% у 2009 р.

Однак, світова криза ліквідності, яка охопила більшість економічних систем, зумовила скорочення активної політики національних комерційних банків і зменшення обсягів кредитів у поточну, інвестиційну діяльність та на розвиток іпотечного кредитування. Разом із тим, упродовж згаданого періоду спостерігалось посилення попиту на кредити у суб'єктів господарювання та коливання його з боку фізичних осіб.

Таблиця 2.1

**Цільове спрямування кредитів,  
наданих банками України за період 2000–2009 рр.\***

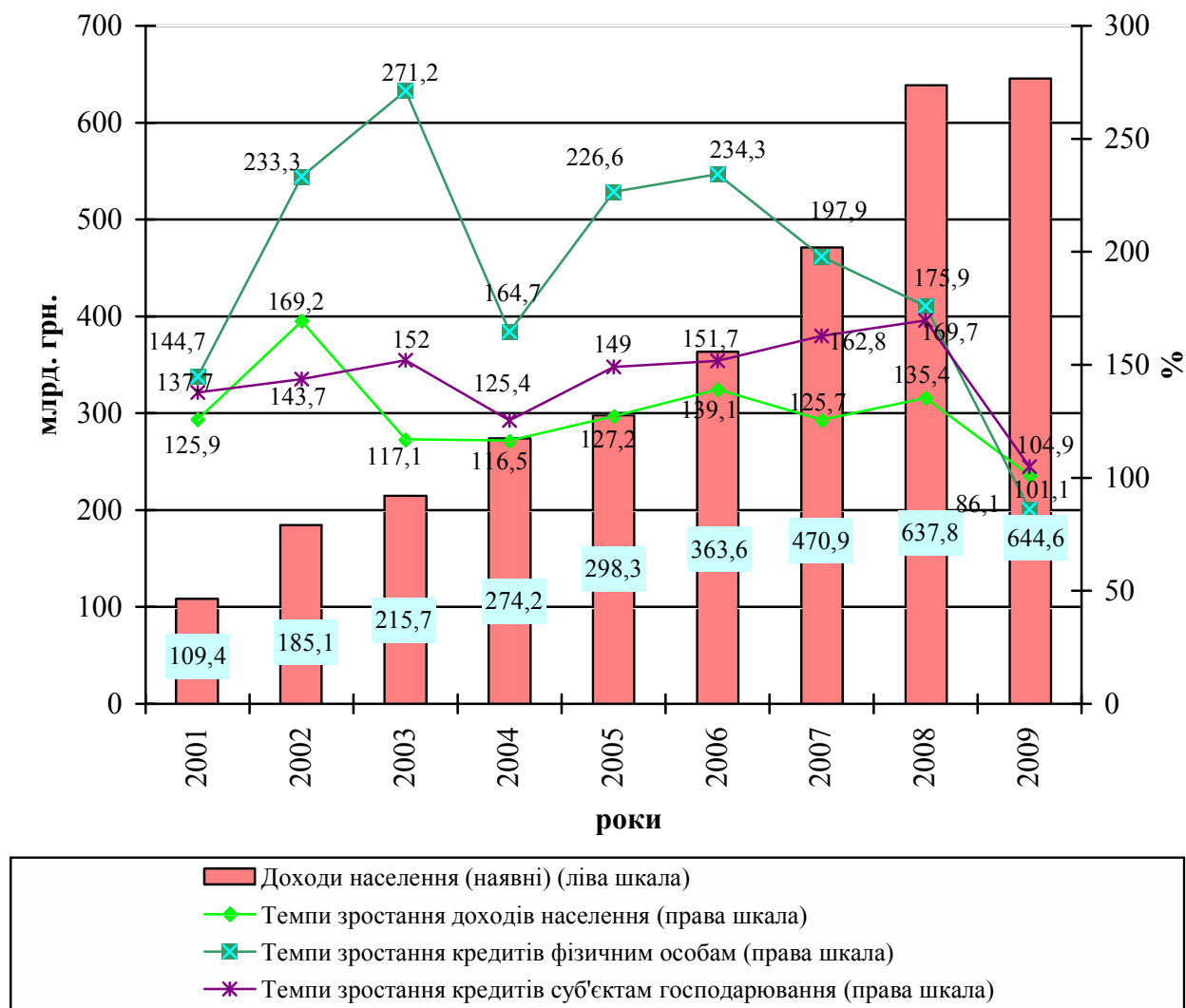
(на кінець періоду)

Показники	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Загальний обсяг кредитів, млрд. грн.	19,6	28,4	42,0	67,8	88,6	143,4	245,2	426,9	734,0	723,3
<i>у т. ч.:</i>										
у поточну діяльність, млрд. грн.	18,5	27,0	39,6	63,4	80,4	121,0	195,3	332,2	547,9	510,9
питома вага в загальному обсязі, %	94,4	95,1	94,3	93,6	90,7	84,4	79,6	77,8	74,6	70,6
в інвестиційну діяльність, млрд. грн.	1,1	1,4	2,4	4,4	8,2	22,4	49,9	94,7	186,1	212,4
питома вага в загальному обсязі, %	5,6	4,9	5,7	6,4	9,3	15,6	20,4	22,2	25,4	29,4
<i>у т. ч.:</i> іпотечні кредити, млрд. грн.	–	1,3	2,4	3,7	5,2	10,4	27,0	51,9	81,4	104,8

\* Складено автором на основі [5; 22, с. 96, 103–104; 23, с. 113–132].

Зокрема, в абсолютних показниках доходи населення України у 2001 р. становили 109,4 млрд. грн., а у 2009 р. досягли майже 644,6 млрд. грн. [23, с. 114–132].

Позитивна динаміка цього показника спричинена збільшенням розмірів мінімальної заробітної плати, пенсій, соціальних виплат і допомог, що позитивно позначилося на посиленні попиту на кредитні ресурси.



**Рис. 2.1. Динаміка доходів населення та темпи зростання кредитів, наданих фізичним особам і суб'єктам господарювання України у 2001–2009 рр.\***

\* Розроблено автором на основі [22, с. 51, 87–89; 23, с. 114–132].

Як видно з рис. 2.1, темпи зростання доходів населення не завжди відповідають збільшенню обсягів кредитування. Зокрема, упродовж 2001–2008 рр. темпи зростання кредитів для фізичних осіб випереджали темпи підвищення доходів населення. При цьому в 2003 р. темпи підвищення реальних доходів населення зменшилися на 52,1%, натомість темпи зростання обсягів кредитів для фізичних осіб збільшилися на 37,9%. І, навпаки, – у 2008 р. відбулося збільшення першого показника на 9,7%, у той час як другий показник знизився на 22,0%.

Щодо темпів зростання обсягів кредитування суб'єктів господарювання, то їх динаміка відповідає темпам підвищення доходів населення: збільшення таких доходів приводить до зростання можливості кредитування юридичних осіб.

Посилення інфляційних процесів у країні в останні роки призвели до зниження реальної заробітної плати населення, падіння курсу національної грошової одиниці, переважання формування депозитів банківських установ у іноземній валюті. Як наслідок, відбулися деструктивні зміни в економіці, котрі були ще більше посилені політичною нестабільністю та поглиблені економічною кризою 2008 р., яка зумовила зменшення обсягів кредитування, зростання кредитних ставок, збільшення кількості проблемних кредитів. Так, за станом на 01.01.2010 р. у структурі кредитного портфеля банків України значно збільшилася частка проблемних кредитів (у 3,88 рази) [8]. В абсолютних показниках найбільше зростання згаданих кредитів відбулося протягом 2006–2009 рр. – із 4,5 до 69,9 млрд. грн. Подібні прояви кризи ліквідності банківського сектора спостерігаються і в інших країнах. Зокрема, у США обсяги проблемних активів на банківських балансах сягають 2 трлн. дол. США, в Іспанії – 4,5 млрд. євро, у Росії – 70 млрд. дол. США. У Німеччині обсяги „токсичних” цінних паперів становлять 230 млрд. євро. За прогнозами фахівців, загалом за наслідками рецесії в 2010 р. сума неповернутих кредитів досягне 170 млрд. євро [11, с. 19–22].

Непродуманість заходів щодо ліквідації наслідків кризи зумовила поглиблення недовіри населення до національної фінансово-кредитної системи та масове закриття депозитних рахунків. Відтак, перед Україною постало питання пошуку нової стратегії і доктрини соціально-економічного поступу.

Періодизація процесів розвитку національної економіки та фінансово-банківської системи на макрорівні дає змогу виділити загальні ознаки та закономірності розвитку іпотечного ринку України, як невід'ємної складової економічної системи. Зокрема, вважаємо за доцільне виокремити такі періоди формування механізму іпотечного кредитування:

1) перший (1991–1999 рр.) – становлення іпотеки (виникнення і становлення банківських установ, як основних операторів іпотечного ринку; прискорення темпів капіталізації банківської системи за рахунок інфляційного прибутку; лібералізація грошово-кредитної політики Національного банку України; введення національної грошової одиниці; депресивність іпотечного ринку, операції на якому пов'язані з заставою; неефективність вкладення вільних коштів на тривалий період);

2) другий (2000–2004 рр.) – активізація первинного іпотечного ринку (формування правового поля у сфері іпотеки, зокрема, із прийняттям нового Земельного кодексу від 25.10.2001 р. за № 2768–III і Закону України „Про іпотеку” від 5.06.2003 р. за № 898–IV було забезпечено розширення об'єктів іпотеки, узгоджено правову сторону її різновидів, визначено пріоритетні права та вимоги іпотечного кредитора на нерухоме майно, що перебуває у заставі, і, щонайважливіше, запроваджено нові фінансові інструменти на іпотечному ринку (іпотечні облігації та іпотечні сертифікати). Відтак, закладено основу формування дворівневої моделі іпотечного кредитування. У свою чергу, прийнята Концепція створення національної системи іпотечного кредитування сприяла формуванню ефективних ринкових механізмів залучення довготермінових фінансових ресурсів у фінансово-кредитну сферу і забезпеченню функціонування на цій основі ринку довготермінового іпотечного кредитування із застосуванням сучасної ринкової інфраструктури та фінансових інструментів.

Зроблено перші спроби випуску іпотечних облігацій. Разом із тим, проявилася низка проблем, що стримували розвиток іпотечного ринку України: недостатня капіталізація банківських установ; відсутність загальноприйнятих стандартів іпотечного кредитування та передумов для реструктуризації існуючої однорівневої моделі іпотечного ринку; недостатня розвиненість інфраструктури зазначеного ринку (відсутність кредитних бюро й реєстраторів прав власності й обмежень); не розроблено систему оцінки нерухомого майна; обмежене коло учасників ринку фінансових послуг; політична нестабільність);

3) третій (розпочався 2005 р. і триває донині) – формування вторинного іпотечного ринку (подальше вдосконалення нормативно-правового поля щодо іпотечного кредитування; створення установи другого рівня – Державної іпотечної установи, на котру покладено функцію рефінансування іпотечних кредитів, і Міжнародного іпотечного банку в Україні; введення у банківську звітність поняття „іпотечний кредит”, яке ґрунтується на належному законодавчому регулюванні та стандартах надання; формування умов і перехід на дворівневу модель іпотечного ринку з широким використанням іпотечних облігацій. Як наслідок, перманентно зростає іпотечний кредитний портфель банків України (див. табл. 2.1).

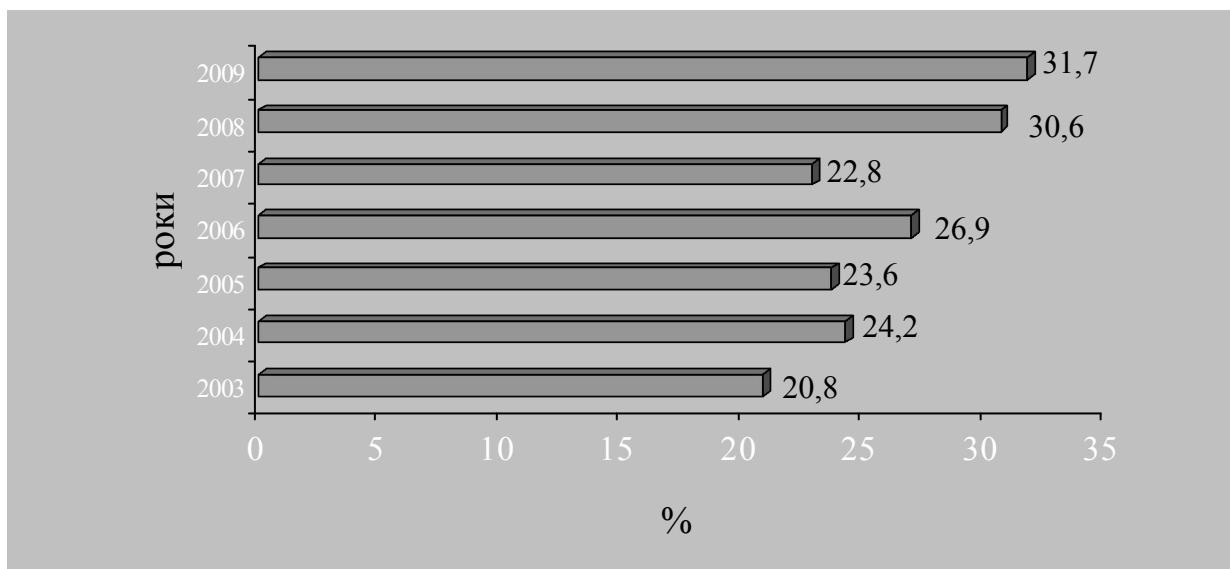
Зокрема, динаміка обсягу виданих іпотечних кредитів упродовж 2001–2009 рр. є зростаючою. У 2009 р. зазначений показник досягнув 104,8 млн. грн., що свідчить про стійке нарощування іпотечного кредитного портфеля вітчизняними банками. При цьому незначною була частка іпотечних кредитів, виданих у національній валюті. У 2005 р. їхня питома вага в загальній сумі кредитів, забезпечених іпотекою, досягла 25,6%, а наступного року зменшилася до 18,4%. Зростання згаданого показника у 2007 р. до 21,9% зумовлено незначним зниженням відсоткових ставок у гривні й активізацією діяльності Державної іпотечної установи [22, с. 87–89].

З початку II кварталу 2006 р. ставка рефінансування за умов, що іпотечний актив придбає Державна іпотечна установа, становила 10,9% річних, а вже в другому півріччі 2006 р. – 9,9% річних за рахунок зниження облікової ставки Національного банку України з 8,5% до 8,0%. Окрім того, від банківських установ, які підлягали рефінансуванню, вимагалось дотримання переліку стандартів – Вимог до іпотечних кредитів, що затвердила рада Державної іпотечної установи. Щодо іпотечних кредитів у іноземній валюті, то їх обсяг мав тенденцію до зростання. На кінець 2005 р. частка таких кредитів у загальній сумі становила 74,4%, а у 2009 р. зросла до 78,3% [5].

Окреслена диспропорція між валютами кредитування пов'язана з відмінністю у кредитних ставках, що спонукає внутрішніх позичальників

надавати перевагу кредитуванню за нижчими ставками в іноземній валюті. При цьому спостерігається превалювання кредитів, наданих у доларах США.

Незважаючи на те, що загальний рівень доларизації економіки України, розрахований за методикою Міжнародного валютного фонду, до 2008 р. був помірним (не перевищував 30%), він усе-таки викликає занепокоєння, оскільки у 2009 р. переступив допустиму норму (рис. 2.2).



**Рис. 2.2. Рівень доларизації економіки України у 2003–2009 рр.\***

\* Розроблено автором на основі [36, с. 20; 184].

Як свідчить практика, обіг іноземної валюти відіграє важливу економічну та політичну роль, тому тенденція до зростання його обсягів підриває національні інтереси країни, сприяє незаконному відпливу капіталу за кордон, призводить до втрати інвестиційного потенціалу, збіднює суспільство й державу, штучно знецінює і деформує структуру грошового обігу [36, с. 16].

Залежність економіки України від коливання курсу іноземних валют сповна проявилася під час фінансової кризи, наслідками якої стали спад курсу національної грошової одиниці, вилучення з обігу іноземної валюти, зниження рівня платоспроможності населення, зростання цін, а також згорання обсягів кредитування населення. Як наслідок, іпотечний ринок України впродовж I півріччя 2008 р. зазнав впливу несприятливих явищ, що спостерігалися в економіці країни, валютно-фінансовій сфері та на ринку нерухомості. Це

зумовило сповільнення темпів зростання, підвищення відсоткових ставок за кредитами, збільшення обсягу проблемних іпотечних кредитів із 874 млн. грн. у жовтні 2008 р. до 7218 млн. грн. у квітні 2010 р. [5] й згорання іпотечних програм. У II кварталі 2008 р. номінальні відсоткові ставки зросли на 4,1% у гривні, на 0,7% – у дол. США і на 0,95% – в євро. З червня 2008 р. Державна іпотечна установа проводить рефінансування банківських установ за ставкою 13,5% річних. Недовіру населення до банківської системи посилила заборона Національного банку України достроково видавати депозити і замороження видачі іпотечних кредитів.

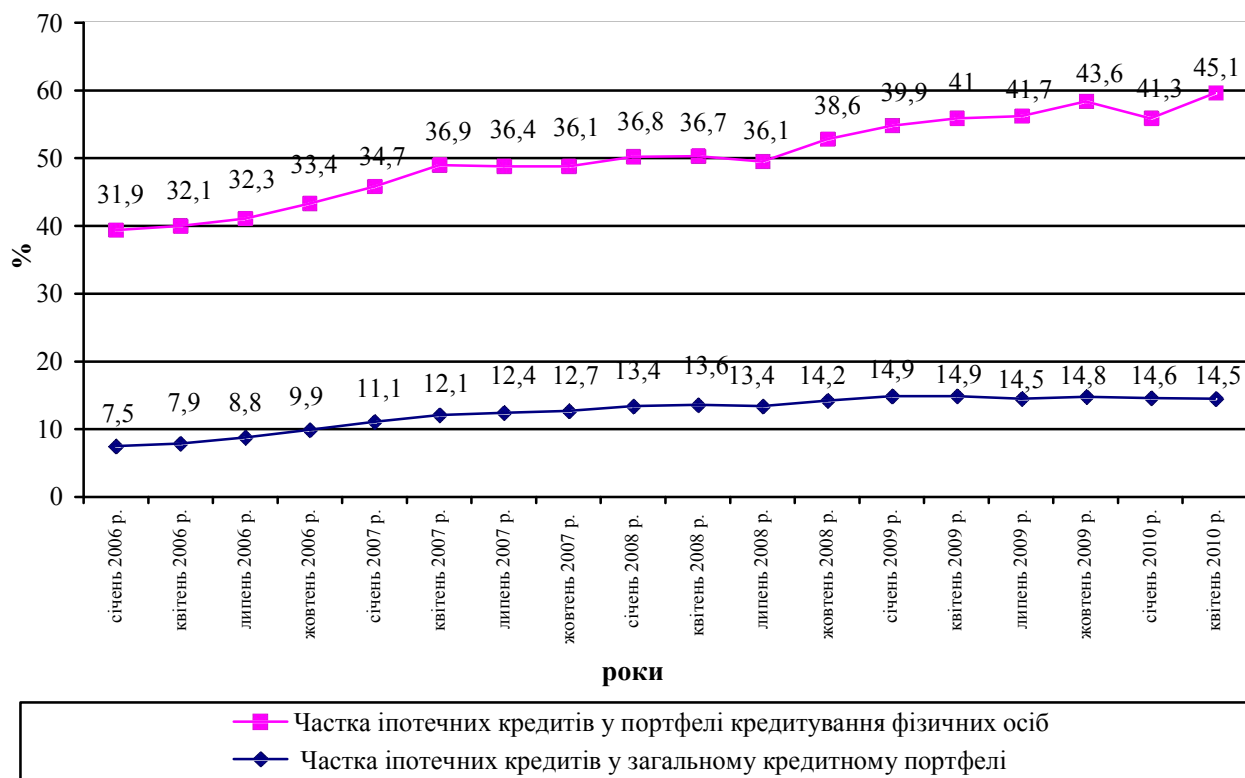
Наступне негативне явище у динаміці макроекономічної ситуації в Україні у вигляді різкої зміни валютного курсу (зниження курсу гривні щодо долара США майже на 60%) призвело до стагнації іпотечного ринку, а згідно з Постановою Національного банку України „Про додаткові заходи щодо діяльності банків” від 11.10.2008 р. за № 319 банки повністю припинили видачу кредитів. Зокрема, в Україні за станом на 01.01.2009 р. іпотечні кредити надавали 90 банків, за станом на 01.01.2010 р. – 7 банків, а за станом на 01.04.2010 р. – 16, а саме: ПАТ АКБ „Аркада”, АТ БМ Банк, Державний ощадний банк України, ПАТ „Державний експортно-імпорتنний банк України”, ПАТ КБ Приватбанк, АТ „Піреус Банк МКБ”, ПАТ БТА Банк, ПАТ Індекс Банк, ПАТ Кредитпромбанк, ПАТ Кредобанк, ПАТ АБ Укргазбанк, ПАТ Укрсиббанк, ПАТ Укрсоцбанк, ПАТ Банк Форум, ПАТ Фольксбанк і Universal Bank.

У 2009 р. порівняно з 2008 р. середні розміри заборгованості за одним іпотечним кредитом на балансах банків зросли на 38,6 тис. грн. на купівлю житла і склали 288,8 тис. грн., на споживчі потреби під заставу житла – на 2,5 тис. грн. і дорівнювали 171,2 тис. грн., на будівництво житла під заставу незавершеного будівництва – на 129,1 тис. грн. і становили 454,2 тис. грн., на комерційні потреби під заставу житла – на 84 тис. грн. і досягли 720 тис. грн., тоді як зменшилися на рефінансування на 51,1 тис. грн. (із 321,7 тис. грн. у 2009 р. до 270,6 тис. грн. у 2008 р.) і на купівлю земельної ділянки на



6,9 тис. грн. (із 628,3 тис. грн. у 2009 р. до 621,4 тис. грн. у 2008 р.) [184].

Динаміка питомої ваги іпотечного кредитного портфеля у портфелі кредитування фізичних осіб і в загальному кредитному портфелі комерційних банківських установ у 2006–2010 рр. відображена на рис. 2.3.



**Рис. 2.3. Частка іпотечного кредитного портфеля у портфелі кредитування фізичних осіб і в загальному кредитному портфелі банків України в 2006–I кварталі 2010 рр.\***

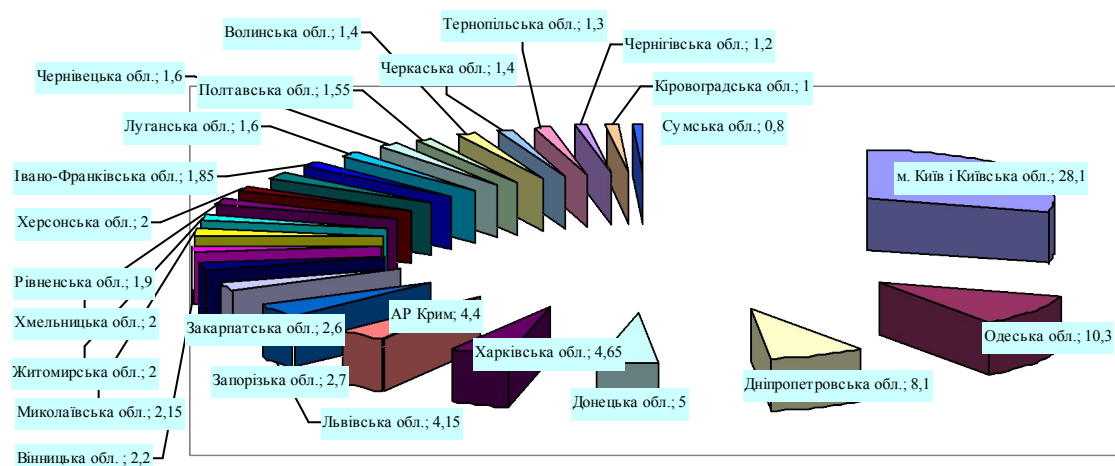
\* Розроблено автором на основі [5; 149; 184].

За територіальним розподілом іпотечний ринок України залишається висококонцентрованим. Понад 70% іпотечних кредитів припадає на 10 найбільших регіонів країни. Лідируючі позиції займають Київ і Київська область, Дніпропетровська, Харківська, Донецька та Одеська області (рис. 2.4).

ТОП-5 регіонів охоплює 59,4% обсягу іпотечних кредитів, а ТОП-10 відповідно – 75,6% загального іпотечного портфеля банків за станом на 01.10.2010 р., а вже у I кварталі 2010 р. зазначені показники зросли до 62% і

77% відповідно [5]. Внутрішню структуру іпотечного портфеля відповідного регіону за обсягами виданих кредитів подано у додатку Ж.

Подібною є ситуація з видачею іпотечних кредитів за програмою Державної іпотечної установи, обсяг рефінансування банківських установ якою у січні 2009 р. досягнув 2280 млн. грн. (зріс удвічі порівняно з 2008 р.).



**Рис. 2.4. Територіальна структура іпотечного портфеля банків України у 2009 р.\***

\* Розроблено автором на основі [5].

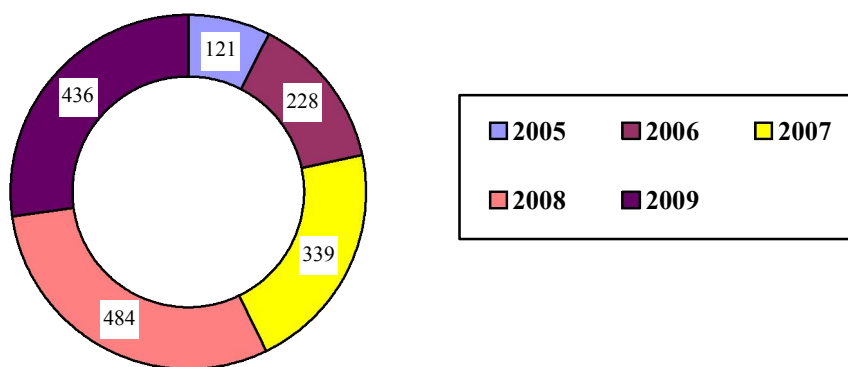
Найбільша частка вказаних іпотечних кредитів припадає на три області – Донецьку (14%), Дніпропетровську і Полтавську (по 9% відповідно) та столицю (12%). Решту кредитів було спрямовано в інші регіони країни (56%) [149; 184].

Незважаючи на те, що в Україні з кожним роком з'являється все більше діючих банків (у 2000 р. їх налічувалось 154, а вже на кінець 2009 р. – 179), у сфері іпотечного кредитування задіяні менше третини з них. Основними операторами відповідного ринку в 2001–2005 рр. були Державний ощадний банк України, Державний експортно-імпорتنний банк України, ПАТ КБ Приватбанк, ПАТ КБ Правексбанк, ПАТ Райффайзен Банк Аваль та ПАТ Укрсоцбанк. Утім, із приходом у національну банківську систему іноземного капіталу відбулися суттєві зміни серед операторів іпотечного ринку.

Зокрема, впродовж 2006 р. та першої половини 2008 р. незмінними лідерами залишались ПАТ Укрсиббанк, частка якого на вказаному ринку становила 18,04%, ПАТ Укрсоцбанк – 12,92%, АТ ОТП Банк – 11,86%, ПАТ Райффайзен Банк Аваль – 10,69% та ПАТ КБ Приватбанк – 6,6%. При цьому лише АТ ОТП Банк зумів зміцнити свої позиції на іпотечному ринку ще на 0,2%, а решту – зазнали втрати його частини. Загальна частка ТОП-5 банків-лідерів становила 56,6%. На ТОП-10 банків-лідерів припадало 76,4% загального іпотечного портфеля банків України.

На початок 2009 р. ситуація змінилася несуттєво. До п'яти найбільших банків за обсягами іпотечного кредитування належали: ПАТ Укрсиббанк із часткою на ринку 18%, ПАТ Райффайзен Банк Аваль – 11,9%, ПАТ Укрсоцбанк – 11,7%, АТ ОТП Банк – 11,4%, і ВАТ КБ Надра Банк – 6,9%. На ТОП-10 банків-лідерів припадало 78,3% загального іпотечного портфеля банків [149; 184]. Станом на 01.04.2010 р. склад основних операторів іпотечного ринку не змінився. Їх сукупна частка становила 60%, а на ТОП-10 припадало 78,45% [5].

Попри незначне коригування основного складу операторів іпотечного ринку України кількість активних іпотечних договорів збільшується (рис. 2.5).



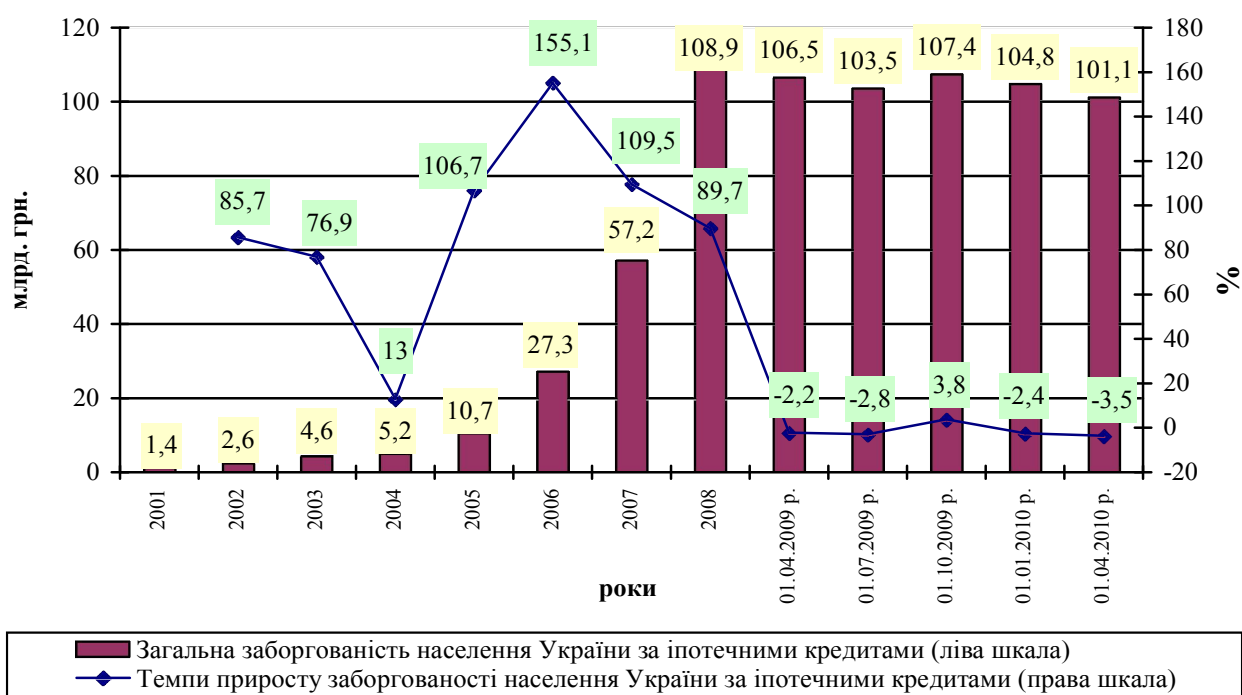
**Рис. 2.5. Кількість активних іпотечних договорів у 2005–2009 рр., тис. од.\***

\* Розроблено автором на основі [5; 149; 184].

Упродовж 2005–2008 рр. кількість активних іпотечних договорів зростає у 4 рази. Щорічні темпи приросту становили 88,4% у 2006 р., 48,7% у 2007 р.,

46,9% у 2008 р., тоді як кількість таких угод у 2009 р. зменшилася на 47584 кредити. Крім того, приріст кількості іпотечних кредитів у відносному вимірі зменшився із -0,8% у січні 2008 р. до -3,1% у січні 2009 р., а у квітні 2010 р. зріс до -1,3%. Варто відзначити, що укладання будь-якого іпотечного договору супроводжується його страхуванням від ризиків пошкодження, руйнування чи псування нерухомого майна. Вигодонабувачем у цьому випадку є держатель іпотеки, тобто кредитор, а страховий поліс засвідчує і гарантує забезпечення кредиту, що надала банківська установа.

Відповідно до вищевикладеного, можна констатувати, що до 2008 р. вітчизняний іпотечний ринок активно розвивався (рис. 2.6).



**Рис. 2.6. Динаміка загальної заборгованості населення за іпотечними кредитами в Україні.\***

\* Розроблено автором на основі [5; 149; 184; 230].

Найбільше нарощення загального іпотечного портфеля України відбулося в 2002 та 2006 роках. Упродовж 2003–2004 рр. і 2007–2010 рр. його розвиток стримувався через негативні тенденції на ринку нерухомості та в економіці загалом.

Розвиваючи зазначене положення, зауважимо, що розвиток ринку нерухомості відбувається циклічно у розрізі фаз, до яких відносимо: відновлення, активне зростання, наповнення ринку та надлишок пропозиції, а також спад.

Становлення і подальше формування національного ринку нерухомості відповідає зазначеним нижче циклам його функціонування, а саме: 1991–1998 рр. – активізація операцій на ринку нерухомості України та поступове зростання цін на неї; 1999–2007 рр. – насичення ринку та виникнення надлишкової пропозиції; 2008 р. і донині – падіння цін на нерухомість, призупинення будівництва у країні, відсутність у населення можливостей житлового кредитування. Як наслідок, дослідження циклічності та можливість передбачення негативних тенденцій у розвитку ринку нерухомості сприятимуть уникненню деструктивних змін в економіці.

Індекс якості (рівня розвитку) іпотечного ринку для групи країн, що розвиваються, до яких належить Україна, визначають за формулою:

$$RE_i = GDP_i \cdot 0,45 \left( \frac{GDH_i}{20000} \right)^{\frac{1}{3}}, \quad (2.1)$$

де  $RE_i$  – вартість іпотечних трансакцій країни, у дол. США;

$GDP_i$  – валовий внутрішній продукт, у дол. США;

$GDH_i$  – валовий внутрішній продукт на душу населення, у дол. США [192, с. 807].

Для розвинутих країн згаданий показник розраховують за формулою:

$$RE_i = GDP_i \cdot 0,45. \quad (2.2)$$

Параметри обрахунку рівня розвитку іпотечного ринку розвинутих країн та країн, що розвиваються, за формулами (2.1) і (2.2) відображено в табл. 2.2.

За даними табл. 2.2, можна відслідкувати структуру світового іпотечного ринку, в якому найбільшу питому вагу займає ринок іпотечного кредитування США – понад 6,4 трлн. дол. США. Друге місце займає Японія (2 трлн. дол. США).

Таблиця 2.2

## Індекс якості іпотечного ринку окремих країн у 2008 р.\*

№ з/п	Назва країни	Обсяг валового внутрішнього продукту, млн. дол. США	Обсяг валового внутрішнього продукту на душу населення, млн. дол. США	Вартість іпотечних трансакцій, $RE_i$
1	2	3	4	5
<i>для розвинутих країн</i>				
1.	США	14264600,0	–	6419070,0
2.	Японія	4354368,0	–	1959466,0
3.	Німеччина	2910490,0	–	1309721,0
4.	Велика Британія	2230549,0	–	1003747,0
5.	Франція	2130383,0	–	958672,4
6.	Італія	1814557,0	–	816550,65
<i>для країн, що розвиваються</i>				
1.	Польща	666052,0	17,560	28700,24
2.	Румунія	270330,0	12,698	10455,43
3.	Чехія	262169,0	25,755	12835,25
4.	Угорщина	196074,0	19,830	8798,259
5.	Словаччина	119268,0	22,242	5560,55
6.	Білорусія	118875,0	12,344	4554,545
7.	Болгарія	93569,0	12,372	3587,686
<b>8.</b>	<b>Україна</b>	<b>336851,0</b>	<b>7,634</b>	<b>10995,74</b>

\* Складено автором на основі [259].

Обсяг іпотечних трансакцій Німеччини становить 1,3 трлн. дол. США, а Великобританії – 1,0 трлн. дол. США. Відповідний показник України займає мізерну питому вагу у загальних трансакціях світового іпотечного ринку – майже 11 млрд. дол. США, тобто значно поступається розвинутих країнам. Це зумовлено низкою чинників, які зумовлюють стагнацію національного іпотечного кредитування, а саме: валютизацією іпотечного ринку; високими відсотковими ставками за іпотечними кредитами, що унеможлиблює масову активність населення у сфері

іпотеки; недовірою до національної банківської системи; низькою активністю Державної іпотечної установи в контексті рефінансування згаданих кредитів; несформованістю інфраструктури вказаного ринку; високими ризиковістю іпотечних програм і рівнем інфляції; низькою капіталізацією інституційних інвесторів та обмеженістю довготермінових і відносно дешевих джерел фінансування іпотечного кредитування. Підтвердженням цього слугує зростання питомої ваги проблемних іпотечних кредитів у 2009 р. (3,1% від загального обсягу вказаних кредитів).

З метою зміцнення банківської системи України та підвищення рівня її ліквідності доцільно забезпечити: реформування фінансового сектора країни та усунення його проциклічності; санацію й обмежену державну підтримку слабких банків, оскільки це може викликати втрату ліквідності державних цінних паперів; стимулювання сильних фінансово-банківських установ; процес амортизації кредитних боргів, капіталізацію та реструктуризацію банків; державну гарантію щодо боргових зобов'язань згаданих установ; формування належних банківських резервів з метою антициклічного регулювання капіталу; макропруденційне регулювання та нагляд за банківськими операціями і рейтинговими агенствами; підвищення вимог щодо ліквідності банківських активів; при модернізації системи регулювання доцільно сприяти сек'юритизації іпотечних активів банків.

Заслуговує першочергової уваги той факт, що відносини, котрі пов'язані з іпотекою, передбачають отримання доходу (дохідна іпотека) чи соціального ефекту (житлова іпотека) [61, с. 53].

У економіці нашої країни ринок житла займає одне з провідних місць і є одним із найрозвинутіших сегментів ринку нерухомості. Статтею 47 Конституції України гарантовано право громадянина придбати чи побудувати житло [88]. Упродовж останніх років більшість населення намагається розв'язати житлову проблему і дедалі частіше використовує іпотечне житлове кредитування. Зростання попиту на вказані кредити спричинене збільшенням платоспроможності покупців.

Незважаючи на те, що в Україні житло доступне за критерієм платоспроможності лише для середнього і багатого прошарку суспільства, найактивніше процеси відбуваються саме у цьому секторі ринку нерухомості. На думку К. Борисюк, такий динамічний розвиток ринкових процесів щодо житлової нерухомості пояснюється високим рангом житла в ієрархії людських потреб і значним потенційним попитом, який накопичувався протягом останніх десятиліть [17, с. 47]. Окрім того, в Україні реалізуються такі програми уряду, що спрямовані на розв'язання соціальної проблеми житлового забезпечення окремих категорій населення:

- Державна програма забезпечення молоді житлом на 2002–2012 рр.;
- комплексна програма забезпечення житлом військовослужбовців, осіб рядового і командного складу органів внутрішніх справ, кримінально-виконавчої системи, службових осіб митних органів та членів їх сімей: військовослужбовців, звільнених у запас або у відставку; громадян, які постраждали внаслідок Чорнобильської катастрофи; суддів; інвалідів із вадами слуху та зору; розселення або облаштування депортованих кримських татар і осіб інших національностей, які повернулися на проживання в Україну; вчених Національної академії наук України;
- програма „Власний дім”, тобто державне пільгове довготермінове кредитування індивідуальних сільських забудовників;
- надання державним службовцям, які відповідно до законодавства потребують поліпшення житлових умов, безвідсоткового кредиту для житлового будівництва або придбання квартир чи індивідуальних житлових будинків [228, с. 12].

Програми бюджетного фінансування іпотечного кредитування молоді передбачають щорічне виділення з бюджетів різних рівнів певного обсягу коштів з метою спрямування їх на отримання пільгових кредитів (табл. 2.3).

Відповідно до умов іпотечного договору, згадані бюджетні ресурси покривають відсотки за кредитом банківській установі-кредиторові, а основну суму боргу погашає позичальник.



Таблиця 2.3

**Бюджетне фінансування національних програм  
іпотечного кредитування молоді у 1998–2010 рр.\***

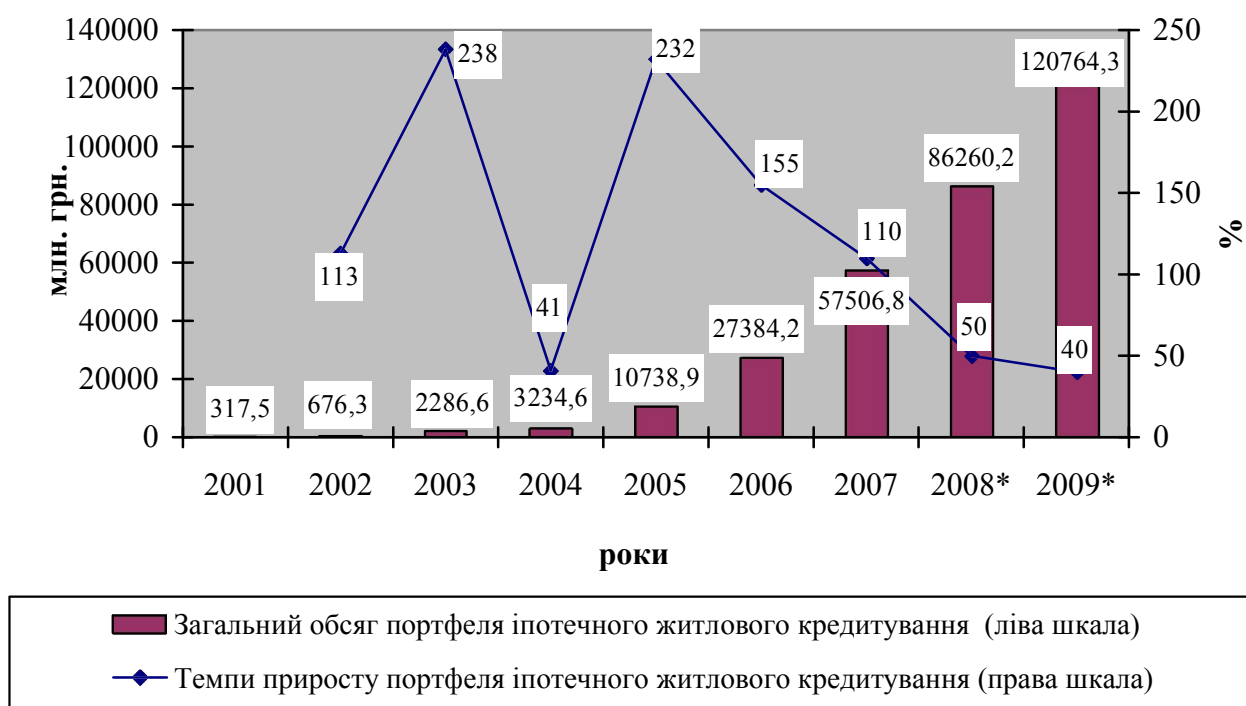
<b>Роки</b>	<b>Обсяг коштів, виділених із Державного бюджету України, млн. грн.</b>	<b>Обсяг коштів, виділених із місцевих бюджетів, млн. грн.</b>	<b>Кількість наданих кредитів, од.</b>	<b>Проінвестовано отримання житла, тис. кв. м</b>
<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>
1998	6,2	6,9	305,0	21,9
1999	5,6	10,9	348,0	27,9
2000	60,7	15,0	1421,0	93,2
2001	54,8	7,8	1063,0	69,1
2002	48,6	8,8	828,0	56,5
2003	69,4	17,7	1123,0	78,7
2004	122,7	19,6	1601,0	113,4
2005	110,6	20,8	1089,0	79,8
2006	91,0	34,0	646,0	45,6
2007	94,3	51,5	632,0	44,9
2008	76,8	56,5	486,0	35,2
2009	0	34,2	127,0	9,3
2010	117,8 (план)	–	–	–

\* Складено автором на основі [54].

Для стимулювання цього процесу створено спеціальну державну організацію – Фонд сприяння молодіжному кредитуванню. Однак державні програми неспроможні розв'язати житлову проблему через колосальну чисельність тих, хто потребує житла, й обмеженість бюджетних ресурсів. Дані про житловий фонд України та кількість сімей і однаків, котрі перебували на квартирному обліку протягом 1990–2009 рр., відображено в додатку 3.

Тенденції, які спостерігаються на ринку житла України останніми роками, свідчать про його поступальний розвиток. Окрім того, збільшується площа введеного в експлуатацію житла і, відповідно, зростає кількість збудованих квартир (додаток II).

Так, якщо упродовж 1990–2000 рр. площа щорічно введеного в експлуатацію житла зменшилась утричі – з 17447 до 5558 тис. м<sup>2</sup>, то вже з 2001 р. намітилася тенденція до збільшення вказаного показника. Найпомітніше його зростання порівняно з попереднім роком відбулось у 2004 р. та 2007 р. (на 0,6 та 1,0 млн. м<sup>2</sup> відповідно). На 1 тис. осіб в Україні в останні роки припадало трохи більше 200 м<sup>2</sup> площі введеного в експлуатацію за рік житла, тоді як у 2000–2003 рр. цей показник становив у середньому 125 м<sup>2</sup>. Таке незначне поліпшення ситуації у житловій сфері неспроможне задовольнити попит, оскільки забезпеченість населення житлом становить 40% від рівня 1987 р. Саме тому громадяни дедалі частіше використовують іпотечне житлове кредитування (рис. 2.7).



**Рис. 2.7. Динаміка та темпи приросту обсягів іпотечного житлового кредитування в Україні у 2001–2009 рр. \*\***

\* Прогнозні дані.

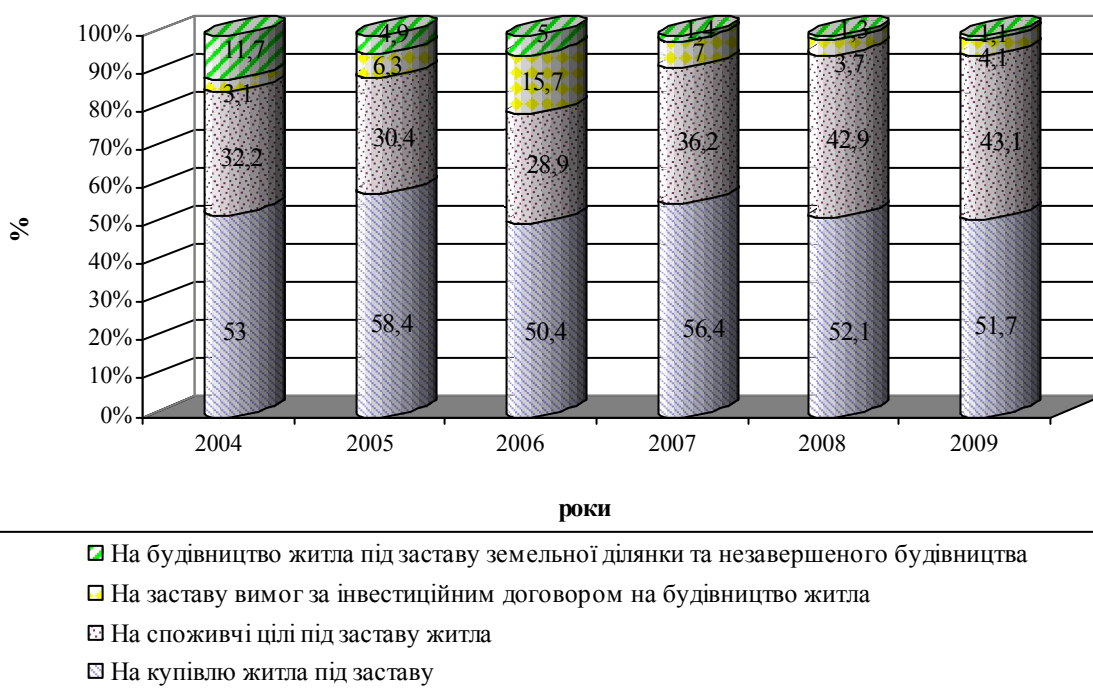
\*\* Розроблено автором на основі [149; 184; 230].

За даними рис. 2.7 можна відслідкувати, що у 2001–2003 рр. динамічно зростало іпотечне житлове кредитування населення, і в 2003 р. темпи приросту були максимальними (238%).

Втім, зростання цін на нерухомість призвело до стагнації житлового іпотечного кредитування. Як наслідок, темпи приросту в 2004 р. порівняно з попереднім роком становили тільки 41%. Подальше нарощування портфеля іпотечного житлового кредитування – результат поліпшення фінансового становища населення, зростання рівня його добробуту та стабілізації ринку нерухомого майна.

Незважаючи на те, що динаміка ринку іпотечного житлового кредитування за період 2005–2009 рр. є зростаючою, темпи приросту з кожним роком спадають. Причини цього – нестача довготермінових ресурсів у банківській системі України, надмірна валютизація ринку, проблеми із документарним підтвердженням реальності доходів населення, використання фіксованих відсоткових ставок.

Цільове спрямування іпотечних житлових кредитів (у % від загальної кількості) відображено на рис. 2.8.



**Рис. 2.8. Структура іпотечних житлових кредитів за цільовим призначенням в Україні у 2004–2009 рр. \***

\* Розроблено автором на основі [5; 149; 184; 230].

Найбільшу питому вагу в іпотечному кредитуванні займають кредити на придбання житла під заставу. У досліджуваному періоді їхня частка коливалася несуттєво від 58,4% у 2005 р. до 51,7% у 2009 р. Корпоративні взаємовідносини окремих банківських установ і компаній, які займаються будівництвом житла, стимулюють житлове іпотечне кредитування, оскільки перетворюють звичайну банківську операцію на форму кредитування безпосередніх інвесторів із забезпеченням права вимоги за інвестиційним договором. Після завершення будівництва воно стає забезпеченим житловою іпотекою. Тим не менше, питома вага таких кредитів поки що – незначна. Зростання відбувалося до 2006 р. (з 3,1 до 15,7%), а з 2007 р. спостерігається зворотна тенденція. Це пояснюється значними ризиками такого виду кредитування, оскільки у забудовників будь-коли можуть виникнути проблеми, і житло, відповідно, не введуть в експлуатацію.

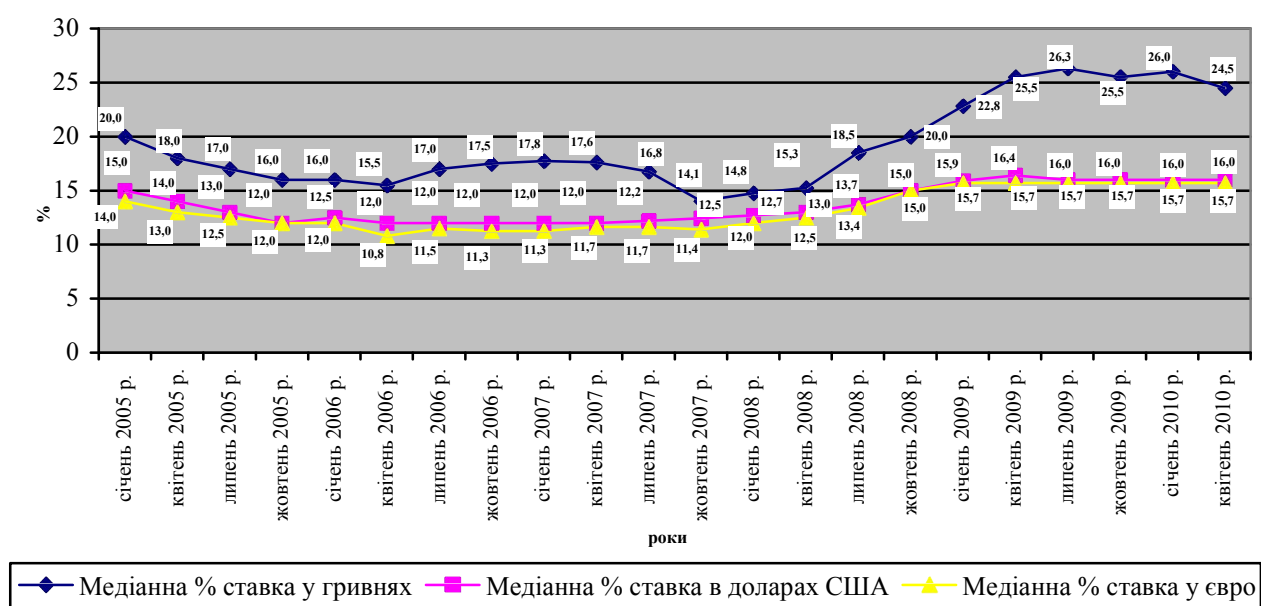
Незважаючи на згадані ризики, окремі банки активно освоюють цей сегмент ринку, зокрема ПАТ Райффайзен банк Аваль, ПАТ Укрсоцбанк, ПАТ Кредобанк та інші. Такі оператори іпотечного житлового ринку, як ПАТ Укрсиббанк, ПАТ Промінвестбанк, АТ ОТП Банк при кредитуванні придбання житла на первинному ринку додатково вимагають під заставу інше майно. Відтак, вони обмежують вплив негативних чинників.

Окрім того, як свідчить практика, населення України залучається до іпотечного кредитування і при поліпшенні своїх житлових умов, а саме при продажу житла для придбання комфортнішого. Тому банки охоче кредитують купівлю житла на вторинному ринку. Виокремлюють кілька найактивніших банків, які займають значні частки ринку житлового іпотечного кредитування в Україні. Упродовж 2001–2005 рр. їх налічувалося близько 30, серед яких: Державний ощадний банк України, ВАТ КБ Надра, ПАТ АКБ Аркада, ПАТ КБ Правексбанк, ПАТ Райффайзен Банк Аваль, ПАТ Укрсиббанк, АТ Брокбізнесбанк, ПАТ Промінвестбанк, ПАТ КБ Приватбанк, ПАТ Укрсоцбанк, ПАТ Укрсиббанк та ін.

Із виходом України на міжнародний ринок та появою іноземного капіталу в банківській сфері, упродовж 2006–2009 рр. відбулися незначні трансформації операторів іпотечного житлового ринку. До найбільших нині належать ПАТ КБ Приватбанк, ПАТ Райффайзен Банк Аваль, ПАТ Укрсиббанк, ПАТ Укрсоцбанк та АТ ОТП Банк.

Як іпотечний ринок загалом, так і іпотечний ринок житлового кредитування є висококонцентрованим. На ТОП-10 найбільших операторів цього сегмента іпотечних кредитних відносин припадає близько 80% ринку, а на перших п'ять – більше 50%. Рейтинг іпотечних кредиторів у зазначених сегментах іпотечного житлового кредитування (див. рис. 2.8), а також основні умови надання іпотечних житлових кредитів у I кварталі 2010 р. подано у додатках К і Л відповідно.

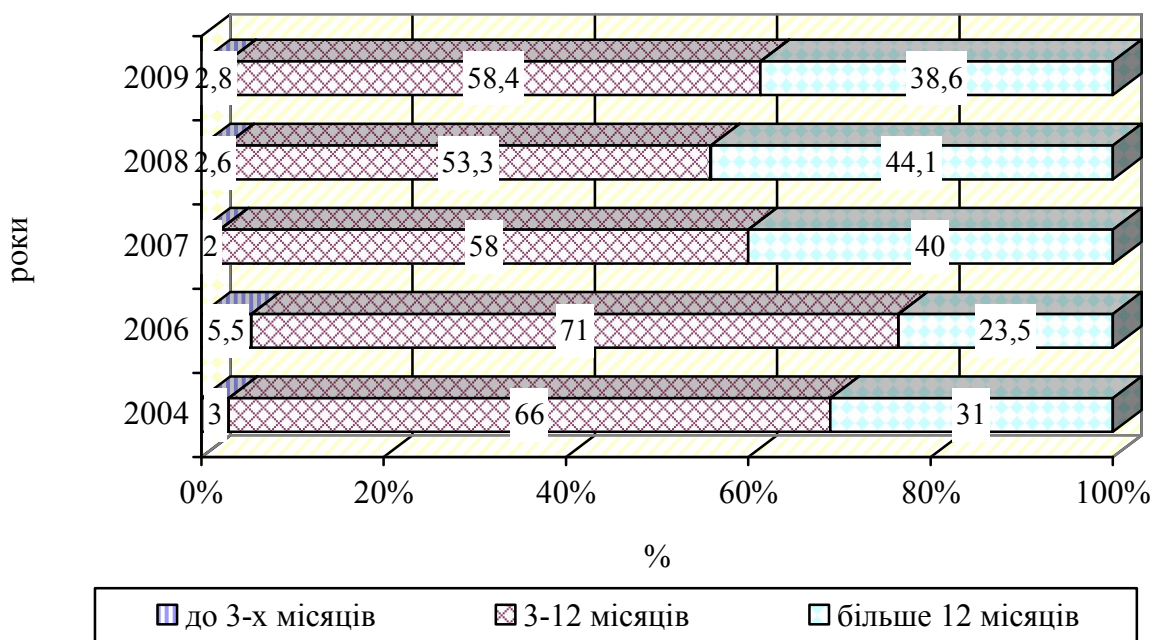
Щодо відсоткових ставок за іпотечними житловими кредитами комерційних банків, то до квітня 2006 р. вони мали тенденцію до зниження, а від цього місяця 2006 р. зростали. У жовтні 2007 р. вони максимально знизились для кредитів у гривні, однак із квітня 2008 р. – почали різко збільшуватися (рис. 2.9).



**Рис. 2.9.** Динаміка відсоткових ставок за іпотечними житловими кредитами в Україні впродовж 2005–I кварталу 2010 рр. \*

\* Розроблено автором на основі [5; 149; 184; 230].

Віддаючи належне банківській складовій у розвитку іпотечного житлового кредитування, варто проаналізувати місце кредитних спілок на цьому сегменті іпотечного ринку. Спочатку розглянемо структуру кредитного портфеля кредитних спілок України за терміном погашення (рис. 2.10).



**Рис. 2.10. Структура кредитного портфеля кредитних спілок України за терміном погашення у 2004–2009 рр.\***

\* Розроблено автором на основі [73].

Як видно з рис. 2.10, упродовж 2006–2008 рр. із кожним роком питома вага кредитів терміном понад 1 рік збільшувалася, а в 2009 р. зазначений показник зменшився на 5,5% через нестабільність економіки та підвищену ризиковість кредитування населення на тривалий період. Крім того, протягом 2004–2008 рр. зростала частка кредитів, наданих на придбання, будівництво, ремонт та реконструкцію житла (табл. 2.4).

За даними табл. 2.4, в абсолютному розмірі вони становили 42,7 млн. грн. у 2004 р., тоді як у 2009 р. зросли до 430 млн. грн. У відносних показниках зростання було не таким значним (лише на 5 відсоткових пунктів). Окрім соціального ефекту, іпотека забезпечує отримання доходу. Сюди відносять виробничу, комерційну та земельну іпотеки.

Таблиця 2.4

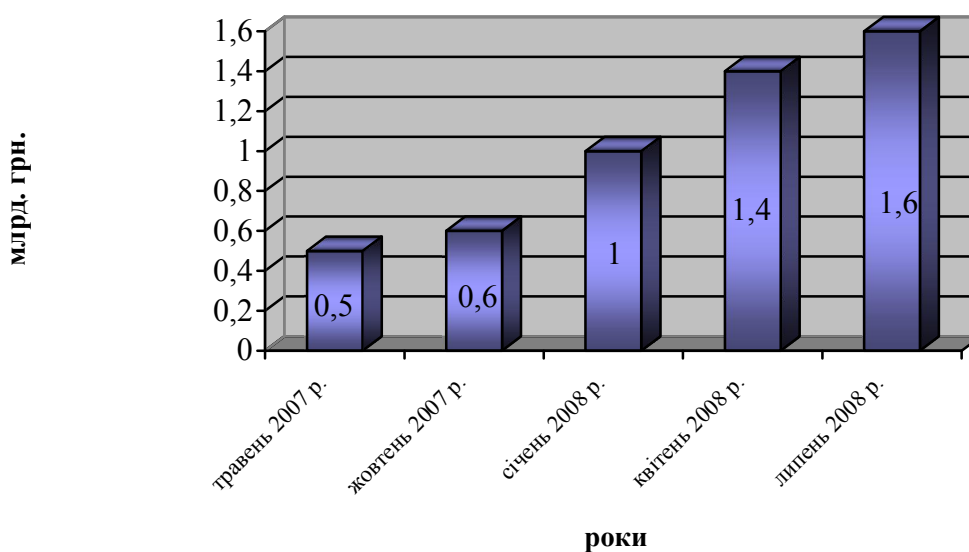
**Динаміка та структура кредитного портфеля кредитних спілок України за  
цільовим спрямуванням у 2004–2009 рр.\***

№ з/п	Види кредитів	Роки					
		2004	2005	2006	2007	2008	2009
1	2	3	4	5	6	7	8
1.	Споживчі кредити, млн. грн.	391,5	754,9	1285,1	2726,4	3352,5	1524,5
2.	Питома вага у загальній сумі кредитів, %	55,0	52,7	49,0	43,0	48,0	39,0
3.	Комерційні кредити, млн. грн.	85,4	205,0	422,7	970,0	1235,1	664,5
4.	Питома вага у загальній сумі кредитів, %	12,0	14,3	16,0	15,0	18,0	17,0
5.	Кредити, надані на придбання, будівництво, ремонт та реконструкцію житла, млн. грн.	42,7	106,8	209,1	518,1	743,6	430,0
6.	Питома вага у загальній сумі кредитів, %	6,0	7,4	8,0	8,0	11,0	11,0
7.	Кредити, надані на ведення фермерських та особистих селянських господарств, млн. грн.	14,2	40,8	67,4	191,3	209,9	117,3
8.	Питома вага у загальній сумі кредитів, %	2,0	2,9	3,0	3,0	3,0	3,0
9.	Кредити, надані на інші потреби, млн. грн.	178,0	334,0	612,4	1975,2	1367,7	1172,7
10.	Питома вага у загальній сумі кредитів, %	25,0	23,2	24,0	31,0	20,0	30,0
11.	Загальний обсяг кредитів, млн. грн.	711,8	1441,6	2596,7	6318,0	6909,0	3909,0
12.	Усього, %	100	100	100	100	100	100

\* Складено автором на основі [73].

Практику видачі цільових кредитів для придбання земельної ділянки вітчизняні банківські установи започаткували навесні 2007 р. Загальний

портфель іпотечного кредитування на придбання земельної ділянки на 1 липня 2008 р. становив 1,6 млрд. грн. (рис. 2.11).



**Рис. 2.11. Динаміка цільового кредитування населення України на придбання земельної ділянки у 2007–2008 рр. \***

\* Розроблено автором на основі [48, с. 39].

Регіональна структура іпотечних земельних кредитів має такий вигляд: 37,3% припадає на Київ та Київську область, 23,1% – на Одеську, 4,7% та 4,3% – на Дніпропетровську та Львівську області відповідно, 3,6% – на АР Крим. При цьому зазначені кредити надавали на придбання тих ділянок землі, що не підпадали під дію мораторію, хоча і тут були порушення. Банківські установи кредитували купівлю значних ділянок сільськогосподарського призначення, що використовувалися для будівництва. Найбільшими операторами цього сегменту ринку іпотечного кредитування за станом на 1.07.2008 р. були ПАТ Укрсиббанк (загальний іпотечний земельний портфель – 336,0 млн. грн.), ПАТ Укрсоцбанк (228,8 млн. грн.), АТ Банк „Фінанси та кредит” (217,6 млн. грн.), АТ ОТП Банк (168,0 млн. грн.) та АТ Ерсте Банк (139,2 млн. грн.) [48, с. 38–39].

Окрім вирішення соціального аспекту житлової проблеми і стимулювання аграрної сфери, іпотечне кредитування в Україні спрямоване на підтримку малого й середнього бізнесу через запровадження виробничої (промислової) та



комерційної іпотек. На ці сегменти іпотечного ринку припадає незначна частка загального обсягу іпотечного кредитного портфеля. Однак їхня привабливість для операторів ринку полягає у тому, що немає перешкод на шляху процедури відчуження нерухомого майна боржника. Втім, ризики, що супроводжують операції з видачі іпотечних комерційних чи промислових кредитів, значно вищі, оскільки залежать від платоспроможності та фінансового стану позичальника.

Найстабільнішим розвитком характеризується комерційна іпотека в контексті придбання офісних, адміністративних та промислово-складських приміщень. Відтак, ринок комерційної іпотеки діє в економічно розвинутих центрах України, особливо у м. Києві та Київській обл. Складський сегмент найменш розвинутий у структурі комерційної іпотеки. Перспективним залишається кредитування торговельних площ, попит на які з кожним роком зростає.

Щодо комерційної та промислової іпотек у інших регіонах України, то вона визначається рівнем фінансової забезпеченості потенційних покупців, чисельність яких незначна. Варто відзначити також, що обсяг виробничої нерухомості неможливо збільшити швидкими темпами, оскільки він обмежений процесом виробництва, земельними ресурсами, низькою мобільністю та тривалістю створення.

Попри зазначене, можна констатувати, що в будь-якій економічній системі налагоджене функціонування механізмів іпотечного ринку позитивно впливає на розвиток економіки загалом та окремих галузей зокрема.

Для економіки України зародження іпотечних відносин позитивно позначилося, насамперед, на соціальній сфері, в частині вирішення житлового питання. Державні програми сприяння іпотечному кредитуванню житла, активізація діяльності Державної іпотечної установи у контексті рефінансування банків, посилення платоспроможності населення ще більше стимулювали розвиток житлової іпотеки, підтвердженням чого є проведений аналіз. Відтак, іпотечне житлове кредитування спрямоване на посилення

попиту на житло із залученням додаткових позабюджетних ресурсів і має на меті забезпечити зв'язок між вільними коштами населення, інститутів фінансово-банківської системи та реального сектору економіки [17, с. 49]. У результаті, це дало поштовх розвитку супутніх галузей, таких як нове будівництво, транспортна інфраструктура, посилило їх конкурентоспроможність, що свідчить про інвестиційне спрямування іпотеки через створення так званого мультиплікаційного ефекту. Крім того, підвищився рівень зайнятості населення саме у цих сферах – завдяки виникненню нових робочих місць.

Не менш важливою є роль іпотечного ринку для розвитку малоприбуткових галузей, зокрема сільського господарства, оскільки за допомогою іпотеки перерозподіляють позичковий капітал і спрямовують його на розвиток аграрного комплексу. Зацікавленість банківських установ окресленим сегментом фінансового ринку пов'язана з додатковими гарантіями забезпечення іпотечних кредитів нерухомим майном, мінімізацією ризиків неповернення боргу, а поява фінансових інструментів іпотечного ринку підвищує ліквідність їхніх емітентів. Окрім того, у цьому напрямі працює Державна іпотечна установа. Втім, в українських реаліях іпотечні цінні папери ще не набули належного рівня розвитку, хоча інтерес потенційних інвесторів до них зростає.

Резюмуючи зазначене, варто констатувати, що функціонування іпотечного ринку України позитивно впливає на реальний сектор економіки, зачіпаючи безпосередньо чи опосередковано фінансову, кредитно-грошову, бюджетну політику і банківський сектор.

## **2.2. Аналіз практики залучення фінансових ресурсів і використання фінансових інструментів на іпотечному ринку України**

Поступальний соціально-економічний розвиток України, відновлення інвестиційних процесів і споживчого попиту населення вимагають пошуку

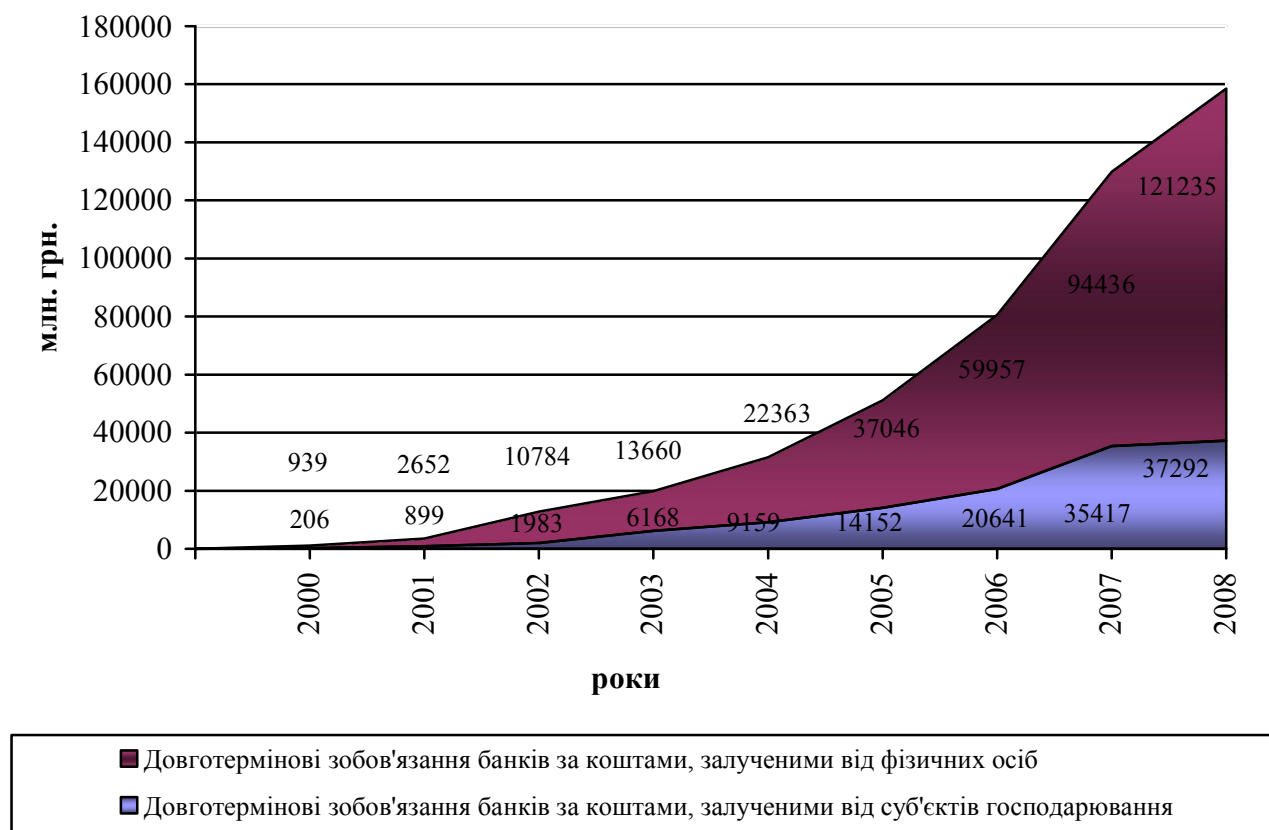
суб'єктами господарювання джерел вільних грошових коштів. Важливу роль у вирішенні проблеми забезпечення фінансовими ресурсами реального та фінансового секторів економіки відіграє ринок капіталів, як осередок довготермінового позичкового капіталу. Для фінансового забезпечення іпотечного кредитування в Україні фінансово-кредитні установи „...апробують фінансові інструменти на основі мейнстріму різних методологічних підходів до дослідження господарських процесів” [231, с. 8]. При цьому визначальними критеріями їх класифікації є здатність до емісії та механізм акумулювання й перерозподілу іпотечного капіталу.

Характерно, що первинний іпотечний ринок України базується на іпотечних кредитах юридичних та фізичних осіб, фінансовим забезпеченням яких є ощадно-позичковий механізм залучення вільних коштів. З 1991 р. до 1998 р. включно банківська система України перебувала у депресивному стані. Висока інфляція практично знецінювала всі збереження населення. Тому в цей період не було сформовано основи для розвитку іпотечного кредитування.

Тільки починаючи з 1999 р., відбувається зменшення обсягів реального капіталу, валютизація депозитів та зниження питомої ваги короткотермінових вкладень [99, с. 83]. У свою чергу, введення нових вимог Національного банку України до регулятивного капіталу банків зумовили посилення капіталізації банківської системи. Зокрема, загальний обсяг зобов'язань банків України у 2009 р. збільшився порівняно з 1998 р. у 40 разів і перевищив 328 млрд. грн. (додаток М), що є свідченням посилення довіри населення до банківської системи та зростання рівня його доходів. Тим не менше, у вказаний період переважали короткотермінові депозити в національній валюті, хоча й їхня питома вага в загальному обсязі знизилася з 93,5% у 1998 р. до 55,6% у 2008 р., незважаючи на вищі відсоткові ставки за депозитами у національній валюті, ніж в іноземній. Відтак, частка довготермінових депозитів зросла з 6,5% у 1998 р. (коли було вперше залучено кошти населення на термін більше 1-го року) до 44,4% у 2008 р. Упродовж 1998–2004 рр. домінували згадані вклади населення в національній валюті, а від 2005 р. зростали довготермінові

депозити в іноземній, що свідчить про значну валютизацію банківської системи України.

Для іпотечного кредитування банківські структури використовують, насамперед, довготермінові депозити населення, динаміку яких відображено на рис. 2.12.



**Рис. 2.12. Динаміка довготермінових зобов'язань банків України за коштами, залученими від фізичних та юридичних осіб у 2000–2008 рр.\***

\* Розроблено автором на основі [22, с. 118–119].

У 2009 р. депозити терміном понад 1 рік резидентів України становили 79625 млн. грн., з них депозити домогосподарств – 59536 млн. грн., інших фінансових корпорацій – 3791 млн. грн., нефінансових корпорацій – 15772 млн. грн. та інших депозитних корпорацій – 207 млн. грн. [23, с. 92]. Загалом домінують довготермінові зобов'язання банків за коштами, залученими від фізичних осіб, які упродовж зазначеного періоду динамічно зростали. Пояснення цього нескладне: юридичні особи постійно потребують вільних

грошових ресурсів для провадження своєї діяльності, відповідно лише незначна їхня частка депонується в банківських структурах. Крім того, „тінізація” національної економіки сприяє зазначеній тенденції. Разом із тим, залучаючи депозити населення, банки вступають у взаємовідносини безпосередньо з клієнтами, що стимулює ефективніше використання фінансових ресурсів.

Тим не менше, для іпотечного кредитування необхідне фінансове забезпечення на 20–30 років. У вітчизняній практиці депозитне розміщення фінансових ресурсів на такий період спостерігається вкрай рідко.

Відмінною від звичайної депозитної політики банківських установ є спеціальна програма ПАТ АКБ „Аркада” і будівельної компанії „Київміськбуд” від 3.02.1996 р., яка ґрунтується на мобілізації цільових депозитів терміном від 5 до 7 років із подальшим їх використанням, як першого внеску за іпотечними кредитами. За перші 5 років дії цієї програми було залучено понад 830 млн. грн. і профінансовано будівництво 1 млн. м<sup>2</sup> житла, що є яскравим прикладом використання схеми індивідуальних цільових заощаджень [96]. Загалом щороку в Україні 10% побудованого житла фінансується за рахунок програми. Натомість, будівельні асоціації, ощадно-будівельні каси використовують колективні цільові заощадження населення нашої країни через відсутність або обмеженість інших джерел фінансування будівництва житлової та іншої нерухомості.

Окрім залучених вільних коштів на депозити та у фонди заощаджень, фінансовим забезпеченням іпотечного кредитування в Україні є фінансові ресурси, накопичені в пенсійних і страхових фондах. Вони використовуються в сфері житлового іпотечного кредитування для застави за наданими іпотечними кредитами чи їх погашення.

Практику акумулювання пенсійних вкладів із подальшим спрямуванням їх у сферу іпотечного кредитування запровадив ПАТ АКБ „Аркада” на основі створення добровільного недержавного пенсійного фонду – Пенсійного фонду банківського управління. Згідно зі статтею 1 Закону України „Про недержавне пенсійне забезпечення” від 09.07.2003 р. за № 1057–IV зберігачем пенсійного

фонду є банк, котрий провадить депозитарну діяльність зберігача цінних паперів, у результаті чого добровільні внески, зосереджені в ПАТ АКБ „Аркада”, використовуються для видачі іпотечних кредитів на 30 років. Механізм їхнього використання доволі простий: суми відсотків та погашення основного боргу повертаються на індивідуальні пенсійні рахунки й надалі використовуються для житлового іпотечного кредитування в національній валюті. Незважаючи на продуманість усіх дій, рівень ризиків за кредитами будь-якого побудованого житла є доволі високим. Саме тому житло, котре є забезпеченням кредиту, будує холдинг „Київміськбуд”.

Як наслідок, в Україні сформовано дві системи добровільного недержавного пенсійного забезпечення: перша розроблена експертами ПАТ АКБ „Аркада” за підтримки консультантів чилійського пенсійного фонду „Магістр”, а друга – експертами Міністерства праці України і фірми PADCO [142, с. 64–65].

На цій основі запроваджено специфічний фінансовий інститут, який є лише в Україні – фонд фінансування будівництва житла. Управління всіма фінансовими ресурсами фонду покладено на управителя, власне майно котрого перебуває на відокремленому обліку від майна фонду фінансування будівництва. Зрозуміло, що усю вигоду від операцій фінансування будівництва житла отримують його учасники у вигляді квадратних метрів збудованого житла. До того ж дрібні інвестори мають можливість відносно недорого придбати житло. Будівельні організації забезпечують:

- 1) швидке залучення коштів у будівництво;
- 2) страхування об’єкта будівництва на користь управителя;
- 3) зниження трансакційних витрат і підвищення ефективності діяльності у зв’язку із розподілом між ними повноважень.

Упродовж усього терміну функціонування фонду фінансування будівництва ПАТ АКБ „Аркада” залучено понад 6,7 млрд. грн., 2 млрд. грн. з яких використано на придбання вже збудованого та введеного в експлуатацію житла для учасників програми, а 4,7 млрд. грн. – розміщено як інвестиції у

незавершене капітальне будівництво. Загалом проінвестовано більше 44 тис. об'єктів будівництва [24, с. 77].

Однак низька капіталізація недержавних пенсійних фондів та незавершеність пенсійної реформи стримують розвиток в Україні фондів фінансування будівництва житла, а разом із тим, функціонування іпотечного ринку (табл. 2.5).

Таблиця 2.5

**Активи окремих учасників ринку фінансових послуг України  
(страхових компаній і недержавних пенсійних фондів) у 2001–2009 рр.\***

Показники	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Загальні активи страхових компаній, млн. грн.	3007,4	5329,4	10457,4	20012,8	20920,1	23995,0	32213,0	41930,5	41970,1
Ланцюгові темпи росту, %	–	177,2	196,2	191,4	104,5	114,7	134,2	130,2	100,1
Загальні активи недержавних пенсійних фондів, млн. грн.	–	–	16,0	10,5	46,2	137,0	281,0	612,2	857,9
Ланцюгові темпи росту, %	–	–	–	65,6	440,0	196,5	205,1	217,8	140,1
Всього, млн. грн.	3007,4	5329,4	10473,4	20023,3	20966,3	24132,0	32494,0	42542,7	42828,0
Ланцюгові темпи росту, %	–	177,2	196,5	191,2	104,7	115,1	134,7	130,9	100,7

\* Складено автором на основі [74].

Крім того, виникають проблеми та часткові прорахунки у зв'язку із:

– відсутністю розроблених механізмів боротьби з ризиками невиконання замовником своїх зобов'язань та нецільового використання коштів вказаних вище фондів;

– імовірністю одержання неякісного житла;

– низькою привабливістю для національного забудовника такого способу залучення коштів через зростання собівартості будівництва;

– непрозорістю схем страхування ризиків і відповідальністю управителя;

– оподаткуванням доходів фізичних осіб у операціях з такими фінансовими інструментами (за ставкою 5%).

Незважаючи на певні позитивні зрушення щодо використання грошових коштів недержавними пенсійними фондами, інші небанківські фінансові установи – страхові компанії – не приймають активної участі в механізмі фінансування іпотечних програм населення, хоча відсутні обмеження зі сторони законодавства щодо провадження ними діяльності у зазначеній сфері. Маючи на озброєнні суттєві заощадження, вони могли б скласти конкуренцію основним операторам іпотечного ринку (див. табл. 2.5).

На думку вченого О. Барановського, страхові компанії „...мають відігравати суттєву роль в акумулюванні вільних коштів, проведенні активної інвестиційної політики” [10]. Більше того, на страхові установи покладено повноваження щодо страхування ризиків, які виникають у сфері іпотечних відносин у нашій державі. Натомість, за експертними оцінками, страховики більшою мірою розміщують активи на поточних і депозитних банківських рахунках (близько 32%) і вкладають у цінні папери (41%), тим самим суттєво обмежуючи інвестиційну функцію страхування [187, с. 211].

Варто зауважити, що дані табл. 2.5, які частково характеризують стан страхового ринку України, свідчать про те, що номінальне нарощення його обсягу, на жаль, є недостатнім як за розміром статутних фондів чи активів, так і за страховими резервами компаній-страховиків. Особливо це проявляється через обмеження інвестиційних процесів, у яких задіяні останні. Як результат,



вони поки що не створюють конкуренції банківським установам та не забезпечують фінансування розширеного відтворення галузей економіки.

У цілому ж, експерти Світового банку, проводячи дослідження фінансового ринку України, прийшли до висновку про неадекватність банківської системи України потребам сучасності. На їхню думку, вона не наповнює економіку фінансовим капіталом, що, у свою чергу, стимулювало б її зростання. Підтвердженням цього є недостатня капіталізація та розпорошеність банківських установ, які не забезпечують довготермінове вкладення коштів через обмеженість джерел їхнього залучення на внутрішньому ринку. Природно, що все більше уваги приділялось банками практиці запозичень на зовнішніх ринках капіталів, незважаючи на посилення їхньої залежності від політики кредитора та негативного впливу зовнішніх ризиків, стимулювання валютизації економіки країни (табл. 2.6).

Таблиця 2.6

**Динаміка зовнішньої заборгованості банків України у 2003–2009 рр.\***

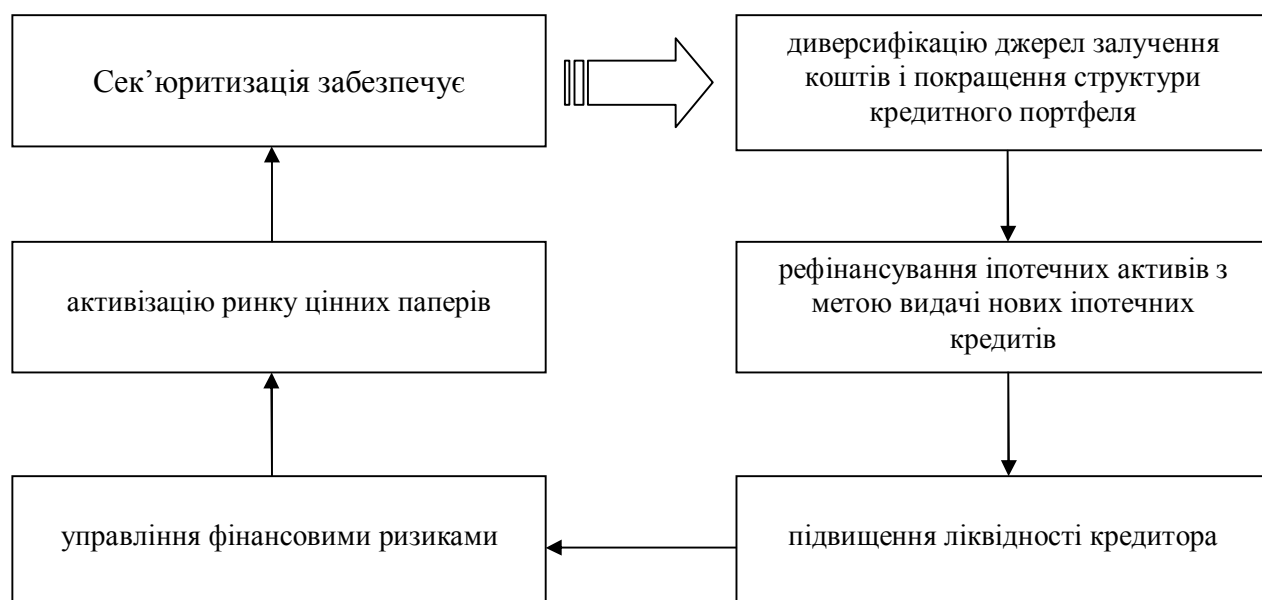
Показники	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
1	2	3	4	5	6	7	8
Зовнішня заборгованість банків, млрд. дол. США	1,7	2,6	6,1	14,1	30,9	39,5	30,8
Обсяг валового зовнішнього боргу країни, млрд. дол. США	23,8	30,6	39,6	54,5	79,9	101,7	103,9
Питома вага зовнішньої заборгованості банків у валовому зовнішньому борзі, %	7,1	8,5	15,4	25,9	38,7	38,8	29,6

\* Складено автором на основі [22, с. 47; 23, с. 60].

За даними табл. 2.6, упродовж 2003–2009 рр. банки України активно залучали дешеві зовнішні ресурси для потреб ринкових структур і фізичних осіб внаслідок впливу таких чинників активізації цього процесу: недостатності та високої вартості внутрішніх ресурсів в контексті забезпечення зростаючого попиту на кредити (особливо довготермінові в іноземній валюті); нижчого

рівня витрат і довготерміновості зовнішніх пасивів; неможливості рефінансування короткотермінового боргу; розширення доступу до іноземних ресурсів для банків з участю іноземного капіталу; потребою формування банками позитивної кредитної історії.

Так, упродовж 2003–2008 рр. зовнішня заборгованість банківських інституцій збільшилася на 37,7 млрд. дол. США, а сумарний темп її зростання становив понад 2000%. Збільшувалася щороку і питома вага зовнішньої заборгованості банків у валовому зовнішньому борзі України (з 7,1% у 2003 р. до 38,8% у 2008 р.). У 2009 р. порівняно з 2008 р. обсяг валового зовнішнього боргу країни збільшився на 2,2 млрд. дол. США, а зовнішня заборгованість банків – зменшилася на 8,7 млрд. дол. США, що зумовлено впливом фінансової кризи. Більшу частину залучених ресурсів на зовнішньому ринку капіталів спрямовано на досягнення фінансової мети системи іпотечного кредитування – забезпечення потенційних позичальників довготерміновими кредитами за нижчими відсотковими ставками із можливим використанням механізмів сек'юритизації, тобто запровадженням ліквідних довготермінових фінансових інструментів вторинного іпотечного ринку (рис. 2.13).



**Рис. 2.13. Роль сек'юритизації у розвитку іпотечного кредитування\*.**

\* Розроблено автором.

Зокрема, комерційні банки України залучали кошти на міжнародному ринку капіталів шляхом використання боргових цінних паперів – євророблігацій (додаток Н), що дозволило їм мобілізувати суттєві обсяги фінансових ресурсів (більше 100 млн. дол. США) на триваліший термін (від 3 до 10 років) та значно дешевше, ніж за допомогою синдікованих кредитів. Разом із тим, зазначений вид позики передбачає: відповідність організаційно-правового забезпечення банківської діяльності міжнародним стандартам і нормам, чого досі не досягнуто у вітчизняній практиці; дотримання принципу прозорості фінансової звітності та позитивної кредитної історії банківської установи-емітента; обов'язкову присутність при випуску та розміщенні єврооблігацій андеррайтера; досягнення бажаної ефективності від використання такого виду фінансового інструмента за умови здійснення позики більше, ніж на 100 млн. дол. США (в іншому випадку витратність такої угоди вважається не вигідною).

В Україні випуск і розміщення єврооблігацій здійснили іпотечні кредитори – ПАТ КБ Приватбанк (загальним обсягом 940 млн. дол. США), ПАТ Укрсиббанк (950 млн. дол. США) і ПАТ Укрсоцбанк (400 млн. дол. США). При цьому у практиці більшості із зазначених емітентів використовувалися ноти участі в кредиті (LPN). Лише ПАТ КБ Приватбанк здійснив випуск єврооблігацій за операціями сек'юрітизації (ABS) та іпотечних цінних паперів, забезпечених житловою нерухомістю (RMBS).

Як засвідчує світовий досвід, європейський ринок ABS упродовж 2000–2008 рр. зріс майже в 10 разів (із 78,2 до 711,1 млрд. євро), тоді як американський – із 2000 р. до 2005 р. збільшився у 2,5 рази, а починаючи з 2006 р. спостерігалася зворотна тенденція до зниження обсягів випуску та розміщення зазначених фінансових інструментів (із 2650,6 млрд. дол. США до 933,3 млрд. дол. США) (рис. 2.14).

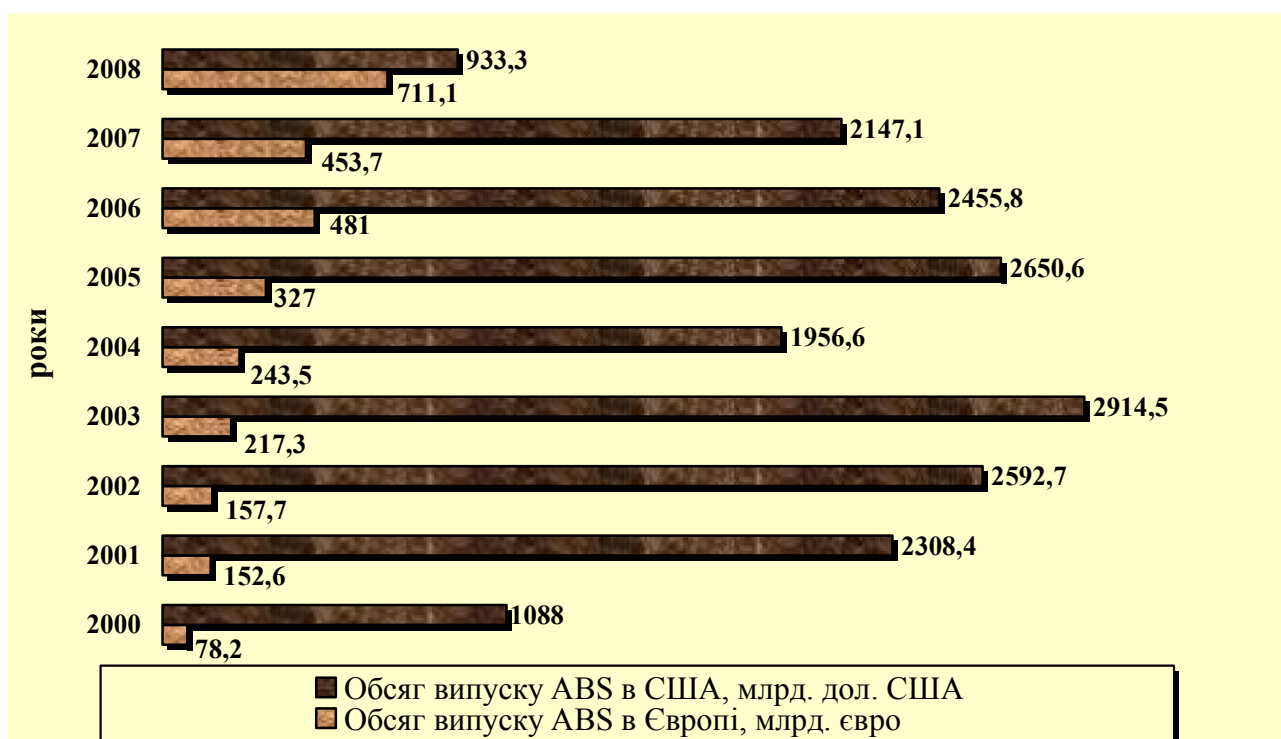
Розвиток ринку єврооблігацій в Україні стримується через:

– недосконалість нормативного забезпечення та відсутність механізму прямої емісії згаданих фінансових інструментів;

– наявність обмежень щодо обсягу залучення коштів шляхом випуску єврооблігацій та їхньої ціни (вона повинна бути не нижче номінальної ціни, що склалася на фондовій біржі чи торгово-інформаційній системі);

– обов’язковість реєстрації емісії та отримання дозволу у Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку України;

– заборону першого випуску фінансових інструментів вітчизняними корпоративними емітентами за межами України.



**Рис. 2.14. Тенденції розвитку ринків ABS Європи та США упродовж 2000–2008 рр. \***

\* Розроблено автором на основі [193].

Незважаючи на переваги залучення іпотечних ресурсів через випуск і розміщення єврооблігацій, високий рівень залежності від зовнішніх чинників та тенденцій розвитку міжнародного ринку капіталів може зумовити сповільнення темпів розвитку ринку внутрішніх боргових цінних паперів, а також необхідність утримання значних резервів у відповідних іноземних валютах, що, у свою чергу, призводить до зростання вартості обслуговування такого боргу. Все сказане вище засвідчує доцільність мобілізації коштів для іпотечного

кредитування на внутрішньому ринку. З цією метою законодавством України передбачено випуск іпотечних цінних паперів – іпотечних облігацій і сертифікатів [159; 160; 168]. Разом із тим, нормами права не визначено порядок емісій та обігу таких фінансових інструментів.

Загалом у вітчизняному законодавстві визначені два види іпотечних облігацій – звичайні (відповідають однорівневому іпотечному ринку) і структуровані (характеризують дворівневу модель іпотечного кредитування), та два види іпотечних сертифікатів – сертифікати з фіксованою дохідністю та іпотечні сертифікати участі. Іпотечні сертифікати з фіксованою дохідністю відрізняються від сертифікатів участі специфікою трансформації платежів за іпотечними активами. Зокрема, для першого виду вказаних фінансових інструментів емітент є власником іпотечних активів і виплат за ними. Натомість, за другого – їхній держатель передає іпотечні активи у довірче управління. Відтак, варто зазначити, що іпотечні сертифікати з фіксованою дохідністю наближені до звичайних облігацій, а іпотечні сертифікати участі – до інвестиційних сертифікатів.

Практику використання сек'юритизації в Україні, тобто випуск і розміщення іпотечних облігацій на основі іпотечних активів, започаткував ПАТ АКБ „Аркада” у 2001 р. (додаток П). Загальний обсяг емісії становив 80 млн. грн. із диференційованою дохідністю залежно від серії цінного папера. Банк провів 19 випусків іпотечних облігацій, які нині погашені. Такий спосіб залучення вільних коштів перейняли й інші фінансово-кредитні установи. У березні 2007 р. ПАТ АБ Укргазбанк розмістив на ринку цінних паперів України свої іпотечні облігації серії „В” на 50 млн. грн. Їхнє погашення як і заплановано відбулося у лютому 2010 р. Дохідність таких цінних паперів становила 10,5%.

Практично одночасно Державна іпотечна установа провела емісію іпотечних облігацій під державну гарантію та звичайних іпотечних облігацій на суму 2050 млн. грн. Їхня дохідність варіюється залежно від серії фінансового інструмента. Погашення таких цінних паперів передбачено у серпні 2011 р., грудні 2012 р. та грудні 2014 року. Основними держателями цього виду

іпотечних цінних паперів є інституційні інвестори – пенсійні фонди та страхові компанії. Крім того, у структурі активів страхових компаній 0,1% від загального обсягу становлять іпотечні сертифікати, що свідчить про низьку ефективність розвитку цього сегмента ринку іпотечних цінних паперів [78]. Як результат, простежується своєрідна прихильність фінансово-кредитних установ до емісії іпотечних облігацій.

Загалом позитивним моментом для України є започаткування практики використання фінансових інструментів іпотечного ринку в контексті іпотечного кредитування населення. Подальші перспективи її розвитку пов'язані з діяльністю Державної іпотечної установи як основного оператора активізації іпотечних відносин у країні. Крім того, законодавством країни визначена можливість рефінансування заставної такими способами: продажем заставної; продажем заставних із зобов'язанням зворотного викупу; передачею заставної у заставу; емісією іпотечних цінних паперів [157].

Процес рефінансування банківських установ за допомогою заставної здійснюється у декілька етапів. Перший етап передбачає взаємовідносини позичальника й кредитора, за яких позичальник отримує кредит на основі заставної для придбання нерухомості, а кредитор – заставну зі зобов'язанням її погашення. На основі передачі заставних іншим фінансово-кредитним установам банк-кредитор залучає їхні вільні грошові кошти для подальшої кредитної діяльності (другий етап). Крім цього, на основі об'єднання декількох заставних у пул банк-кредитор має право випускати іпотечні сертифікати та іпотечні облігації. У будь-якому разі одержання банком заставної є вигідним для нього, оскільки передбачає можливість надходження вільних грошових коштів від інших фінансово-кредитних установ.

Враховуючи всі ці міркування, до новітніх тенденцій розвитку вітчизняного іпотечного ринку можна віднести збільшення обсягу торгівлі іпотечними та заставними цінними паперами, яку започатковано у 2006 р. (табл. 2.7).

Таблиця 2.7

**Динаміка обсягів торгівлі фінансовими інструментами на ринку цінних паперів в Україні у 2001–2009 рр., млрд. грн.\***

<b>Фінансові інструменти</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>10</b>
Акції	19,4	34,2	77,0	138,8	179,8	225,7	283,5	352,8	470,7
Векселі	30,1	50,2	88,1	125,3	133,1	142,2	212,6	191,8	268,8
Депозитні сертифікати	2,6	0,1	0,1	3,0	18,6	1,1	14,9	15,9	0
Державні облігації	9,8	9,4	5,9	16,1	27,3	40,9	59,9	62,5	99,0
Корпоративні облігації	0,9	2,2	9,0	21,3	32,6	62,4	134,7	205,2	81,1
Облігації місцевих позик	0	0	0,2	0,9	2,3	2,9	4,3	2,2	0,7
Ощадні сертифікати	4,7	0,3	21,7	11,7	2,4	3,1	3,2	7,7	70,4
Інвестиційні сертифікати	0,9	0,2	0,5	1,8	5,7	14,2	40,4	43,9	76,3
Деривативи	0,1	0,3	0,3	2,4	2,0	0,3	0,2	0,3	0,1
Казначейські зобов'язання	0,6	0	0,3	0	0	0	0	0	0
<i>Іпотечні цінні папери</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0,1</i>	<i>0,6</i>	<i>0,7</i>	<i>0,1</i>
<i>Заставні цінні папери</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0,03</i>	<i>0,04</i>	<i>0,4</i>	<i>0,14</i>
Сертифікати фондів операцій з нерухомістю	0	0	0	0	0	0	0	0	0,01
<b>Усього</b>	<b>69,1</b>	<b>96,9</b>	<b>203,0</b>	<b>321,3</b>	<b>403,7</b>	<b>492,9</b>	<b>754,3</b>	<b>883,4</b>	<b>1067,3</b>

\* Складено автором на основі [185].

Дані табл. 2.7 доводять зростання попиту на іпотечні цінні папери зі сторони інвесторів. Зокрема, у 2006 р. обсяг торгівлі зазначеними фінансовими інструментами становив 100 млн. грн., а вже у 2008 р. – зріс до 700 млн. грн. Зростаючою була динаміка торгівлі заставними цінними паперами (30 млн. грн. у 2006 р., 40 млн. грн. – у 2007 р. та 400 млн. грн. – у 2008 р.). Натомість, у 2009 р. зменшився обсяг торгівлі зазначеними

фінансовими інструментами через негативні тенденції в економіці загалом та іпотечній сфері зокрема, але вперше відбулася торгівля сертифікатами фондів операцій з нерухомістю.

На наш погляд, загалом функціонування ринку іпотечних цінних паперів в Україні пов'язане з низкою проблем:

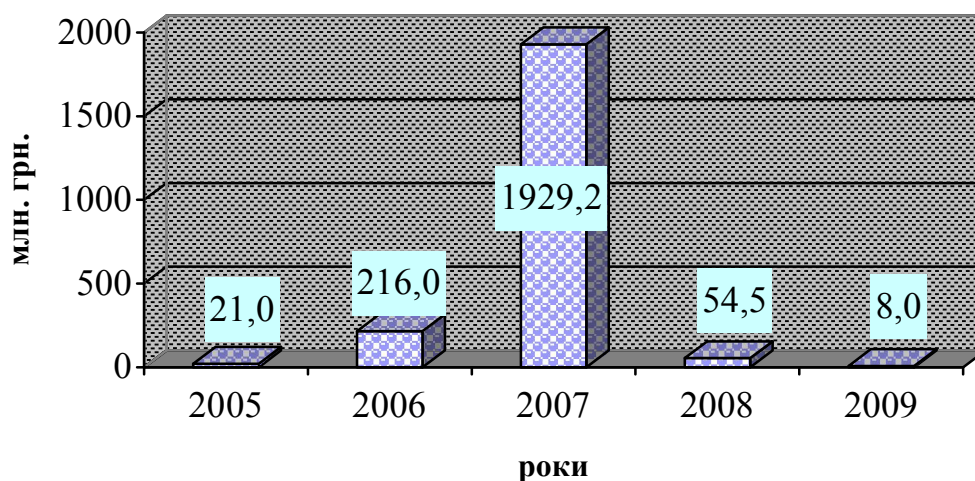
- 1) політичною нестабільністю в Україні, що супроводжується кон'юнктурними коливаннями економіки;
- 2) нерозвиненістю ринку цінних паперів;
- 3) обмеженістю та низькою капіталізацією інституційних інвесторів;
- 4) високою вартістю банківських ресурсів у контексті їхнього залучення у сферу іпотеки;
- 5) високим рівнем іпотечних ризиків;
- 6) несформованістю інфраструктури вторинної моделі іпотечного ринку;
- 7) недосконалістю законодавства з питань регулювання й регламентації випуску іпотечних цінних паперів;
- 8) неврегульованістю порядку випуску та обігу такого виду цінних паперів;
- 9) низькою активністю Державної іпотечної установи у процесі рефінансування іпотечних кредитів через обмеженість фінансових ресурсів;
- 10) відсутністю мережі рейтингових агенств з питань оцінки фінансових інструментів іпотечного ринку;
- 11) відсутністю розробленого механізму рефінансування банківських установ Національним банком України на основі випущених ними іпотечних сертифікатів.

Емітентами іпотечних цінних паперів є виключно банківські та фінансово-кредитні установи, котрі надають іпотечні кредити. Очевидно, що інші організації, задіяні у фінансуванні будівництва, змушені застосовувати альтернативні джерела мобілізації фінансових ресурсів. З цією метою окремі фінансові інституції в рамках своєї діяльності започаткували практику створення фондів операцій з нерухомістю. Їхня особливість полягає в тому, що



для кожного об'єкта будівництва створюється окремий фонд операцій з нерухомістю, а функціонування останнього пов'язане з управлінням вільними грошовими коштами, залученими й акумульованими у фонд із метою подальшого інвестиційного спрямування. Такий фонд діє відповідно до затверджених правил та має право емісії однойменних фінансових інструментів – сертифікатів фонду операцій з нерухомістю, котрі дозволяють спекулювати нерухомим майном [166].

У 2005 р. Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку України вперше зареєстровано випуски українських сертифікатів фонду операцій з нерухомістю, динаміку обсягу яких відображено на рис. 2.15.



**Рис. 2.15. Обсяг зареєстрованих Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку України випусків сертифікатів фонду операцій з нерухомістю у 2005–2009 рр.\***

\* Розроблено автором на основі [185].

Упродовж 2005–2007 рр. в Україні стрімко зріс обсяг випусків таких цінних паперів. Темпи зростання в 2006 р. порівняно з 2005 р. становили більше 1000%, у 2007 р. – 900% відносно до рівня 2006 р. , що свідчить про позитивний розвиток цього сегмента ринку цінних паперів. У 2008–2009 рр величина емісії та розміщення сертифікатів фондів операцій з нерухомістю катастрофічно зменшилася із 1929,21 млн. грн. до 8,0 млн. грн.

Питома вага зазначеного фінансового інструмента в загальному обсязі зареєстрованих випусків цінних паперів становила 0,26% у 2006 р., 1,45% – у 2007 р., 0,04% у 2008 р. та 0,01% – у 2009 р. Першим емітентом таких сертифікатів було ТОВ „Нова фінансова компанія” фонду „К–ФОН” (табл. 2.8).

Таблиця 2.8

**Перелік зареєстрованих випусків сертифікатів фонду операцій з  
нерухомістю в Україні впродовж 2005–2009 рр.\***

№ з/п	Емітент	Загальний обсяг випуску, млн. грн.	Кількість випусків	Номінальна вартість, тис. грн.
<i>за 2005 р.</i>				
1.	ТОВ „Нова фінансова компанія” (Фонд “К–ФОН”)	21,0	1	1
<i>за 2006 р.</i>				
1.	АБ „Таврика”	20,0	1	1
2.	ТОВ „Фінансова компанія „Панта Рей Капітал”	40,0	1	1
		150,0	1	30
3.	АБ „Капітал”	6,0	1	1
<i>за 2007 р.</i>				
1.	ТОВ „Житлобуд-Інвест” (Фонд „Еней”)	1700,0	4	0,68
2.	АКБ „Аркада” (Фонди „Нова Богданівка–1” та „Нова Богданівка–2”)	28,7	1	10
		50,51		
3.	ТОВ „Майстер Фінанс” (Фонд „Піонер”)	70,0	2	0,05
4.	ТОВ „Майстер Фінанс” (Фонд „Західна стіна”)	80,0	2	0,05
<i>за 2008 р.</i>				
1.	АКБ „Аркада” (Фонд „Нова Богданівка–3”)	53,72	2	10
2.	АКБ „Аркада” (Фонд „Прспект 50-річчя Жовтня, 7-7а, м. Київ”)	0,82	1	10
<i>за 2009 р.</i>				
1.	ТОВ „Житлобуд-Інвест” (Фонд „Еней”)	8,0	1	1

\* Складено автором на основі [185].

За даними табл. 2.8, упродовж останніх років кількість емітентів згаданих цінних паперів щороку збільшувалася. Найактивнішим серед них було ПАТ АКБ „Аркада”, яке провело упродовж 2007–2008 рр. 4 емісії. Дохідність цінних паперів згаданих випусків становить 27%, а кредитний рейтинг – uaK2 (дуже високий рівень кредитоспроможності позичальника). Розміщення останнього випуску передбачено двома серіями „А” і „В” у формі іменних бездокументарних цінних паперів. За даними Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України, досі діючими є також ТОВ „Фінансова компанія „Панта Рей Капітал”, ТОВ „Житлобуд-Інвест”, ТОВ „Нова фінансова компанія”, ТОВ „Майстер Фінанс”.

Активізація практики використання сертифікатів фондів операцій з нерухомістю серед фінансових інститутів та будівельних організацій пов’язана з тим, що їхня емісія – це один із можливих способів залучення коштів для фінансування будівництва. Забезпеченням при цьому служить нерухомість, котра є доволі ліквідним і капіталомістким майном. До того ж, згаданий фінансовий інструмент забезпечує: оптимізацію оподаткування одержаних доходів і відстрочення зобов’язань щодо сплати податків, одержання прибутку від продажу об’єкта будівництва при відносно низьких витратах; страхування такого об’єкта.

Фактично фонди фінансування будівництва та фонди операцій з нерухомістю виконують одну й ту ж функцію – фінансування будівництва. Разом із тим, є суттєва відмінність між цими фінансовими структурами – мета діяльності. У першому випадку учасники зацікавлені одержати на правах володіння нерухоме майно, тоді як інтереси учасників іншого виду фондів націлені на матеріальну винагороду у вигляді грошових надходжень. Механізм емісії цінних паперів фонду операцій з нерухомістю полягає у відкритому продажі наперед визначеному колу осіб емітованих фінансових інструментів. При цьому зобов’язання щодо викупу згаданих цінних паперів після закінчення функціонування фонду на їхнього емітента не покладено.

Враховуючи те, що сертифікати фонду операцій з нерухомістю за цільовим спрямуванням наближені до інвестиційних сертифікатів, виділяють особливості, властиві лише цьому виду цінних паперів [166]:

- загальний обсяг випуску повинен становити не менше 100 тис. євро за курсом Національного банку України на день прийняття рішення про емісію;
- загальна вартість сертифікатів фонду операцій з нерухомістю не повинна перевищувати 10-кратного розміру власного капіталу емітента;
- грошова форма оплати при їх розміщенні;
- емітують іменні сертифікати й на пред'явника і тільки у документарній формі.

Незважаючи на конкурентні переваги сертифікатів фонду операцій з нерухомістю, вітчизняні будівельні структури не прагнуть їх використовувати у своїй діяльності через:

- 1) відсутність практичного досвіду роботи з зазначеними цінними паперами;
- 2) недосконалість їхнього реєстру;
- 3) високий рівень ризиків.

Для інвесторів вони є менш привабливими, оскільки не передбачають максимізації їхнього прибутку, а також в них виникають труднощі з викупом сертифікатів фонду операцій з нерухомістю в інших власників. Крім того, можливі маніпуляції з фінансовими ресурсами фонду, що посилює ризики операцій інвестування в згадані цінні папери. Тому для мобілізації фінансових ресурсів будівельні компанії обрали інший вид фінансових інструментів іпотечного ринку України – цільові будівельні облигації.

Специфіка згаданих цінних паперів полягає у тому, що вони можуть обмінюватися на житло. Крім того, цільові будівельні облигації мають такі особливі риси:

- безвідсотковість, тобто за ними не передбачено отримання ніякого доходу, окрім житлової нерухомості;
- передбаченість права на житло, а не гарантії його отримання;

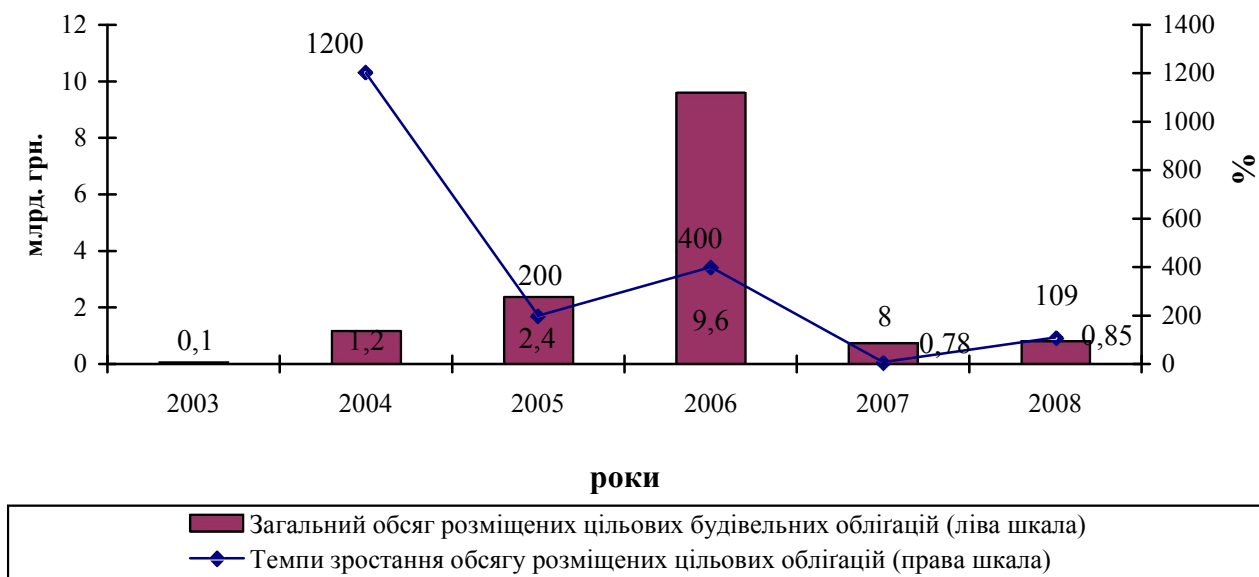
– не потрібний дозвіл на емісію таких фінансових інструментів чи дотримання вимоги наявності значного статутного капіталу у емітента;

- не залежать від цінових коливань на ринку;
- оптимізують оподаткування їхніх власників.

Беззаперечним є те, що спосіб мобілізації фінансових ресурсів шляхом емісії зазначених фінансових інструментів має свої переваги:

- 1) відносно дешево придбання житла;
- 2) оскільки зазначені цінні папери не передбачають сплати відсотків, то зобов'язання у емітента виникають після їх погашення;
- 3) можливість оптимізації оподаткування операцій із реалізації нерухомості;
- 4) витрати з випуску цільових облігацій не перевищують 0,5% собівартості будівництва.

Як показує практика, починаючи з 2003 р., в Україні динамічно розвивається ринок цільових будівельних облігацій (рис. 2.16).



**Рис. 2.16. Динаміка та темпи зростання обсягу розміщених цільових будівельних облігацій в Україні у 2003–2008 рр.\***

\* Розроблено автором на основі [32; 86; 133].

Найбільше нарощування обсягу розміщених цільових будівельних облігацій у абсолютному вимірі відбулося в 2006 р. (він зріс на 7,2 млрд. грн. порівняно з 2005 р.), а в відносному – в 2004 р. (приріст склав 1200% від рівня 2003 р.). Серед емітентів домінуюче становище займають будівельні компанії м. Києва та Київської обл. Зокрема, найбільші емісії облігацій для фінансування будівництва житла у 2005 р. провели такі будівельні асоціації: „Житло XXI століття” (145,6 млн. грн.), „Комфорт Інвест” (143,2 млн. грн.), „Житло киянам” (121,3 млн. грн.), „Столиця” (104,4 млн. грн.) і „Аркада-фонд” (92,0 млн. грн.). В 2008 р. ТОВ ХК „Системні інвестиції” також здійснило емісію цільових облігацій обсягом 85,2 млн. грн. [86; 133]. При цьому, практика свідчить про те, що виникають труднощі з їхнім погашенням і реалізацією інвестиційного проекту через відсутність досвіду, приналежність вказаних цінних паперів до переліку спекулятивних, не високу привабливість для інвесторів внаслідок низької їх ліквідності, можливі махінації та нецільове використання коштів, високий рівень ризиків втрати вкладених фінансових ресурсів інвестором.

Порівняльну характеристику окремих видів фінансових інструментів, з допомогою яких здійснюють мобілізацію фінансових ресурсів та їх спрямування на іпотечне кредитування відображено у додатку Р.

Дослідження практичних аспектів використання фінансових інструментів на іпотечному ринку України засвідчує їхню різносторонність, подекуди специфічність та ефективність. Найпоширенішим видом цінних паперів, які застосовують для фінансового забезпечення іпотечного кредитування є іпотечні облігації під державні гарантії та звичайні іпотечні облігації. Для цього також створюють фонди фінансування будівництва, які діють лише в Україні. При цьому їхнє використання обмежене низкою проблем макроекономічного характеру та галузевого спрямування, виникнення яких зумовлено світовою кризою ліквідності. Тому у 2009–2010 рр. національними банківськими інститутами проводяться заходи щодо ліквідації наслідків впливу деструктивних змін в економіці та фінансово-банківській системі країни,

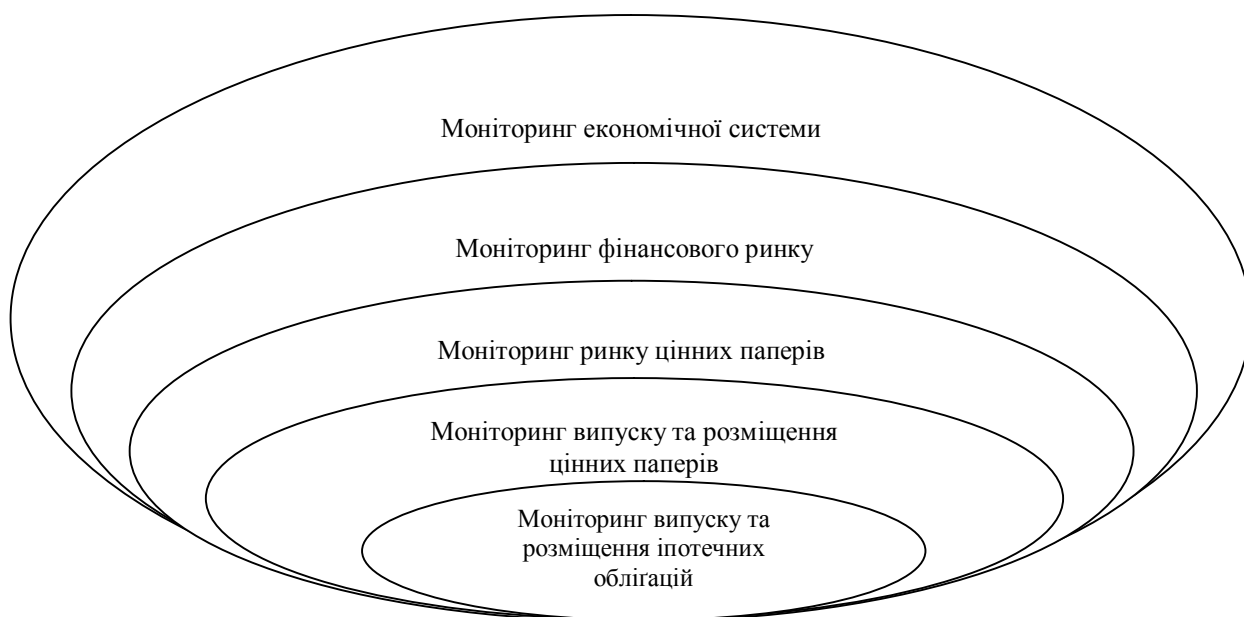
відновлюються кредитні відносини. Цьому також сприяє відміна заборони дострокового вилучення вкладів населення Постановою Національного банку України „Про окремі питання діяльності банків” від 4.12.2008 р. за № 413. Вважаємо, що з метою підвищення ефективності функціонування фінансового ринку країни та використання різних фінансових інструментів на ньому, доцільно проводити постійний моніторинг їх випуску та розміщення.

### **2.3. Моніторинг випуску та розміщення іпотечних облігацій на фінансовому ринку України**

Світове суспільство постало перед необхідністю розробки стратегії економічного поступу, виявлення протиріч формування фінансової архітектури та забезпечення економічної безпеки країн. Цілком очевидним є той факт, що існуюча система регулювання світових фінансових систем вимагає вдосконалення, оскільки саме вона забезпечує стимулювання і заохочення до оптимального використання дефіцитних фінансових ресурсів. У цьому контексті Нобелівський лауреат Д. Канеман зазначає: „Надзвичайно висока мінливість на фондових ринках і в фінансовій системі свідчить про рівень невизначеності в системі та обмежені можливості прогнозування” [79, с. 7].

Враховуючи значення фінансових ринків для реальної економіки, зростає необхідність посилення управління ними, вдосконалення процесу збору та обробки інформації щодо кількісних та якісних змін, а також визначення стратегії і тактики подальшого розвитку, тобто моніторингу економічних процесів.

В Україні складовою системи спостереження за фінансовим ринком є моніторинг випуску та розміщення іпотечних облігацій, який полягає у регулюванні зазначених операцій з цими іпотечними цінними паперами, обґрунтуванні ефективності їх використання для зміцнення фінансового потенціалу та економічної безпеки емітента (рис. 2.17).



**Рис. 2.17. Моніторинг випуску та розміщення іпотечних облігацій в загальній системі моніторингу економічної системи України\*.**

\* Розроблено автором.

Економічну сутність згаданого поняття відображає інформаційно-координаційна система відстеження, оцінки, контролю та регулювання випуску і розміщення іпотечних облігацій. Відповідно, проявляється інформаційний характер такого моніторингу, що передбачає визначення реального стану суб'єкта емісії, дослідження особливостей його функціонування й аналіз іпотечних активів, виявлення структурних змін в результаті проведення випуску та розміщення іпотечних облігацій, визначення основних параметрів змін і наслідків їхнього впливу, прогнозування розвитку емітента у майбутньому.

Зауважимо, що важливою умовою достовірності, повноти та правдивості одержаних результатів є проведення моніторингу операцій з іпотечними цінними паперами за такими принципами:

- 1) цільового спрямування, оперативності та безперервності проведення моніторингу;
- 2) повноти, об'єктивності та конфіденційності інформації;



3) забезпечення оптимізації витрат на проведення моніторингу та мінімізації при цьому ризику допущення помилок;

4) використання належного технічного забезпечення щодо збору, систематизації та обробки інформації;

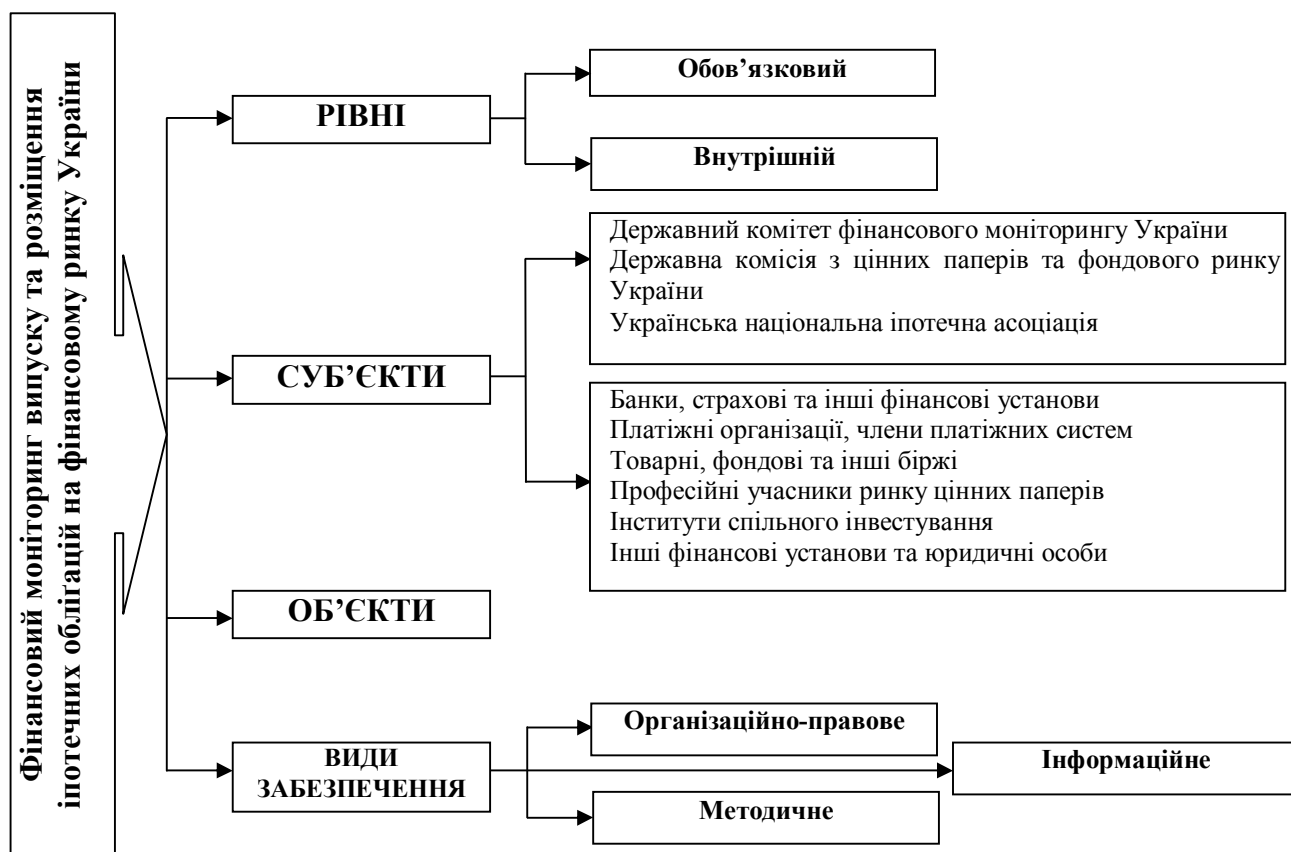
5) перманентного вдосконалення технології моніторингу.

Іншими аспектами моніторингу випуску та розміщення іпотечних облігацій на фінансовому ринку України є трудомісткість процесу у контексті обробки і трактування одержаної інформації та рівень професійної компетентності аналітиків. Зрозуміло, що від того, як проведено спостереження та здійснено аналіз інформації, залежить не лише подальший розвиток емітента, а й забезпечення його фінансової безпеки. Також це позначається на тенденціях розвитку національного ринку іпотечних цінних паперів. Звідси, важливо розробити методіку та проводити стратегічний і поточний моніторинг випуску і розміщення іпотечних облігацій емітентом для передбачення деструктивних змін макроекономічного та галузевого характеру.

Одним із проявів моніторингу фінансових відносин в Україні є фінансовий моніторинг. Притаманною рисою цього виду спостереження є його проведення на двох рівнях: на першому рівні виокремлюються ті операції, які підлягають обов'язковому фінансовому моніторингу, а на другому – здійснюється процес перевірки інформації щодо зв'язку фінансових операцій з легалізацією доходів, здобутих злочинним шляхом. Фінансовий моніторинг випуску та розміщення іпотечних облігацій на фінансовому ринку України відображає сукупність взаємопов'язаних елементів (рис. 2.18), впорядкованих за певною схемою та об'єднаних у єдиний механізм.

Таким чином, механізм фінансового моніторингу зазначених операцій з іпотечними цінними паперами виступає формою практичної його реалізації. Сутність зазначеної дефініції полягає у системі дій, відображеній певною цілісною моделлю, економіко-організаційних методів, прийомів і важелів впливу суб'єктів спостереження на об'єкти з метою забезпечення прозорого,

законного й ефективного випуску та розміщення іпотечних облігацій на фінансовому ринку України, а також забезпечення фінансової безпеки емітента.



**Рис. 2.18. Складові фінансового моніторингу випуску та розміщення іпотечних облігацій на фінансовому ринку України\*.**

\* Розроблено автором.

Провідними суб'єктами обов'язкового фінансового моніторингу виступають Державний комітет фінансового моніторингу України, Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку України та Українська національна іпотечна асоціація. Важливими регуляторами операцій з іпотечними облігаціями є Національний банк України і Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг України.

Кожен учасник іпотечних відносин проводить на локальному рівні спостереження за якістю та результатами своєї діяльності згідно з Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України „Про затвердження Положення про здійснення фінансового моніторингу учасниками

ринку цінних паперів” від 4.10.2005 р. за № 538 [173]. Схематично процес здійснення фінансового моніторингу випуску та розміщення іпотечних облігацій банківської установи акціонерної форми власності та взаємодії при цьому структурних підрозділів відображено на рис. 2.19.



**Рис. 2.19. Схема розподілу повноважень структурних підрозділів банку у процесі фінансового моніторингу випуску та розміщення іпотечних облігацій\*.**

\* Розроблено автором.

До об'єктів фінансового моніторингу належать емітенти іпотечних облігацій і показники випуску та розміщення останніх, до яких відносимо купонну і поточну дохідність та дохідність до погашення (див. табл. 1.7); коефіцієнт дисконтування; дюрацію; рівень ліквідності тощо. Зауважимо, що кожним емітентом при випуску та розміщенні іпотечних облігацій встановлюється купонна дохідність, яка залежить від надійності емітента та терміну їх обігу. Дані додатку П свідчать, що купонна дохідність звичайних іпотечних облігацій в Україні вища, ніж облігацій під державну гарантію (10,2–

25 і 9,5% відповідно), оскільки держава є найнадійнішим позичальником. Особливістю таких національних іпотечних цінних паперів є й те, що вони передбачають фіксований дохід на протязі усього терміну їхньої дії.

Крім купонної, визначають поточну дохідність іпотечних облігацій із врахуванням тенденцій на ринку цінних паперів і кон'юнктури їхніх цін. Однак, оскільки в Україні номінальна вартість фінансових інструментів іпотечного ринку не відповідає їхній справедливій ринковій ціні, то додатково використовують загальний показник – дохідність до погашення (табл. 2.9).

Таблиця 2.9

**Розрахункові показники випуску та розміщення  
іпотечних облігацій на фінансовому ринку України\***

Види іпотечних облігацій	Іпотечні облігації ПАТ АКБ „Аркада” серії „Е”	Іпотечні облігації ПАТ АБ Укргазбанку	Звичайні іпотечні облігації Державної іпотечної установи	Іпотечні облігації під державну гарантію Державної іпотечної установи		
				1	2	3
Дохідність купонна ( $D_k$ ), %	10,0	10,5	11,5	5,0	9,4	9,5
Ціна придбання ( $P_{io1}$ ), грн.	115,0	1015,0	125000,0	115000,0	115000,0	115000,0
Дохідність поточна за $P_{io1}$ ( $D_{п1}$ ), %	8,7	10,3	9,2	4,34	8,2	8,3
Дохідність до погашення за $P_{io1}$ ( $D_{дп1}$ ), %	-0,33	-13,3	-0,25	-0,77	-0,22	-0,85
Ціна придбання ( $P_{io2}$ ), грн.	95,0	975,0	95000,0	87500,0	87500,0	87500,0
Дохідність поточна за $P_{io2}$ ( $D_{п2}$ ), %	10,53	10,8	12,1	5,7	10,74	10,85
Дохідність до погашення за $P_{io2}$ ( $D_{дп2}$ ), %	5,0	9,06	5,27	1,3	1,9	2,02

1	2	3	4	5	1	2
Коефіцієнт дисконтування за $D_{дп1}$	1,49	-0,08	1,33	4,35	1,32	6,67
Коефіцієнт дисконтування за $D_{дп2}$	0,17	0,1	0,16	0,43	0,34	0,33

\* Розраховано автором.

За умови придбання іпотечної облигації з премією поточна дохідність нижча за купівельну,  $i$ , навпаки. Аналогічною є тенденція зміни дохідності до погашення: придбання фінансового інструмента іпотечного ринку зі знижкою зумовлює зростання дохідності до погашення,  $i$ , навпаки.

Відштовхуючись від результатів дослідження й усвідомлюючи інтерес інвесторів щодо вкладення вільних коштів у фінансові інструменти, можна констатувати, що справедлива дохідність іпотечних облигацій, тобто дохідність, котра при поточній кон'юнктурі дозволила б швидко їх розмістити, дещо вища від зазначеної у табл. 2.9.

Особливої уваги заслуговує той факт, що між дохідністю до погашення фінансових інструментів і коефіцієнтом дисконтування простежується обернено пропорційна залежність: чим вища норма дохідності до погашення цінних паперів, тим нижчий коефіцієнт дисконтування,  $i$ , навпаки, що підтверджено даними табл. 2.9. Крім того, Державною іпотечною установою розроблено процедуру обчислення накопиченого відсоткового доходу за іпотечними облигаціями ( $NDP$ ) у випадку, коли вони купуються чи продаються у проміжку часу між двома купонними виплатами за формулою:

$$NDP = \frac{N \cdot C \cdot (T - T_0)}{T_r \cdot 100}, \quad (2.3)$$

де  $N$  – номінальна вартість однієї облигації;

$C$  – розмір відсоткової ставки;

$T$  – дата продажу облигацій;

$T_0$  – дата початку розміщення облигацій;

$T_r$  – кількість днів у році (365) [198, с. 18].

Відповідно до формули 2.3, обсяг накопиченого відсоткового доходу за однією іпотечною облігацією в розрізі емітентів становить:

– для звичайної іпотечної облігації ПАТ АКБ „Аркада” серії „Е” (дата початку розміщення – 27 серпня 2002 р., а дата продажу – 29 листопада 2002 р., номінальна вартість 100 грн.):

$$NDP = (100 \times 10 \times 94) / 365 \times 100 = 2,6 \text{ (грн.)};$$

– для звичайної іпотечної облігації ПАТ АБ Укргазбанку (дата початку розміщення – 23 січня 2007 р., а дата продажу – 1 березня 2007 р., номінальна вартість 1000 грн.):

$$NDP = (1000 \times 10,5 \times 37) / 365 \times 100 = 10,6 \text{ (грн.)};$$

– для звичайної іпотечної облігації Державної іпотечної установи (дата початку розміщення – 11 грудня 2007 р., а дата продажу – серпень 2008 р., номінальна вартість 100000 грн.):

$$NDP = (100000 \times 11,5 \times 263) / 365 \times 100 = 8286,3 \text{ (грн.)};$$

– для іпотечної облігації під державну гарантію згаданої установи другого рівня (дата початку розміщення – 11 грудня 2007 р., а дата продажу – жовтень 2008 р., номінальна вартість 100000 грн.):

$$NDP = (100000 \times 9,4 \times 324) / 365 \times 100 = 8344,1 \text{ (грн.)}.$$

Розрахунок суми відсотків для звичайних іпотечних облігацій, випущених Державною іпотечною установою, що належить виплаті власнику за другий квартал 2009 р., проведено на основі таких даних: номінальна вартість вказаних цінних паперів рівна 100 тис. грн., відсоткова ставка – 11,5% річних, кількість днів у звітному періоді – 90. Звідси випливає, що сума відсотків становить:

$$100000 \times 11,5 \times 90 / 365 \times 100 = 2835,6 \text{ (грн.)}.$$

Отже, грошовий дохід інвестора від згаданої звичайної іпотечної облігації за другий квартал 2009 р. становить 2835,6 грн.

Окрім зазначених вище, до показників ефективності використання іпотечних облігацій належить дюрація – середньозважена тривалість виплат за

цінними паперами. Вона залежить від таких чинників, як купонна дохідність, термін погашення цінного папера та дохідність до його погашення (табл. 2.10).

Таблиця 2.10

**Розрахунок дюрації для іпотечних облігацій окремих емітентів\***

№ з/п	Роки ( $t$ )	Купонні платежі ( $CF_t$ )	$(1+D_{0n})$	Поточна вартість за період $t$ ( $PV_t$ )	$PV_t/PV$	$t(PV_t/PV)$
1	2	3	4	5	6	7
<i>Для облігацій ПАТ АБ Укргазбанку</i>						
1.	1	105,0	1,105	95,02	0,09502	0,09502
2.	2	105,0	1,221	85,99	0,08599	0,17198
3.	3	1105,0	1,491	741,11	0,7411	2,2233
4.	Усього	–	–	1000,0	1,0000	2,4903
<i>Для облігацій Державної іпотечної установи під державну гарантію</i>						
1.	1	9500,0	1,095	8675,8	0,0867	0,0867
2.	2	9500,0	1,199	7923,3	0,0792	0,1584
3.	3	9500,0	1,313	7235,3	0,0724	0,2172
4.	4	9500,0	1,438	6606,4	0,0661	0,2644
5.	5	109500,0	1,574	69567,9	0,6957	3,4785
6.	Усього	–	–	100000,0	1,0000	4,2052
<i>Для звичайних облігацій Державної іпотечної установи</i>						
1.	1	11500,0	1,115	10313,9	0,1031	0,1031
2.	2	11500,0	1,243	9251,8	0,0925	0,1904
3.	3	111500,0	1,386	80447,3	0,8045	2,4135
4.	Усього	–	–	100000,0	1,0000	2,7070

\* Розраховано автором.

За даними табл. 2.10, де  $PV$  – поточна вартість іпотечної облігації, середня тривалість платежів за трьохрічними купонними облігаціями ПАТ АБ Укргазбанку становить приблизно 2,5 роки, за двохрічними іпотечними облігаціями серії „Е” ПАТ АКБ „Аркада” – 2,26 року, п’ятирічними іпотечними облігаціями під державну гарантію Державної іпотечної установи – 4,2 року та трьохрічними купонними облігаціями згаданої установи – 2,7 року.

Варто відмітити, що купонні виплати для всіх вищезазначених іпотечних цінних паперів є сталими величинами. У випадку їх зміни в сторону збільшення, дюрація, навпаки, зменшиться, і більший обсяг виплат за згаданими фінансовими інструментами здійснюватиметься ближче до закінчення терміну їхнього обігу. Використовуючи розрахунки модифікованої дюрації, можна забезпечити управління ризиками зміни відсоткових ставок за іпотечними цінними паперами, передбачаючи приблизні коливання цін на ці фінансові інструменти.

Підсумовуючи, зауважимо, що в Україні адекватним для визначення ефективності випуску, розміщення та подальшого використання іпотечних облігацій є дохідний підхід і лонгітюдне (тривале) спостереження й аналіз показників, які визначаються при застосуванні цього підходу. Це пояснюється тим, що обсяг фінансових ресурсів, вкладених у будь-який актив, залежить від того, наскільки норма доходу відрізняється від норми відсотків за такими фінансовими інструментами. Якщо норма доходу нижча від норми відсотків за іпотечними цінними паперами, то це стимулює вкладення коштів у них. При цьому норма доходу коригується на величину витрат.

Б. Луців виділив постійні та змінні статті витрат, котрі виникають в інвесторів на ринку капіталів [122, с. 32]. Чільне місце в структурі витрат займають постійні витрати, пов'язані з комісійними виплатами, винагородою реєстратора операцій і податковими платежами. У короткотерміновому періоді їхній обсяг незначний, однак зростає в довготерміновому. Натомість, змінні витрати утворюють оплата послуг дилера (якщо таке має місце) й альтернативні витрати (різниця між справедливою та внутрішньою інвестиційною вартістю іпотечного цінного папера).

Беручи до уваги те, що забезпеченням іпотечних облігацій є нерухоме майно, можна стверджувати, що вони належать до найнадійніших інструментів інвестування. Крім того, більшість з них наділені ще й додатковим забезпеченням – безвідкличною державною гарантією у формі виплат тільки номінальної вартості у випадку їхнього погашення. Попри обмеженість такої



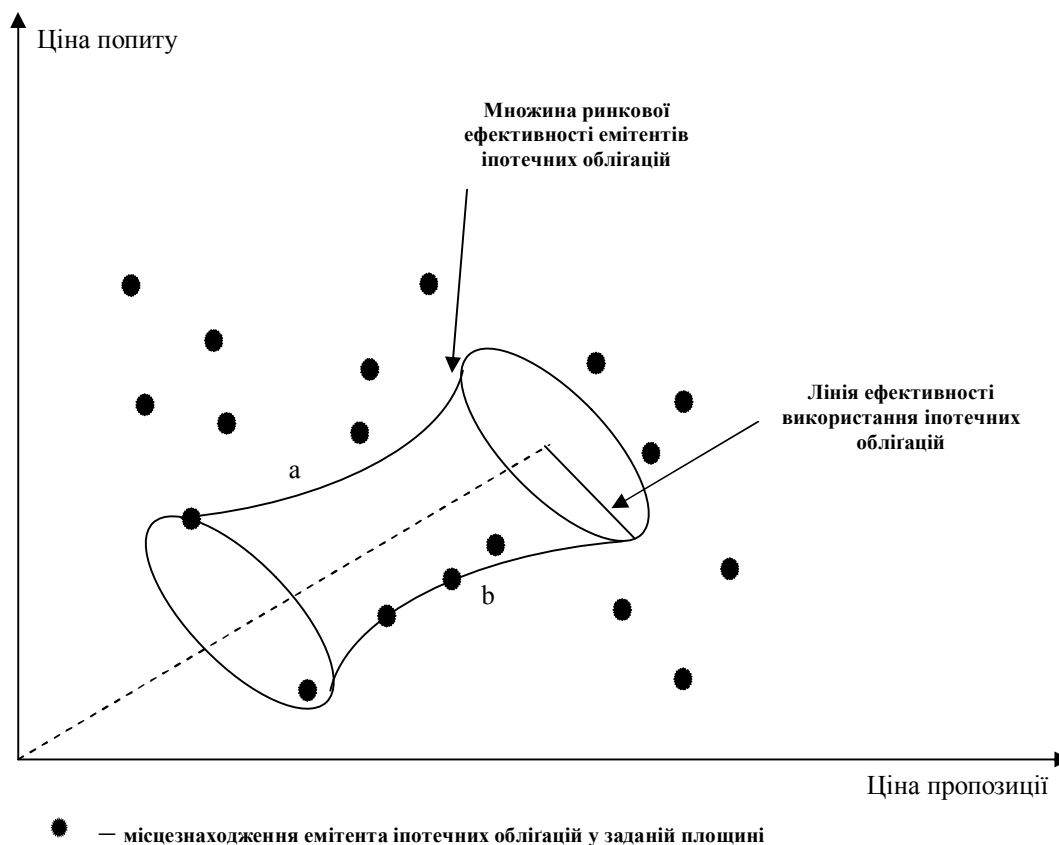
гарантії (не враховує купонних виплат), іпотечні цінні папери прирівнюються до державних (облігацій внутрішньої державної позики). Разом із тим, такі фінансові інструменти піддаються впливу ризиків, котрі властиві сфері іпотечних відносин і стосуються як інвесторів, так і емітентів. Однак, враховуючи те, що виплати за іпотечними облігаціями здійснюють саме емітенти, негативні наслідки дії ризиків для них відчутніші. Виникає імовірність невиконання номінальної вартості іпотечних цінних паперів і відсотків за ними. В сукупності вони зумовлюють виникнення кредитного ризику емітента.

Для цінних паперів Державної іпотечної установи ризик невиконання номінальної вартості невисокий, оскільки гарантом за ними є держава. При цьому імовірність непогашення відсотків повністю залежить від політики установи та її фінансового стану. Утім, попит на фінансові інструменти іпотечного ринку високий, що знижує ймовірність виникнення зазначених ризиків. Також у сфері іпотеки в Україні діють такі ризики, як валютний, ринковий, політичний, ризик концентрації, відсотковий, ризик дострокового погашення та ліквідності [183].

Розмір ризиків обчислюють за допомогою такої випадкової величини як середньоквадратичне відхилення доходності іпотечних цінних паперів, коефіцієнта варіації та показника ймовірності.

Оцінку випуску, розміщення та ефективності використання іпотечних облігацій на фінансовому ринку України можна провести за допомогою методу моделювання. Для більшої наочності графічно відобразимо сукупність емітентів зазначених цінних паперів, котрі загалом утворюють певну множину, яку відтворено в площині координат із трьома змінними – ціною попиту та пропозиції на зазначені фінансові інструменти і часом (рис. 2.20).

Розміщення емітентів у площині координат відбувається на основі аналізу базових параметрів випущених ними цінних паперів – ліквідності, доходності, ризиковості, номінальної та реальної вартості й динаміки зміни останньої.



**Рис. 2.20. Модель для оцінювання випуску, розміщення та ефективності використання іпотечних облігацій на фінансовому ринку України\*.**

\* Розроблено автором на основі [118].

В цьому контексті варто зазначити, що протягом певного проміжку часу динаміка ціни попиту випереджає динаміку ціни пропозиції іпотечної облігації. За цих умов їхній випуск і розміщення вважається ефективним. Графічно цю тенденцію відображає верхня крива а. У випадку перевищення динаміки ціни пропозиції іпотечних облігацій над динамікою ціни попиту їхній випуск та розміщення є неефективним (крива b).

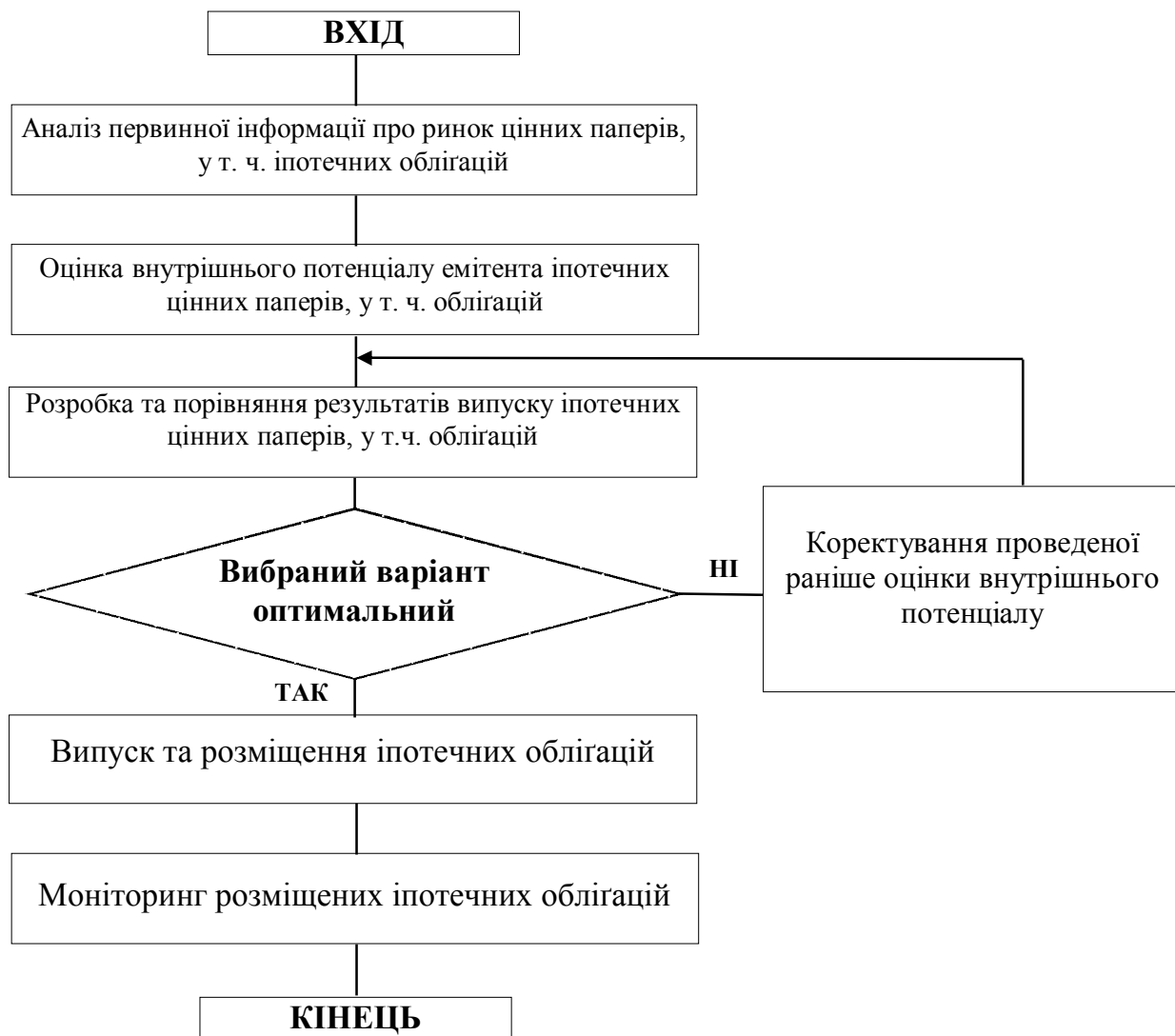
Зі зміною політики емітента та ситуації на ринку цінних паперів, одні фінансові інструменти можуть переходити з переліку ефективних до неефективних, і, навпаки. Об'єднавши кінці кривих а та b одержимо вищезазначену площину. Метод кластерного аналізу дозволяє умовно розділити рівень ефективності використання іпотечних цінних паперів лінією. З'єднавши зазначену лінію з краєм площини, одержимо межу ефективності

використання. Відповідно, тих емітентів, котрі розмістилися вище лінії ефективності використання іпотечних облігацій, відносимо до числа ефективних, а тих, котрі знаходяться нижче лінії – до неефективних. У свою чергу, випуск, розміщення та використання іпотечних цінних паперів ефективних емітентів буде вважатись ефективним, і, навпаки (див. рис. 2.20).

Не менш важливу роль при проведенні фінансового моніторингу на фінансовому ринку України відіграє є його організаційно-правове, інформаційне та методичне забезпечення. Відповідно, сукупність розроблених і прийнятих законодавчих і підзаконних актів з питань регламентування операцій з іпотечними цінними паперами, регулювання діяльності контрагентів іпотеки, а також основ функціонування національного фінансового ринку утворюють нормативно-правове забезпечення зазначеного процесу.

Інформаційним підґрунтям є внутрішні та зовнішні дані (кількісні та якісні характеристики випуску та розміщення іпотечних облігацій зокрема, і цінних паперів загалом, оцінка ефективності їх використання з метою залучення фінансового капіталу, тенденції розвитку зазначеного сегмента ринку цінних паперів, позиції конкурентів тощо). У цілому, проводиться систематизація й узагальнення одержаних відомостей, а результати співвідносяться із загальними критеріями (достовірністю, своєчасністю, повнотою). Безумовно, важливу роль при цьому відіграє вибір технології проведення моніторингу, визначення основних груп показників, які чинять позитивний та негативний вплив на операції з іпотечними облігаціями, а також розробка алгоритму випуску та розміщення останніх, тобто методичне забезпечення (рис. 2.21).

На нашу думку, згаданий вище алгоритм повинен включати такі кроки. Перш за все, потрібно здійснити аналіз первинної інформації щодо тенденцій розвитку ринку цінних паперів, насиченості ринку фінансовими інструментами, в тому числі іпотечними облігаціями, присутності інституційних інвесторів, позицій конкурентів, можливості виходу на міжнародний фінансовий ринок, можливих загроз і рівня їх впливу.



**Рис. 2.21. Алгоритм випуску та розміщення іпотечних облігацій на фінансовому ринку України \***

\* Розроблено автором.

Після цього, необхідно оцінити внутрішній потенціал емітента згаданих облігацій, рівень його фінансової безпеки та професійної підготовки працівників, імовірність державної підтримки (гарантій).

Особливу увагу варто приділити тим показникам, що виявляють імовірність настання кризових подій та розробці заходів щодо їх уникнення чи мінімізації негативних наслідків. При цьому враховуються тактика та стратегія діяльності суб'єкта іпотеки.

Наступний етап – розробка та порівняння можливих результатів емісії та вибір найефективнішого варіанта випуску і розміщення іпотечних облігацій, що

забезпечує диверсифікацію діяльності емітента та розширення його позиції на ринку.

Якщо для суб'єкта іпотеки залучення фінансових ресурсів шляхом сек'юритизації іпотечних кредитів не є доцільним, то проводиться коригування проведеної раніше оцінки внутрішнього потенціалу, що знову повертає його до вибору альтернативних варіантів. Відповідно, на кожному з етапів реалізації запропонованого алгоритму механізм фінансового моніторингу потрібно удосконалювати залежно від уточнення стратегії діяльності емітента.

Провідну роль при забезпеченні моніторингу випуску та розміщення іпотечних облігацій займає організаційне забезпечення, тобто сукупність професійно підготовлених фахівців аналітичного спрямування. Вони повинні включатись у штат усіх структурних підрозділів суб'єкта іпотеки з метою формування прозорого потоку інформації щодо тенденцій розвитку об'єкта спостереження та оцінки проведення тих чи інших змін напрямів діяльності чи стратегії загалом.

Особливої актуальності організаційне забезпечення набуває в умовах динамічних змін, у результаті чого фінансовим установам доводиться адаптуватися до зовнішніх умов. При цьому модифікуються цілі емітентів іпотечних цінних паперів і параметри функціонування.

Резюмуючи зазначене, доцільно відмітити, що в Україні започатковано практику застосування іпотечних облігацій, випуск та розміщення яких вимагає розробки ефективної технології постійного фінансового моніторингу. Саме він забезпечує збір, систематизацію й обробку інформації щодо операцій із зазначеними іпотечними цінними паперами, оцінку ефективності їх використання, а також постійне відстеження тенденцій розвитку ринку цінних паперів і передбачення імовірності настання несприятливих змін під впливом кон'юнктурних коливань економіки країни.

## Висновки до розділу 2

У результаті дослідження практики використання фінансових інструментів на іпотечному ринку України можна сформулювати такі висновки.

1. Розроблена періодизація розвитку іпотечного ринку України на основі аналізу зміни макроекономічної ситуації в країні та фінансово-банківській системі дає змогу виділити загальні ознаки та закономірності його функціонування. Виокремлено такі етапи формування іпотеки: перший (1991–1999 рр.) – становлення іпотеки; другий (2000–2004 рр.) – активізація первинного іпотечного ринку і третій (розпочався 2005 р. і триває донині) – формування вторинного іпотечного ринку.

2. З'ясовано такі особливості та характерні риси національного іпотечного ринку: надмірна валютизація; висока концентрація; перевага сегмента житлової іпотеки над іншими; високі відсоткові ставки за іпотечними кредитами, що унеможлиблює масову активність населення у сфері іпотеки; недовіра до національної банківської системи; низька активність Державної іпотечної установи у контексті рефінансування іпотечних кредитів; несформованість інфраструктури; високі ризиковість іпотечних програм і рівень інфляції; низька капіталізація інституційних інвесторів та обмеженість довготермінових й відносно дешевих джерел фінансування іпотечного кредитування.

3. Встановлено, що в Україні основними способами залучення іпотечного капіталу є пасивні операції банків (відкриття депозитів), зовнішні запозичення, випуск єврооблігацій, мобілізація активів пенсійних фондів та емісія іпотечних цінних паперів (іпотечних облігацій, іпотечних сертифікатів, сертифікатів фондів операцій з нерухомістю, цільових будівельних облігацій). Крім того, з цією метою у вітчизняній практиці використовують специфічний інструмент – фонд фінансування будівництва.

4. Аналіз перших спроб сек'юритизації іпотечних активів шляхом випуску і розміщення іпотечних облігацій дав змогу виявити стримуючі

чинники використання зазначених фінансових інструментів: відсутність висококапіталізованих інвесторів, мінімальний обіг цінних паперів, недосконалість законодавства з питань регулювання й регламентації випуску іпотечних облігацій, відсутність мережі рейтингових агенств з питань оцінки зазначених облігацій.

5. Обґрунтовано необхідність проведення фінансового моніторингу випуску та розміщення іпотечних облігацій на фінансовому ринку України із дотриманням таких принципів: цільового спрямування, оперативності та безперервності проведення моніторингу; повноти, об'єктивності та конфіденційності інформації; забезпечення оптимізації витрат на проведення моніторингу та мінімізації при цьому ризику допущення помилок; використання належного технічного забезпечення щодо збору, систематизації й обробки інформації; перманентного вдосконалення технології моніторингу.

6. На основі критичного вивчення вітчизняної практики запропоновано схему взаємодії та розподілу повноважень структурних підрозділів банку у процесі фінансового моніторингу випуску та розміщення іпотечних облігацій, а також алгоритм випуску та розміщення зазначених фінансових інструментів, які дають змогу підвищити ефективність фінансового моніторингу операцій з іпотечними облігаціями, а також покращити методичне забезпечення його проведення.

Основні положення цього розділу опубліковані у наукових працях [2; 3; 100; 101; 102; 108; 109; 113; 116].

## Розділ 3

### ШЛЯХИ АКТИВІЗАЦІЇ ПРОЦЕСУ ВИКОРИСТАННЯ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ НА ІПОТЕЧНОМУ РИНКУ УКРАЇНИ

#### 3.1. Перспективи модернізації фінансових інструментів і технологій їхнього використання на іпотечному ринку України

Зміна кон'юнктури ринку України потребує конструктивних перетворень у всіх сферах суспільного життя відповідно до зовнішніх і внутрішніх викликів. Компонентою зазначених модифікацій є трансформація національної моделі іпотечного ринку з метою вдосконалення та підвищення конкурентоспроможності фінансових послуг у системі іпотечного кредитування.

У контексті забезпечення посткризового розвитку національної іпотеки та формування конкурентних переваг вітчизняних іпотечних продуктів на іпотечному ринку доцільно застосувати синергетичний підхід, котрий передбачає вирішення комплексу теоретичних і практичних завдань, основними з яких є: розробка теоретико-методологічних засад функціонування іпотечного ринку на основі принципів самоорганізації, відкритості, нерівноважності та нелінійності (табл. 3.1); пошук джерел й алокація економічних, інформаційних і технічних ресурсів для підвищення конкурентоспроможності наявних та розробки й використання новітніх фінансових інструментів на іпотечному ринку; підготовка спеціалістів, котрі б забезпечили вирішення комплексу завдань в умовах синергетичного розвитку іпотечної системи України.

Парадигма синергетичного розвитку іпотеки спрямована на активізацію системоформуючих чинників та їх спрямування на створення нових прогресивних іпотечних технологій і базових інновацій, розробку та впровадження товарів-лідерів та формування нових сегментів ринку іпотечного кредитування.



**Принципи функціонування іпотечного ринку в посткризовий період\***

Принципи	Характеристика дії принципів
Самоорганізація	<ul style="list-style-type: none"> <li>– забезпечення стійкості функціонування іпотечного ринку за рахунок внутрішньої зміни структури і взаємозв'язків між його елементами;</li> <li>– здатність до розвитку зазначеного ринку в цілому та до об'єднання окремих складових;</li> <li>– наявність внутрішнього потенціалу в контексті підвищення ефективності функціонування;</li> <li>– виникнення та розвиток саморегульованих некомерційних об'єднань на іпотечному ринку;</li> <li>– позитивний зворотний вплив компонентів згаданого ринку на загальну модель розвитку іпотечної системи країни;</li> <li>– зміна параметрів управління іпотечним ринком та кількістю його складових</li> </ul>
Відкритість	<ul style="list-style-type: none"> <li>– можливість швидкого реагування і впливу в контексті зміни ситуації на іпотечному ринку країни та світу;</li> <li>– ефективний обмін інформацією та інтелектуальними ресурсами;</li> <li>– адаптація до нових умов функціонування і впровадження інновацій на іпотечному ринку</li> </ul>
Нерівноважність	<ul style="list-style-type: none"> <li>– спроможність забезпечити стійкість і динамічний розвиток на основі нерівномірності надходження грошових коштів та інформації</li> </ul>
Нелінійність	<ul style="list-style-type: none"> <li>– використання альтернативних шляхів надання фінансових послуг на іпотечному ринку;</li> <li>– індивідуальний підхід до просування іпотечного продукту на фінансовому ринку;</li> <li>– когерентність розвитку фінансових послуг на іпотечному ринку</li> </ul>

\* Складено автором [120].

Вважаємо, що зміна основ функціонування іпотечного ринку України відповідно до зазначених параметрів зумовить, у кінцевому підсумку, отримання синергетичного ефекту, тобто досягнення окресленої мети розвитку за рахунок об'єднання у єдине ціле окремих структурних елементів. У свою чергу, очікуваний системно-енергетичний ефект на іпотечному ринку

визначатиметься посиленням потоків іпотечних ресурсів, збільшенням обсягу та кількості виданих іпотечних кредитів, зростанням площі введеного в експлуатацію житла за рахунок іпотеки, капіталізацією вторинного іпотечного ринку.

З метою визначення перспектив модернізації національних іпотечних продуктів варто розглянути закономірності розвитку світового іпотечного ринку. Зокрема, проаналізувавши особливості формування та функціонування іпотечного ринку України, можна зробити висновок, що у 2001–2009 рр. найактивніше розвивався первинний іпотечний ринок, основу якого становили іпотечні житлові кредити (див. рис. 2.6 і 2.7). Разом із тим, світовий досвід переконує, що вітчизняний житловий сегмент зазначеного ринку поступався темпам зростання житлової іпотеки в інших країнах (додаток С).

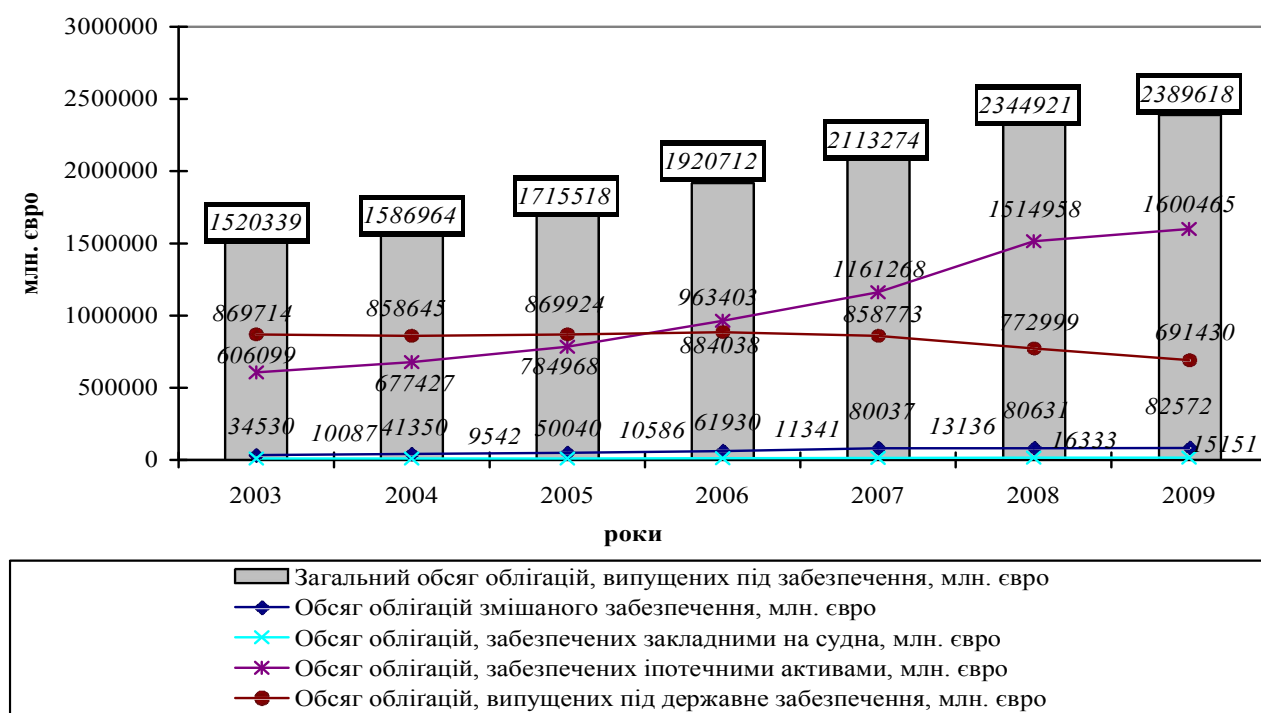
За даними вказаного додатку, найбільшим обсяг заборгованості за іпотечними житловими кредитами у 2008 р. був у США – 8115,8 млрд. євро. Щодо європейських країн, то до Топ-5 лідерів іпотечного житлового кредитування належали: Велика Британія (23,9% загального обсягу заборгованості країн ЄС), Німеччина (18,8%), Франція (11,5%), Іспанія (11%) та Нідерланди (9,6%). Обсяг житлової іпотеки в Україні становив майже 14 млрд. євро і наближався до аналогічного показника таких європейських країн, як Люксембург (15,9 млрд. євро) та Угорщина (15,6 млрд. євро). Щодо темпів зростання заборгованості населення країн за іпотечними житловими кредитами у 2008-му році порівняно з попереднім роком, то в Україні цей показник був найвищим – 87,9%. Серед країн Європи найдинамічніше житлова іпотека розвивалась у Польщі (зростання становило 61,7%), Болгарії (38%) та Словаччині (30,7%). Натомість, у Німеччині, Норвегії та США зазначений показник набув від'ємного значення (відповідно -0,7, -1,3% та -0,3%), що зумовлено фінансовою кризою.

У розрахунку на одну особу, найбільший обсяг заборгованості за іпотечними житловими кредитами населення спостерігався в Данії – 40,57 тис. євро, Норвегії – 36,26 тис. євро та Нідерландах – 35,94 тис. євро. В

Україні на особу припадало 0,3 тис. євро такої заборгованості. Найнижчим згаданий показник був у Російській Федерації та Сербії (0,2 і 0,26 тис. євро на душу населення), а серед країн Європи – в Румунії (0,25 тис. євро) й Болгарії (0,52 тис. євро).

Варто також відзначити, що у США та більшості країн ЄС іпотечний ринок житлової нерухомості є фінансово інтегрованим, а в Україні – фрагментарним (частка іпотечного житлового кредитування у відсотку до ВВП становила лише 11,3%).

Неможливо не відзначити ще одного характерного моменту, а саме важливості ринку іпотечних цінних паперів, ефективного функціонування якого у міжнародній економіці свідчить про динамічність іпотечних кредитних відносин. Зокрема, впродовж 2003–2009 рр. обсяг випущених іпотечних облігацій на світовому фінансовому ринку щороку збільшувався (рис. 3.1).



**Рис. 3.1. Динаміка обсягу випущених у світі облігацій за видами забезпечення впродовж 2003–2009 рр., млн. євро.\***

\* Розроблено автором на основі [244].

За даними рис. 3.1, динаміка розвитку ринку іпотечних цінних паперів на міжнародному економічному просторі в зазначений період була позитивною

(темпи зростання становили 2,5 раза). Натомість, на ринку облігацій під державну гарантію зменшилися обсяги емісії, що свідчить про активізацію операцій із фінансовими інструментами іпотечного ринку та виникнення нових їхніх видів (наприклад, облігацій, забезпечених закладними на судна чи літаки).

Загальний обсяг випуску облігацій за країнами-емітентами та видами забезпечення в 2009 р. відображено у додатку Т, дані котрого також беззаперечно доводять превалювання сегмента іпотечних цінних паперів над іншими фінансовими інструментами ринків капіталу.

В Україні ринок іпотечних цінних паперів перебуває на стадії становлення. Тому вважаємо, що у національних умовах з метою всебічного сприяння формуванню вторинної моделі іпотечного кредитування та модернізації фінансових інструментів і технологій їхнього використання на іпотечному ринку варто забезпечити здійснення ряду реформаційних заходів. Для цього вже розроблено проекти Стратегії впровадження новітніх фінансових інструментів на ринках капіталу до 2020 року та Державної цільової економічної програми модернізації вітчизняних ринків капіталу, якими передбачено законодавче закріплення стимулювання повноцінного функціонування ринків капіталу в Україні й уніфікацію та зміну норм фінансового права відповідно до міжнародних стандартів. Окрім того, необхідність прийняття згаданих нормативних документів спричинена низкою проблем фінансового сектору країни та ринків капіталу, а саме:

- 1) низькою концентрацією торгівлі фінансовими інструментами на організаційному (біржовому) ринку;
- 2) періодичністю (спорадичністю) здійснюваних угод;
- 3) обмеженими фінансовими можливостями інституційних інвесторів;
- 4) відсутністю належної обліково-розрахункової інфраструктури національних ринків капіталу;
- 5) низьким рівнем диверсифікації національних фінансових інструментів;
- 6) суперечностями та недосконалістю законодавчого забезпечення функціонування зазначених ринків;

- 7) нерозвиненістю інноваційних технологій фінансового ринку;
- 8) низькою якістю корпоративного управління.

Розвиваючи окреслене, можна намітити такі пріоритетні напрями модернізації національних фінансових інструментів і технологій їхнього використання на іпотечному ринку України:

– по-перше, уніфікація законодавства України відповідно до директив Європейського Союзу стосовно ринків капіталу та фінансових інструментів іпотечного ринку;

– по-друге, гармонізація економічних інтересів учасників вітчизняного ринку цінних паперів та його інфраструктури відповідно вимог єдиного ринку фінансових інструментів;

– по-третє, удосконалення національних фінансових інструментів іпотечного ринку та впровадження на ньому інноваційних технологій;

– по-четверте, розширення сфери державного регулювання іпотечного ринку та ринку цінних паперів України.

Названі стратегічні вектори реформ спрямовані на забезпечення формування цілісного механізму функціонування ринків капіталу з достатньою кількістю та компетентністю учасників, різноманітністю фінансових інструментів іпотечного ринку, належною інфраструктурою і надійною системою регулювання діяльності суб'єктів фінансового ринку, спроможного сформувати потужне підґрунтя конкурентоспроможності й можливості заявити про себе на міжнародному рівні.

Узагальнивши результати дослідження законодавства України щодо правового регламентування практики використання фінансових інструментів іпотечного ринку і враховуючи світовий досвід, можна запропонувати конкретні заходи щодо його адаптації до міжнародних стандартів.

Насамперед, доцільно прийняти такі нормативно-правові акти: Закон України „Про затвердження загальнообов'язкової пенсійної системи” (рівень II), Закон України „Про похідні цінні папери (деривативи)”, Закон України „Про іпотечні цінні папери”, Державну цільову економічну програму

модернізації ринків капіталу в Україні, Стратегію впровадження новітніх фінансових інструментів на ринках капіталу до 2020 р., Стратегію розвитку фінансового сектору України до 2015 р., Концепцію розвитку системи рефінансування іпотечних житлових кредитів, якими закласти основу подальшого розвитку національної моделі вторинного іпотечного ринку та введення до неї модернізованих іпотечних цінних паперів і технологій.

Наступний крок – зміна норм фінансового права відповідно до директив Європейського Союзу, зокрема Директиви „Про ринки фінансових інструментів” 2004/39/ЄС. У цьому контексті варто прийняти Положення „Про ринки фінансових інструментів”, у котрому чітко визначити зміст і склад національних фінансових інструментів, розширивши й доповнивши його. Сукупно це дасть змогу державі ефективно регулювати діяльність ринків капіталу, чого в Україні досі не досягнуто.

Ще одним важливим заходом щодо підвищення ефективності використання іпотечних цінних паперів має бути законодавче регламентування податкових преференцій для тих суб’єктів господарювання і фізичних осіб, котрі здійснюють операції зі зазначеними фінансовими інструментами. Вважаємо, що однією із таких податкових стимулів є звільнення або пільгове оподаткування операцій з іпотечними цінними паперами. Крім того, надання державних гарантій за фінансовими інструментами іпотечного ринку та використання закритої підписки їх розміщення активізують як внутрішнього, так і зовнішнього інвестора у зазначені цінні папери.

Посиленню прозорості та надійності іпотечного покриття, що лежить в основі випущених іпотечних цінних паперів, сприятиме формування зазначеного покриття лише з високоякісних іпотечних кредитів. При цьому згадане іпотечне забезпечення варто відособити від інших активів емітента. Задля цього доцільно створити окрему систему обліку і реєстрації іпотечного покриття, яка діє у Німеччині. Нагляд за механізмом формування і реєстрацією пулу іпотечного забезпечення потрібно покласти на незалежного аудитора, котрий виступатиме гарантом захисту інтересів держателів фінансових

інструментів іпотечного ринку та органом контролю за діяльністю емітента. Відповідно, будь-які операції щодо зміни складу пулу іпотечного покриття мають узгоджуватися зі згаданою довіреною особою (аудитором).

Можна констатувати, що у міжнародному економічному просторі забезпечено правову, інформаційну і технологічну модернізацію фінансового сектору економіки. Щодо України, то після вдосконалення законодавства з питань регламентування іпотеки у країні потрібно перейти до реалізації наступного із зазначених вище стратегічних векторів реформ – гармонізації учасників ринку цінних паперів та інфраструктур до єдиного ринку фінансових інструментів. У цьому контексті не викликає заперечень аргументація економіста Ф. фон Хайєка, згідно з якою ключову роль у ефективній організації ринку відіграє саме інституціональна інфраструктура. При цьому, чим меншою є різниця між екстернальними (законодавство, інфраструктура) та інтернальними елементами системи розвитку будь-якого ринку, тим ефективніше він діятиме [249, с. 6].

Перед подальшим дослідженням варто зазначити, що ринок іпотечних цінних паперів є компонентом ринку цінних паперів. Відповідно, його функціонування у країні, безумовно, залежить від стану і тенденцій розвитку останнього.

Із урахуванням цього зауважимо, що особливостями організованого ринку цінних паперів України є розпорошеність установ інфраструктури, автономність і відсутність стандартизованих правил надання фінансових послуг. Зокрема, за станом на 1.01.2010 р. зареєстровано 297 зберігачів, 367 реєстраторів, 3 депозитарії, 3 клірингових депозитарії, 10 фондових бірж та торгово-інформаційних систем та 737 торговців цінними паперами [185]. Консолідуючою „платформою” в Україні є фондова біржа (організатор торгівлі). Зрозуміло, що така розпорошеність й автономність діяльності професійних учасників вітчизняного ринку цінних паперів не сприяє його розвитку. До того ж, їхнє неналежне технологічно-інформаційне забезпечення стримує обіг фінансових інструментів та посилює небезпеку втрати частини

коштів від інвестування у них, тобто підвищує ризиковість операцій для інвесторів.

Необхідним заходом є гармонізація економічних інтересів національних учасників ринку цінних паперів у контексті побудови стратегії міжнародного розвитку. Вона має охоплювати:

- капіталізацію фінансово-кредитних інститутів (банків, страхових компаній та інших фінансових установ);
- упровадження єдиної політики управління внутрішніми та зовнішніми ризиками діяльності;
- оцінку стійкості суб'єктів ринку на основі уніфікованих підходів і стандартів;
- комплексне впровадження у банківську практику вимог Базеля III;
- посилення прозорості функціонування учасників;
- підвищення конкурентоспроможності банків та небанківських інститутів;
- універсалізацію та уніфікацію фінансових послуг.

Із метою уникнення ймовірності виникнення ризиків інвестування у фінансові інструменти, зокрема, в іпотечні цінні папери, доцільно розробити сукупність заходів щодо гармонізації учасників ринку цінних паперів і збереження цілісності його інфраструктури відповідно до міжнародних стандартів. У контексті зазначеного можливими є:

1) підвищення функціональності Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України, а саме:

- упровадження стандартів Міжнародної організації комісій із цінних паперів (IOSCO);
- підвищення кваліфікації персоналу на основі програми, що розробила Комісія з цінних паперів США (US SEC);
- посилення партнерства між регулятивними органами країн світу і національним регулятором;



– підтримка з боку фінансових центрів (Світового банку), що виведе на новий рівень розвитку національного фінансового регулятора ринку цінних паперів та посилить його авторитет на міжнародній арені;

2) об'єднання національних фондових бірж та утворення на їх основі потужного організованого центру операцій із фінансовими інструментами (Єдиної біржової системи) з одночасним упровадженням стандартизованих правил надання фінансових послуг для його учасників, що стимулюватиме зменшення числа операцій на позабіржовому ринку та посилення прозорості й ефективності функціонування фондової біржі, забезпечення її співпраці з відповідними міжнародними організаціями (особливо щодо формування стратегічних союзів);

3) утворення Центрального депозитарію на основі інтеграції діючих для забезпечення надійної системи фіксації прав власності на фінансові інструменти та сприяння розвитку Національної депозитарної системи, підконтрольної Єдиній біржовій системі;

4) формування консолідуючої „платформи” горизонтального типу (на основі Центрального депозитарію), що є найоптимальнішою в національних умовах;

5) стандартизація депозитарної діяльності й забезпечення інформаційно-технічної єдності та системності всіх елементів системи;

6) технологічна гармонізація всіх установ, що надають депозитарну послугу чи інші види послуг (зберігання, реєстрації тощо) задля ліквідації відставання депозитарної системи від платіжної та усунення причин гальмування обігу фінансових інструментів;

7) посилення незалежності регуляторів ринку цінних паперів;

8) обмеження максимального прямого і непрямого володіння частками у депозитарії для юридичних і фізичних осіб до 5%;

9) заснування Гарантійного фонду для повернення вкладів інвесторам у фінансові інструменти за умови невиплати цих вкладів емітентами подібно до

Фонду гарантування вкладів фізичних осіб, що знизить рівень ризику операцій із цінними паперами та підвищить їхню привабливість для інвесторів.

Іншим важливим пріоритетом є забезпечення в Україні ефективного корпоративного управління, що нині характеризується постійними процесами реструктуризації та перерозподілу власності; специфічними мотиваціями багатьох інсайдерів і великих акціонерів, які пов'язані з контролем фінансових потоків і „виведенням” активів корпорації; значною часткою держави в акціонерному капіталі; неефективним або вибіркоким державним інфорсментом в умовах розвиненого законодавства у галузі захисту прав акціонерів; активною роллю державного та корпоративного контролю відносин, що діє в рамках конфлікту інтересів – як власник, і як регулятор – через адміністративні важелі впливу [1, с. 85].

Законодавче визначення корпоративних прав та основ управління акціонерним товариством закладено у Законі України „Про акціонерні товариства” від 17.09.2008 р. за № 514-VI. Зауважимо, що зазначений нормативно-правовий акт є доволі складним і потребує роз'яснення з метою посилення привабливості корпоративної форми власності та, відповідно, її регулювання й моніторингу. При цьому варто забезпечити дотримання прав акціонерів щодо корпоративного управління, яке в Україні – знаходиться на вкрай низькому рівні.

Позитивні тенденції на ринку цінних паперів України, вдосконалення його інфраструктури й організації функціонування сприятимуть якісним змінам у розвитку вітчизняного ринку іпотечних цінних паперів. Іншим важливим аспектом таких перетворень може стати застосування новітніх фінансових інструментів іпотечного ринку завдяки удосконаленню вже існуючих і введенню в обіг нових на основі міжнародних стандартів і технологій використання. Зокрема, вітчизняні науковці [39, с. 24–25] виділяють такі групи інноваційних фінансових інструментів:

- 1) фінансові інновації, спрямовані на зменшення операційних витрат і витрат на моніторинг;

- 2) фінансові інновації, спрямовані на уникнення регуляторних правил;
- 3) фінансові інновації, спрямовані на уникнення оподаткування та/або зменшення податкового навантаження;
- 4) фінансові інновації, спрямовані на уникнення власних (корпоративних, саморегульованих) обмежень;
- 5) фінансові інновації, спричинені сегментацією фінансових ринків.

Безумовно, будь-яка інновація зумовлює якісні зміни, що приводить до перманентних нововведень і технологічної модернізації. Тому зазначений перелік новітніх фінансових інструментів постійно доповнюється (табл. 3.2).

На міжнародному іпотечному ринку віднайшли застосування різноманітні типи інноваційних фінансових інструментів, котрі, на наше переконання, потрібно імплементувати у вітчизняну практику щодо рефінансування іпотечних кредитів. До них відносимо такі:

- стріп;
- іпотечні облігації, забезпечені комерційною нерухомістю;
- іпотечні облігації, забезпечені заставними на судна;
- іпотечні облігації, забезпечені заставними на літаки;
- похідні цінні папери (гібридні цінні папери, кредитні деривативи (дефолтні свопи та кредитні ноти));
- забезпечені боргові зобов'язання.

Відштовхуючись від результатів дослідження аналізу практики використання фінансових інструментів на іпотечному ринку України та усвідомлюючи превалювання випуску і розміщення іпотечних облігацій національними іпотечними кредиторами (див. додаток П), можна констатувати ефективність упровадження такої інновації як стріп. Це цінний папір, в основі якого лежить поділ базового довготермінового активу (наприклад, іпотечної облігації) на окремі складові, що перетворюються на самостійні фінансові інструменти з різними термінами обігу. Зрозуміло, що утворений цінний папір буде похідним від купонних платежів базового фінансового інструмента та його номінальної вартості.

**Переваги та чинники, що активізують виникнення інноваційних  
фінансових інструментів на ринку цінних паперів\***

Види фінансових інновацій	Переваги				Стимулюючі чинники							
	Перерозподіл ризиків	Підвищення ліквідності	Зниження вартості угод	Зниження агентських витрат	Податкові переваги	Зниження операційних витрат	Чинники, пов'язані з регулюванням і наглядом	Рівень відсоткових ставок і їх мінливість	Вигоди від удосконалення фінансової звітності	Рівень цін і їх мінливість	Технічні досягнення	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Облігації з плаваючою ставкою і ставкою, яку коректують	+	+	-	-	+	-	-	+	+	-	-	
Облігації з аукціонною ставкою	+	+	+	+	-	+	-	+	-	-	-	
Облігації, пов'язані з ціною товару та індексами	+	-	-	-	-	-	+	-	-	+	-	
Облігації, забезпечені пулом іпотек	+	+	+	-	-	+	-	-	-	-	-	
Комерційні облігації, забезпечені нерухомим майном	-	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Боргові цінні папери з підвищеним рейтингом	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	+	
Індексовані облігації з нульовим купоном	+	-	-	-	-	-	-	+	-	-	-	
Двохвалютні облігації	+	-	-	-	-	-	+	-	-	-	-	
Єврооблігації та єврокомерційні папери	+	-	+	-	-	+	-	-	-	-	-	
Продовжуючі облігації	-	-	-	-	-	+	-	-	-	-	-	

\* Складено автором на основі [128, с. 76–77, 85–86].

Зазначена модернізація іпотечних облігацій сприятиме залученню до процесу інвестування в іпотечні цінні папери інвесторів із середньо- та короткотерміновими цілями.

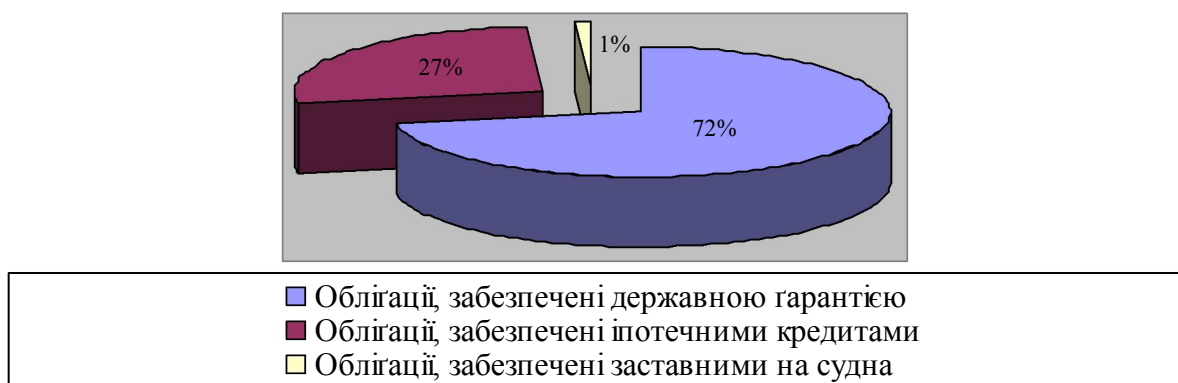
Важливим аспектом, який пояснює переваги імплементації в Україні іпотечних облігацій, забезпечених іпотечними комерційними кредитами, є те, що навіть в умовах фінансової нестабільності зазначений сегмент іпотечного

ринку продовжує функціонувати. Особливо це проявляється у великих фінансових центрах країни та м. Києві. Використання цінних паперів, забезпечених комерційними іпотечними кредитами (CMBS), поширене у США. Іпотечним покриттям для зазначених фінансових інструментів іпотечного ринку є промислова, торгова й офісна нерухомість, багатоквартирні житлові комплекси та готельні приміщення. Крім того, цінні папери, забезпечені комерційними іпотечними кредитами, наділені унікальними особливостями – заборонаю дострокового погашення на 10 років та відмінною кредитною якістю, що підвищує їх рейтинг відповідно до рівня цінних паперів Федерального казначейства США [188, с. 451–452].

Вважаємо, що впровадження в Україні іпотечних облігацій, забезпечених комерційними іпотечними кредитами, матиме особливе значення і стане стимулом активізації в країні комерційної іпотеки, котра, у свою чергу, посилюватиме конкуренцію у сфері надання фінансових послуг на іпотечному ринку з метою підвищення їх якості.

У міжнародному просторі поширена тенденція до випуску та розміщення цінних паперів, забезпечених кредитами на придбання збірних будинків (MH ABS). Можливість емісії і подальшого використання зазначених фінансових інструментів у національних умовах обмежена тим, що такого виду нерухомого майна – нема. Лише у випадку його появи можна обґрунтувати доцільність їхнього застосування.

Перспективним є долучення України до тих європейських країн, а саме Данії та Німеччини, що законодавчо закріпили основи імплементації іпотечних облігацій, забезпечених заставними на судна. Крім того, у 2009 р. в Німеччині внесено поправки до Закону „Про забезпечені облігації” з метою становлення нового сегмента іпотечного ринку – ринку іпотечних облігацій, забезпечених заставними на літаки. У цілому, частка ринку іпотечних облігацій, забезпечених заставними на судна, в 2008 р. у Німеччині становила 1% загального обсягу ринку забезпечених облігацій (рис. 3.2).



**Рис. 3.2. Структура ринку забезпечених облігацій Німеччини за видами забезпечення у 2008 р. \***

\* Розроблено автором на основі [244].

Фактично, нині в Німеччині за допомогою іпотечних облігацій, забезпечених заставними на судна та кораблі, домагаються повного рефінансування кредитів, що видають іпотечні банки на розвиток галузей судно- та літакобудування.

Враховуючи сказане, доцільно акцентувати увагу на тому, що використання таких цінних паперів частково поліпшило б ситуацію щодо фінансування зазначених галузей в Україні, розширило перелік джерел фінансових ресурсів і сприяло розбудові національного машинобудівного комплексу. Крім того, це забезпечить диверсифікацію фінансових продуктів на ринку іпотечних цінних паперів, сприятиме утворенню нових його сегментів.

Фінансові інструменти іпотечного ринку України можна модернізувати, якщо банківські установи та фінансові компанії України застосовуватимуть різновиди похідних (гібридних) цінних паперів. До переваг останніх можна віднести спрощений механізм їхнього випуску, зарахування таких інструментів до капіталу емітента та його зобов'язань, а також можливості оптимізації оподаткування прибутку від згаданих цінних паперів та прозорого визначення їхніх власників. У законодавчому контексті за кордоном гібридні цінні папери визначають як капітал. Зокрема, нормами міжнародного банківського права регламентовано, що компонентами регулятивного капіталу 1-го та 2-го рівнів є згадані фінансові інструменти, ліміт випуску яких для банківських установ у

першому випадку має не перевищувати 15%. У свою чергу, обслуговуючі платежі (відсотки, купони, дивіденди), залежно від того, як згадані інструменти утворені, зменшують базу оподаткування [39, с. 44]. При цьому вони мають відповідати таким вимогам:

- 1) бути випущеними у безстроковій формі терміном понад 5 років, повністю погашеними і не передбачати дивідендів;
- 2) давати змогу поглинати витрати емітента;
- 3) не підлягати забезпеченню чи гарантії;
- 4) у випадку заміни на високоякісніші емітент може викупити облігації після закінчення п'яти років із моменту їх випуску;
- 5) бути спроможними конвертуватися в акції.

Гібридні цінні папери оцінюють провідні світові рейтингові агенства. З цією метою вони використовують систему показників щодо вмісту капіталу та ймовірності настання ризику неплатежу за згаданими фінансовими інструментами (додаток У).

Особливістю такого типу випущених цінних паперів в Україні має бути їх довготерміновість, що дасть змогу залучати значні обсяги фінансових ресурсів для іпотечного кредитування і капіталізувати банківську систему. Для цього в національних умовах необхідно здійснити низку заходів, а саме:

- у законодавчому порядку віднести згадані фінансові інструменти до цінних паперів та регламентувати механізм їх застосування;
- Національному банку України розробити та прийняти підзаконний акт і роз'яснення до нього, в яких чітко окреслити умови й принципи впровадження у банківську практику вказаних гібридних інструментів;
- посилити банківський моніторинг, контроль та оцінку капіталу банку загалом й особливо в частині випущених гібридних цінних паперів.

Не варто також забувати і про модернізацію моделі наглядових систем і поглиблення фінансового моніторингу економічних відносин, що поліпшить функціонування й іпотечної системи. Для цього доцільно здійснити такі заходи:

1) створити єдиний мегарегулятор економічних відносин за зразком Європейського центрального банку, Федерального відомства фінансового нагляду чи відокремленої наглядової установи, що діє у Естонії, Мальті, Латвії та Угорщині. Це забезпечить стабільність фінансового ринку країни, усунення дублювання певних функцій наглядових органів, всеохоплюючий контроль за економічними взаєминами на ринку, підвищення якості фінансового посередництва та ролі фінансового сектору в економічному розвитку України. Підставами для цього послужать:

- вдосконалення законодавчого забезпечення з питань нагляду за фінансовими ринками;

- уніфікація і гармонізація регулювання банківського та небанківського сегментів фінансової системи;

- стандартизація системи обліку й аудиту;

- набуття Національним банком України статусу акціонера Банку міжнародних розрахунків, що дало б змогу отримати короткотермінові кредити у період фінансових криз чи потрясінь;

2) закріпити відповідальність за безпосередній пруденційний нагляд банківської системи за Національним банком України, як це передбачено у більшості європейських країн (Австрії, Болгарії, Греції, Іспанії, Італії, Кіпрі, Німеччині та Румунії тощо);

3) провести відокремлення Департаменту аудиту Національного банку України як особливого структурного підрозділу, підпорядкованого безпосередньо Раді директорів (досвід Великобританії), що посилить його незалежність;

4) забезпечити збереження капіталу всередині країни шляхом регулювання діяльності іноземних банків в Україні (особливо після порушення стабільності національної банківської системи);

5) створити фінансовий інститут, відповідальний за страхування депозитів (досвід США – Федеральна корпорація зі страхування депозитів);



б) перекласти частину повноважень щодо моніторингу економічних процесів на громадські та нефінансові організації (нотаріуси, аудитори, професійні консультанти тощо), Асоціацію українських банкірів.

Крім того, потрібно підвищити роль Національного банку України у розбудові іпотечної системи держави в контексті здійснення операцій Репо з іпотечними цінними паперами і забезпечення гарантій, що стимулюватимуть розвиток приватного ринку Репо. Особливо варто підкреслити, що центральні банки країн світу при здійсненні національної грошово-кредитної політики використовують цінні папери різних видів, у тому числі іпотечні (додаток Ф).

Найширше в операціях Репо центральних банків у окремих країнах використовуються державні та іпотечні цінні папери, а також фінансові інструменти урядових агенств. У Данії, Норвегії, Швеції та Швейцарії для застави до ломбардної послуги центральні банки застосовують усі згадані види цінних паперів, а в Ісландії використовують тільки державні цінні папери.

Для Канади та Японії характерним є використання інших корпоративних, іноземних і цінних паперів урядових агенств як застави до ломбардної послуги. В США при прямій купівлі-продажі апробовано застосування як державних, так і інших корпоративних фінансових інструментів, а в Канаді – лише цінних паперів фінансових інститутів, у Японії – тільки державних.

В Україні законодавчо регламентовано можливість емісії та розміщення банківськими установами іпотечних сертифікатів із фіксованою дохідністю та іпотечних сертифікатів участі, проте на практиці це не реалізовано. Крім того, у посткризовий період головний банк країни може відігравати пріоритетну роль в активізації іпотечного кредитування у контексті зниження вартості іпотечних кредитів, установивши помірну іпотечну ставку рефінансування. І, нарешті, у випадку невиконання з боку боржника умов обслуговування іпотечних кредитів, Національний банк України вправі пред'явити вимогу щодо викупу відповідного забезпечення у Державної іпотечної установи.

Безумовно, активна участь зазначеного фінансового центру у сфері іпотеки сприятиме розвитку іпотечного ринку загалом та його складових,

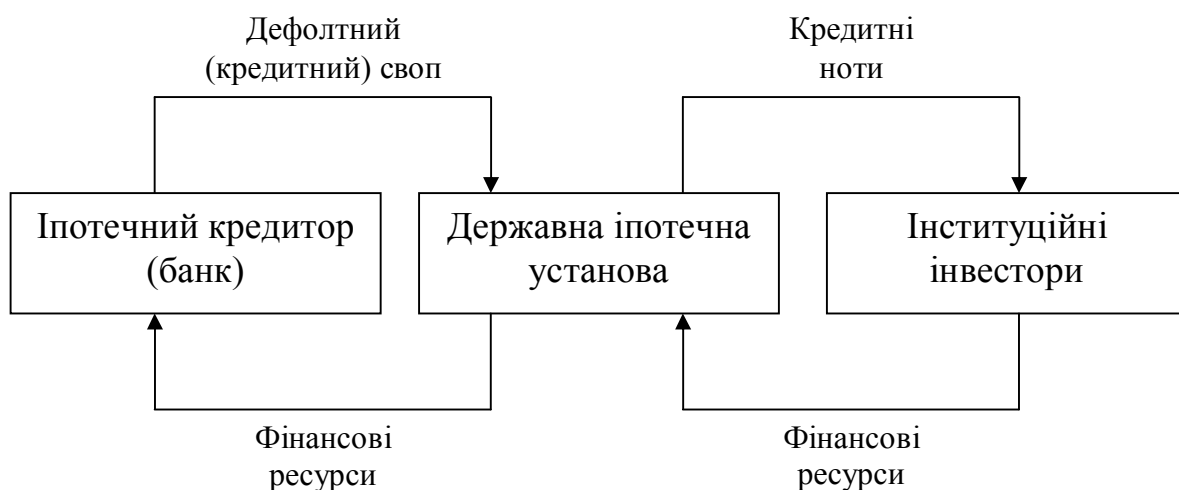
привертатиме увагу банківських установ до набуття ними статусу операторів зазначеного ринку й стримуватиме видачу проблемних кредитів недобросовісним суб'єктам ринку.

Враховуючи особливості іпотечного кредиту, а саме його довготерміновість, рівень кредитного ризику для іпотечного кредитора посилюється. Крім того, часто виникають проблеми із достроковим погашенням зазначеного кредиту, його пролонгуванням чи неповерненням узагалі, що спостерігається нині. Тому не випадково тривають пошуки способів зменшення концентрації кредитних ризиків. Як наслідок, це спричинило появу на ринку цінних паперів похідних фінансових інструментів (кредитних деривативів), що дають змогу знизити рівень зазначених ризиків, розподіляючи їх між контрагентами фінансових відносин.

В основі випущених кредитних деривативів лежать банківські кредити або ж боргові зобов'язання, що вільно обертаються на ринку цінних паперів. При застосуванні дефолтних (кредитних) свопів і кредитних нот для синтетичної сек'юритизації активи залишаються на балансі банку.

Для України альтернативним варіантом є механізм застосування згаданих похідних фінансових інструментів, який полягає у такому: банк (іпотечний кредитор) формує пул іпотечних активів, на основі яких проводить емісію кредитних свопів та передає їх Державній іпотечній установі, в результаті чого активи залишаються на його балансі; при цьому банк отримує фінансові ресурси для подальшого іпотечного кредитування; Державна іпотечна установа, у свою чергу, проводить емісію кредитних нот та продає їх інвесторам, отримуючи при цьому фінансові ресурси (рис. 3.3).

Із урахуванням викладеного, можна стверджувати, що механізм синтетичної сек'юритизації допомагає ефективно й у достатньому обсязі залучати вільні грошові кошти для видачі нових іпотечних кредитів. При цьому, з одного боку, іпотечні активи залишаються на балансі іпотечного кредитора, що дає йому змогу при нестачі фінансових ресурсів додатково збільшити розмір забезпечення.



**Рис. 3.3. Схема застосування дефолтних (кредитних) свопів і кредитних нот в Україні для синтетичної сек'юритизації іпотечних активів\*.**

\* Розроблено автором на основі [145, с. 230–231].

З іншого – Державна іпотечна установа повноцінно виконує основне призначення – рефінансування іпотечних кредитів, забезпечуючи собі поповнення вільними грошовими коштами за рахунок емісії і розміщення похідних фінансових інструментів (кредитних нот).

Для збільшення своїх активів іпотечні кредитори також можуть випускати та розміщувати боргове зобов'язання, що слугує забезпеченням економічних інтересів інвесторів. Такий механізм залучення фінансових ресурсів для розвитку іпотеки дає змогу не лише збільшити обсяги іпотечного кредитування у країні, а й оптимізувати використання іпотечним кредитором власного капіталу.

Резюмуючи зазначене, зауважимо, що формування законодавчого забезпечення та механізмів застосування зазначених новітніх інструментів іпотечного ринку стимулюватиме розвиток іпотечного кредитування в країні, підвищуватиме ефективність функціонування ринку цінних паперів України, сприятиме капіталізації фінансових установ й адаптації національного фінансового ринку до міжнародних стандартів. У свою чергу, це не тільки активізує внутрішнього інвестора, а й дасть змогу зовнішньому вкладати власні

вільні кошти у фінансові інструменти, а також забезпечить банківським установам диверсифікацію джерел залучення фінансових ресурсів у сферу іпотечного кредитування і знизить ризики, пов'язані з процесами випуску та розміщення іпотечних цінних паперів.

Підґрунтям модернізації фінансових інструментів іпотечного ринку є вдосконалення технологічного забезпечення діяльності інституційних інвесторів, фондових бірж, центрального депозитарію та сек'юритизації іпотечних активів. Відзначимо, що в цьому контексті необхідно забезпечити:

1) розробку нормативно-правових засад і практичних рекомендацій щодо функціонування модернізованих інвестиційних фондів, венчурних інвестиційних фондів інноваційного розвитку та технологій інвестиційного страхування;

2) удосконалення технологій торгівлі товарними, фондовими і валютними деривативами на відповідних біржах України;

3) зміну механізму функціонування національних бірж відповідно до міжнародних стандартів і норм;

4) впровадження розрахунково-платіжних технологій здійснення міжнародних операцій на ринках капіталу;

5) законодавче визначення механізму сек'юритизації фінансових активів.

Це в комплексі сприятиме ефективнішому функціонуванню суб'єктів іпотечного ринку, підвищенню їх конкурентоспроможності порівняно з іншими контрагентами, оптимізації процесів управління та реалізації фінансових послуг на ринку.

Варто наголосити, що особливо важливе значення для національних іпотечних кредиторів матиме застосування у практичній діяльності схем аутсорсингу (інноваційних методів оптимізації фінансових ресурсів при побудові й експлуатації систем у різних сферах діяльності) та реінжинірингу (фундаментального переосмислення та радикального перепроєктування бізнес-процесів з метою досягнення істотних покращень у вартісних та кількісних результатах господарської діяльності організації) [211, с. 7].

На нашу думку, застосування аутсорсингу на іпотечному ринку сприятиме підвищенню іпотечного кредитування та мінімізації витрат, із ним пов'язаних, концентрації уваги на основному виді діяльності завдяки тому, що додаткові функції перекладають на спеціалізовані зовнішні організації. Інакше кажучи, зазначені виконавці опрацьовують банківську, іншу фінансово-розрахункову документацію при проведенні операцій з іпотечними кредитами та іпотечними цінними паперами.

Зауважимо, що за допомогою аутсорсингу можна забезпечити:

1) залучення висококваліфікованих спеціалістів для проведення чи допомоги іпотечному кредиторів у випуску та розміщенні іпотечних цінних паперів;

2) передачу частини повноважень щодо виконання конкретних завдань стороннім спеціалізованим організаціям;

3) створення потужних каналів зв'язку за рахунок фінансових ресурсів колективного користування;

4) фінансову стійкість та безпеку суб'єкта іпотечного ринку.

Беззаперечним є те, що в умовах кон'юнктурних коливань та нестабільності, пошуку нової доктрини економічного поступу суб'єкти ринку намагаються зберегти свою незалежність та фінансову стійкість. У цьому контексті здійснюють структурні перетворення, змінюють технологію управління та вектори розвитку.

Вважаємо, що для іпотечного кредитування загалом та відновлення функціонування кредитного ринку в Україні зокрема, варто імплементувати реінжиніринг, що забезпечить виведення галузі на новий, якісно вищий та ефективніший рівень, посилення її конкурентоспроможності. Більше того, він сприятиме перетворенню механізму управління із системної методології на процесну. Це дасть змогу усунути низку чинників деструктивного управління господарськими процесами, а саме: уникнути явища бюрократії та неефективної діяльності, наповнити працю продуктивним змістом, відмовитися від функціонального підходу до управління.

Запровадження у банківській системі реінжинірингу змусить інші фінансові установи й інститути долучатися до цього методу управління, що активізує його використання у фінансовій системі загалом та державному секторі зокрема.

У національних умовах спостерігається не лише необхідність зміни управлінської доктрини, а й зростання потреб суб'єктів господарювання у вільних грошових коштах, що пов'язане з процесами інтенсивного відновлення та модернізації основних засобів. Це окреслює нові вимоги не тільки до іпотечного ринку, а й до ринку цінних паперів, котрі взаємопов'язані та взаємозалежні.

Враховуючи багатоваріантність та особливості моделей ринку цінних паперів (англосаксонської, ісламської, японської і німецької), варто відзначити, що для України на сучасному етапі економічного розвитку найадекватнішою є німецька модель ринку цінних паперів, котра ґрунтується на превалюванні емісії та обігу боргових зобов'язань, стійкій банківській системі, прагненні громадян до соціальної захищеності, низькій схильності до ризику, високій нормі заощаджень населення тощо.

Запровадження інших моделей організації та функціонування ринку цінних паперів недоцільне, оскільки розвиток цієї ланки вітчизняної ринкової інфраструктури стримується через наявність певних перешкод:

1) законодавчого обмеження діяльності таких учасників ринку цінних паперів як торгово-інформаційні системи та фондові біржі, а також щодо використання інструментів грошового ринку;

2) неналежного технологічного забезпечення функціонування інфраструктури ринку;

3) відсутності центрального депозитарію;

4) низької прозорості та інформаційного забезпечення здійснення угод;

5) розпорошеності національних фондових бірж, обмеженості взаємодомовленості та взаємоузгодженості між ними;

- б) неможливості здійснення операцій із фінансовими інструментами через Internet;
- 7) недосконалості системи оподаткування операцій із цінними паперами;
- 8) незацікавленості та низького рівня інформованості населення щодо тенденцій розвитку національного ринку цінних паперів;
- 9) неузгодженості корпоративного управління;
- 10) обмеженості внутрішніх ринків і недовіри до їх прозорості зовнішніх інвесторів;
- 11) низької ліквідності й капіталізації ринку;
- 12) незацікавленості держави і Національного банку України у проведенні емісії цінних паперів.

У контексті викладеного вважаємо, що входження національного фінансового ринку в європейський та світовий економічні простори дасть змогу розв'язати частину зазначених проблем функціонування ринку цінних паперів та забезпечити [144, с. 84]:

- підвищення рівня корпоративного управління;
- доступ до значних фінансових ресурсів та зниження їх вартості;
- захист і гарантування прав інвесторів;
- поліпшення технології і стандартів здійснення операцій;
- спрощення процедури виходу на міжнародні ринки;
- зниження рівня системних ризиків;
- обмеження впливу фінансово-промислових груп та інших суб'єктів господарювання;
- побудову цілісної системи промислово-інвестиційної діяльності.

Щоправда, конкуренція на зазначеному ринку змусить окремих його учасників призупинити діяльність або змінити організаційно-правову форму власності, посиляться ризики втрати бізнесу невеликими підприємствами.

Важливим напрямом удосконалення вітчизняної моделі іпотечного кредитування є впровадження інноваційних технологій діяльності учасників ринку іпотечних цінних паперів, а саме:

– впровадження в Україні торговельного майданчика NASDAQ/OMX, котрий дає змогу забезпечити безперебійний інформаційний потік із метою посилення ефективності розрахунково-клірингових операцій. Це сприяло б процесам інтеграції національного ринку іпотечних цінних паперів до відповідних європейського і трансатлантичного ринків шляхом залучення значних коштів, отриманих в результаті брокерських операцій, що полягають у виконанні дилером наказу клієнта щодо купівлі-продажу іпотечних цінних паперів за найкращою ціною;

– розробка та використання сучасного програмного забезпечення для виявлення шахрайства на зазначеному сегменті ринків капіталу;

– адаптація Системи звітності про угоди TRS (система обліку операцій), що діє в європейських країнах;

– посилення прозорості операцій на ринку іпотечних цінних паперів шляхом переходу національних суб'єктів господарювання на міжнародні стандарти фінансової звітності.

Переважає більшість паритетних відносин між суб'єктами господарювання ґрунтується на вивченні результатів діяльності контрагентів на основі даних бухгалтерського обліку з приводу купівлі-продажу фінансових інструментів, який визначає порядок складання і ведення ними фінансової звітності. Враховуючи важливість інформаційного забезпечення у співпраці, в рамках першочергових заходів зі стандартизації фінансових відносин було розроблено і прийнято міжнародні стандарти фінансової звітності, що охоплюють міжнародні стандарти фінансової звітності, міжнародні стандарти бухгалтерського обліку та роз'яснення, котрі розробив Комітет із тлумачень міжнародних стандартів фінансової звітності.

Завдяки цьому за кордоном забезпечують узгодженість інформаційної бази даних та ефективність її використання, гармонізацію вимог щодо правильності складання і ведення фінансової звітності. Як наслідок, перехід країн на міжнародні стандарти бухгалтерського обліку не лише активізує внутрішньогосподарські відносини, а й стимулює розвиток міжнародного



співробітництва, долаючи національні кордони та правові й інші неузгодженості.

У національній практиці використання фінансових інструментів іпотечного ринку однією з вимог стратегії євроінтеграції є перехід на міжнародні стандарти. Зокрема, Законом України „Про загальнодержавну програму адаптації законодавства України до законодавства Європейського Союзу” від 18.03.2004 р. за № 1629 встановлено обов’язковість застосування суб’єктами господарювання, іпотечні цінні папери яких перебувають у лістингу, міжнародних стандартів фінансової звітності, а перехід на міжнародні стандарти ведення бухгалтерського обліку виокремлено як один із пріоритетних напрямів процесу адаптації.

Відповідно, виникла потреба формування нормативно-правового та організаційного забезпечення використання учасниками фінансових відносин міжнародних стандартів бухгалтерського обліку в своїй діяльності. З цією метою члени Федерації професійних бухгалтерів і аудиторів України розробили методику трансформації фінансової звітності з питань використання фінансових інструментів іпотечного ринку національними суб’єктами господарювання у фінансову звітність за міжнародними стандартами (табл. 3.3).

Хоча Комітет із міжнародних стандартів бухгалтерського обліку визначив, що вони є тільки рекомендованими, а над ними превалюють національні положення, Розпорядженням Кабінету Міністрів України „Про схвалення Стратегії застосування міжнародних стандартів фінансової звітності України” від 24.10.2007 р. за № 911-р передбачено обов’язкове, починаючи із 2010 року, складання фінансової звітності згідно з відповідними міжнародними стандартами підприємствами-емітентами цінних паперів, які перебувають у лістингу організаторів торгівлі на фондовому ринку, а також банками і страховими компаніями.

**Відповідність національних положень бухгалтерського обліку щодо використання фінансових інструментів іпотечного ринку міжнародним стандартам\***

<b>Положення (стандарти) бухгалтерського обліку (П(с)БО) в Україні</b>	<b>Міжнародні стандарти бухгалтерського обліку (МСБО)</b>
П(с)БО 10 „Дебіторська заборгованість”	МСБО 32 „Фінансові інструменти: визнання та оцінка”
П(с)БО 12 „Інвестиції”	МСБО 28 „Інвестиції в асоційовані підприємства”; МСБО 32 „Фінансові інструменти: визнання та оцінка”
П(с)БО 13 „Фінансові інструменти”	МСБО 32 „Фінансові інструменти: визнання та оцінка”; МСБО 39 „Фінансові інструменти: розкриття та подання ”
П(с)БО 17 „Податок на прибуток”	МСБО 12 „Податки на прибуток”
П(с)БО 24 „Податок на акцію”	МСБО 33 „Податок на акцію”
П(с)БО 32 „Інвестиційна нерухомість”	МСБО 40 „Інвестиційна нерухомість”

\*Складено автором на основі [124, с. 185–186].

У контексті зазначеного доцільно:

- 1) забезпечити підготовку або перекваліфікацію фахівців з питань адаптації національної фінансової звітності до міжнародних стандартів із приводу випуску, розміщення та купівлі-продажу іпотечних цінних паперів;
- 2) розробити методичні рекомендації щодо застосування міжнародних стандартів у зазначеній сфері та їх роз’яснення;
- 3) окреслити схему імплементації згаданих стандартів у національну практику шляхом конвергенції національних і міжнародних стандартів, розроблення національних стандартів на основі міжнародних чи абсолютного їх прийняття як національних;

4) здійснювати постійний моніторинг застосування міжнародних стандартів фінансової звітності щодо операцій із фінансовими інструментами іпотечного ринку.

Закономірно очікувати, що інтеграційні процеси й заходи адаптації національних економічних систем до міжнародних норм і стандартів зумовлять посилення проявів конкуренції та часткової втрати країною економічних і конкурентних позицій. За таких умов виникає потреба у зміцненні і розширенні сфери державного регулювання та підтримки іпотечного ринку й ринку цінних паперів через:

– дотримання принципів демократії з боку суб'єктів іпотечного ринку та ринку цінних паперів у економічній сфері та політичної стабільності в країні на тривалу перспективу, що сприятиме залученню на вторинний іпотечний ринок як внутрішнього, так і зовнішнього інвестора;

– законодавче визначення всіх основних аспектів функціонування іпотечного та фінансового ринків України, механізмів залучення і розподілу фінансових ресурсів між їхніми ланками й сегментами, завдяки чому підвищиться прозорість та надійність іпотечних кредитних відносин у країні;

– забезпечення перманентного макроекономічного розвитку економіки країни, залучення іноземних інвестицій на ринки капіталу, активізації внутрішнього інвестора, відновлення ліквідності національної банківської системи і страхового ринку, встановлення як еталону кривої дохідності за державними цінними паперами, всебічне стимулювання розвитку ринку цінних паперів. Сукупно це зумовить поліпшення добробуту населення та суб'єктів господарювання і тим самим підвищить доступність для них іпотечних кредитів;

– державне фінансування програм пільгового забезпечення житлом тих категорій громадян, котрі не належать до потенційних іпотечних позичальників, відновлення довіри населення до державної влади, визначення на рівні Національного банку України іпотечної ставки рефінансування іпотечних кредитів, підвищення незалежності й вагомості Державної іпотечної

установи. Це допоможе державі фінансово підтримати незахищені верстви населення та виконати свою соціальну функцію;

– формування інфраструктури іпотечного ринку на основі принципів синергетичної системи (самоорганізованості, відкритості, нелінійності й нерівноважності), утворення центрального депозитарію та Єдиної біржової системи, що уніфікує і гармонізує діяльність професійних учасників ринку цінних паперів, забезпечує стандартизацію механізму надання фінансових послуг на іпотечному ринку;

– вдосконалення ліцензійних вимог, розроблення методики застосування штрафних санкцій та механізму їх стягнення за порушення норм законодавства щодо іпотеки, посилення ринкового нагляду за функціонуванням іпотечної системи;

– обмін науковими досягненнями з питань формування і функціонування іпотечного ринку та підвищення ефективності взаємозв'язків між його компонентами.

Пріоритетну роль держава повинна виконувати не лише у стимулюванні ринку іпотечних цінних паперів, а й сприяти становленню і розвитку усіх сегментів іпотеки, зокрема забезпечити формування земельної іпотеки у країні.

Це дасть змогу:

1) підвищити доступність кредитних ресурсів для сільськогосподарських підприємств, а також рівень їх кредитоспроможності;

2) активізувати економічний оборот земельних ресурсів сільськогосподарського призначення, тим самим суттєво збільшивши виробничий капітал у зазначеній сфері;

3) вирішити частину еколого-економічних проблем аграрного сектора.

На нашу думку, можливими формами державної підтримки земельної іпотеки в Україні є такі:

– покриття частини витрат із виплати відсотків за іпотечними земельними кредитами;

- викуп земельних ділянок сільськогосподарського призначення, які підлягають продажу чи не були реалізовані на публічних торгах;
- фінансове забезпечення механізму формування земельних ділянок;
- надання державних гарантій за іпотечними цінними паперами, забезпеченням яких є іпотечні земельні кредити;
- створення Державного земельного іпотечного банку як пріоритетного оператора ринку іпотечних земельних кредитів;
- формування регіональних фондів фінансових ресурсів та програм сприяння розвитку земельної іпотеки.

У контексті викладеного вище, першочергово доцільно:

- 1) зняти мораторій на купівлю-продаж земельних ресурсів сільськогосподарського призначення;
- 2) збільшити розмір земельної ділянки, яка може перебувати у володінні однієї фізичної та/чи юридичної особи (до 1.01.2010 р. вона не повинна була перевищувати 100 га);
- 3) забезпечити формування реальної ціни на землю, особливо у частині визначення її верхньої і нижньої межі;
- 4) встановити часовий проміжок, упродовж якого забороняється перепродаж раніше придбаної земельної ділянки, щоб унеможливити спекуляції зі земельними ресурсами країни.

Окрім того, важливим є забезпечення лібералізації руху фінансових ресурсів. У цьому контексті поділяємо точку зору А. Шаповалова [224, с. 79], згідно з якою: доцільно ухвалити новий рамковий закон, що регулював би транскордонні потоки капіталу і замінив велику кількість чинних нормативних актів; перейти до сучасних інструментів управління на основі плаваючого валютного курсу і таргетування інфляції; впровадити нагляд за банківською системою країни на основі оцінки ризиків і поліпшення можливості прогнозування волатильних короткотермінових потоків капіталу, а також управління ними.

Привертає до себе увагу міжнародний досвід, котрий свідчить про те, що країни з порівняно незалежними центральними органами регулювання (такими можна вважати і Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку України та Національний банк України тощо) досягають ефективних результатів у забезпеченні фінансової стабільності. Відповідно, Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку України чи новоутворений замість неї мегарегулятор, у випадку забезпечення своєї незалежності, набуде права самостійного регулювання, нагляду і моніторингу за ринком цінних паперів без нормативно-правових актів уряду або інших органів влади.

Резюмуючи, можна констатувати, що перманентний розвиток суспільства та посилення конкуренції на іпотечних ринках потребують модифікації економічних відносин, удосконалення механізмів надання фінансових послуг та посилення системи управління іпотечними кредитними відносинами. Крім того, для забезпечення формування конкурентних переваг необхідно змінити відповідно до міжнародних стандартів і норм основи іпотечного кредитування.

Для цього потрібно уніфікувати законодавство України згідно з директивами Європейського Союзу стосовно ринків капіталу та фінансових інструментів іпотечного ринку, гармонізувати учасників ринку цінних паперів і суб'єктів його інфраструктури з єдиним ринком фінансових інструментів, модернізувати фінансові інструменти іпотечного ринку та впровадити на ньому інноваційні технології, а також розширити державне регулювання ринку іпотечних цінних паперів.

### **3.2. Прогнозування розвитку іпотечного ринку та оптимізація структури портфеля іпотечних цінних паперів**

Економічні процеси в Україні обумовлюють трансформацію соціально-економічних відносин і напрями розвитку держави, вдосконалення інституційної структури та розширення інфраструктури ринків, диференціацію форм власності, поглиблення соціальної нерівності й посилення потреби в

інвестиційних ресурсах. Як наслідок, дедалі більше уваги приділяється іпотеці, котра зумовлює структурні зрушення економічних систем, їхнє наповнення достатніми фінансовими вливаннями через мультиплікаційний ефект, і, тим самим, забезпечує стаке економічне зростання. При цьому чільне місце у зазначених перетвореннях займає іпотечний ринок, що перерозподіляє вільні грошові кошти населення і спрямовує їх на розв'язання важливих соціально-економічних проблем.

У контексті викладеного можна зауважити, що передбачення майбутніх закономірностей зміни макроекономічних показників і розвитку іпотечного ринку в країні мають важливе значення для суб'єктів економічних відносин у контексті уникнення негативних тенденцій та погіршення стану економічного середовища. Відповідно, за таких умов, все більше уваги приділяють прогнозуванню.

Іншим важливим аспектом аналізу економічного середовища, що пов'язаний із трансформацією іпотеки та формуванням інвестиційної моделі іпотечних кредитних відносин, тобто утворенням ринку іпотечних цінних паперів, є розроблення для інвестора ефективних економічних стратегій формування оптимального портфеля цінних паперів. Особливу роль зазначені стратегії відіграють для тих учасників ринкових відносин, які володіють вагомими фондами фінансових ресурсів, що їх передбачено вкласти у фінансові інструменти для отримання економічної вигоди. Розроблення згаданих стратегій також сприяє оптимізації використання фінансових інструментів у системі іпотечного кредитування.

Розвиваючи зазначене, відмітимо, що за допомогою економіко-математичного моделювання, а саме екстраполяції (формульного вираження відшуканої аналітичної залежності між економічними змінними) передбачається, насамперед, визначити прогнозні значення основних показників розвитку іпотечного ринку України, а саме: обсягів іпотечного кредитування; кількості виданих іпотечних кредитів; рівня розвитку згаданого ринку.

Окрім того, вважаємо за доцільне спрогнозувати динаміку показників валового внутрішнього продукту та доходів населення, які взаємопов'язані з обраним досліджуваним об'єктом. Для цього побудуємо моделі трендів, що наочно відобразять лінії, котрі найточніше описують зміни прогнозних значень обраних показників.

Екстраполяція основних показників розвитку іпотечного ринку, валового внутрішнього доходу та доходів населення України здійснена нами за допомогою пакета опрацювання статистичної інформації STADIA [72, с. 26–126] на основі емпіричних даних за 2005–2009 рр. (додаток X).

Усі економіко-математичні моделі та розрахунки адекватні експериментальним даним і мають високе значення коефіцієнта кореляції. Спільним для них є перемінна величина – час. За результатами використання зазначених моделей можна здійснити економічний аналіз закономірностей і тенденцій зміни окреслених параметрів та побудувати їхній прогноз на п'ять років.

Відповідно до сказаного вище, економіко-математична модель обсягу ВВП набула вигляду:

$$y = 308700 + 135000t, R = 0,9591, \quad (3.1)$$

де  $y$  – обсяг валового внутрішнього продукту, млн. грн.;

$t$  – часовий інтервал, рік;

$R$  – коефіцієнт кореляції.

На підставі (3.1) можна констатувати, що середньорічне зростання обсягу валового внутрішнього продукту України становить 135000 млн. грн.

Для визначення темпів зростання величини ВВП використаємо модель виду:

$$y = e^{12,83+0,2012t}, R = 0,9617. \quad (3.2)$$

Проаналізувавши залежність (3.2), можна відзначити, що обсяг валового внутрішнього продукту у фактичних цінах щорічно збільшується в 1,22 раза, або на 22%. При цьому варто врахувати той факт, що в Україні лише в 2002 р. індекс інфляції був від'ємний (-0,6%), тоді як у 2001 р. він склав 6,1%, у



2003 р. – 8,4%, у 2004 р. – 12,3%, у 2005 р. – 10,3%, у 2006 р. – 11,6%, у 2007 р. – 16,6%, у 2008 р. – 22,3% і в 2009 р. – 12,3% [29, с. 57]. Таким чином, щорічне зростання валового внутрішнього продукту не перевищує 7–12%.

Майбутні значення показника ВВП спрогнозуємо за допомогою наступної економіко-математичної моделі:

$$y = e^{12,95} \cdot t^{0,5055}, R = 0,9709. \quad (3.3)$$

На підставі (3.3), встановлено, що впродовж 2010–2014 рр. прогнозний обсяг валового внутрішнього продукту зросте на 308 млрд. грн. (табл. 3.4).

Таблиця 3.4

**Прогнозні значення обсягу ВВП у фактичних цінах на 2010–2014 рр.**

Прогнозний період, рік	2010	2011	2012	2013	2014
Прогнозне значення ВВП, млн. грн.	1043000	1128000	1207000	1281000	1351000

Незважаючи на стійке нарощення обсягу валового внутрішнього продукту, він в Україні порівняно з провідними країнами світу залишається вкрай низьким (табл. 2.2).

Передуючи подальшому дослідженню, варто зазначити, що попит на іпотечні кредити зумовлений підвищенням рівня фінансової забезпеченості населення, основу якої становлять доходи.

Економіко-математична модель, що описує реальні доходи населення України, визначається залежністю:

$$y = 181763 + 102295t, R = 0,9846, \quad (3.4)$$

де  $y$  – обсяг доходів населення, млн. грн.;

$t$  – часовий інтервал, рік;

$R$  – коефіцієнт кореляції.

На підставі (3.4) можна констатувати, що середньорічне зростання обсягу реальних доходів населення країни становить 102295 млн. грн. При цьому темпи зростання виражаємо моделлю:

$$y = e^{12,28+0,2446t}, R = 0,9949. \quad (3.5)$$

Аналіз залежності (3.5) дає підстави зазначити, що доходи населення України щороку збільшуються в 1,245 рази, або на 24,5%. Крім того, отримано прогнозні значення згаданого показника, які відображено у табл. 3.5.

Таблиця 3.5

**Прогнозні значення доходів населення України на 2010–2014 рр.**

Прогнозний період, рік	2010	2011	2012	2013	2014
Прогнозне значення, млн. грн.	847500	1055000	1313000	1634000	2035000

Незважаючи на зростаючу динаміку доходів населення України, переважну їх більшість громадян витрачають на споживчі потреби, а не на поліпшення житлового забезпечення чи придбання предметів розкоші.

Треба усвідомити і те, що високий рівень інфляції впродовж досліджуваного періоду, у свою чергу, обмежував інвестиційну спроможність контрагентів угод.

Водночас, як показують практика і численні емпіричні дослідження, простежується позитивна тенденція розвитку вітчизняного іпотечного ринку, економіко-математична модель якого наступна:

$$y = -19160 + 26980t, R = 0,9605, \quad (3.6)$$

де  $y$  – загальна заборгованість населення України за іпотечними кредитами, млн. грн.;

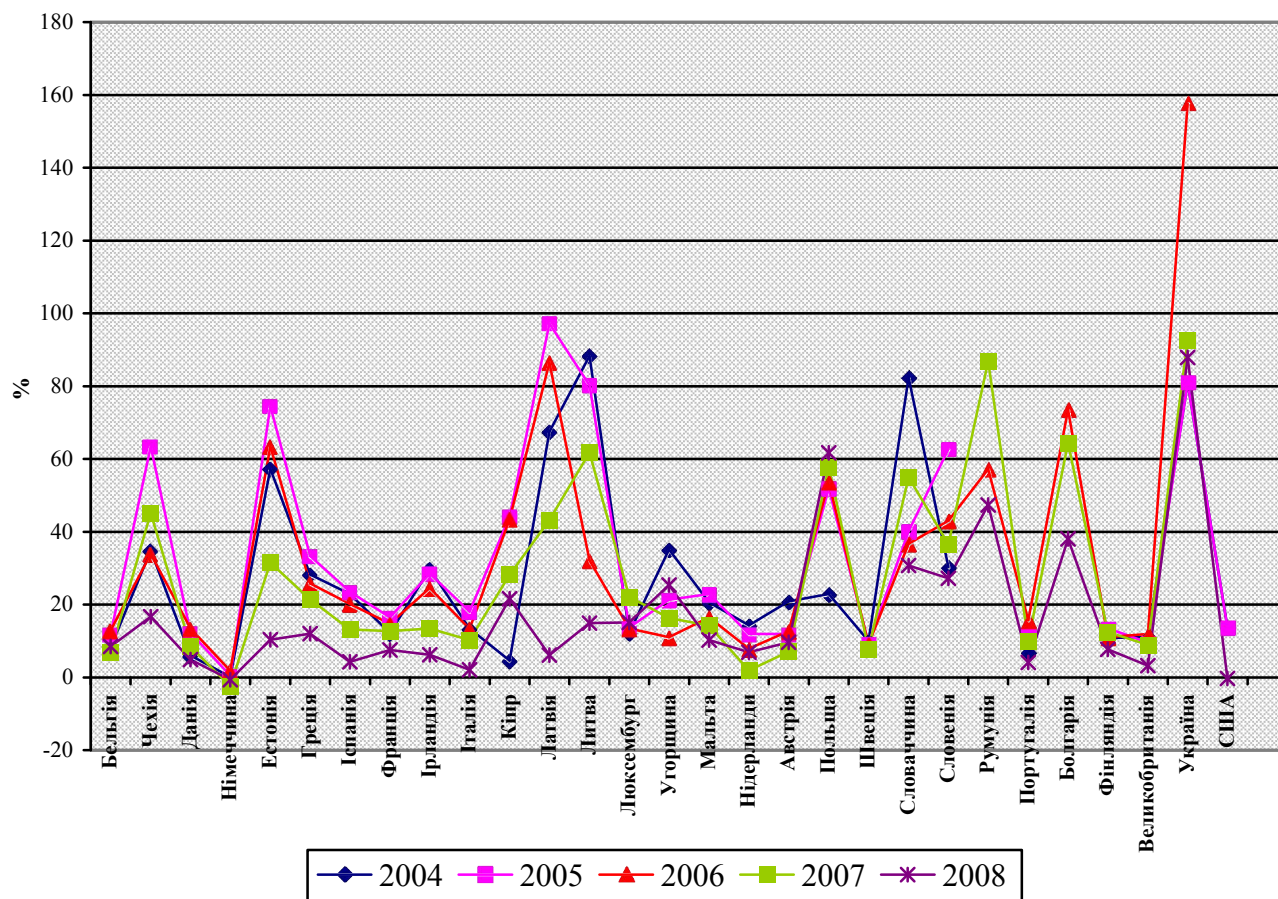
$t$  – часовий інтервал, рік;

$R$  – коефіцієнт кореляції.

Із (3.6) видно, що середньорічне збільшення загальної заборгованості населення за іпотечними кредитами становить 26980 млн. грн. Перманентними є й темпи зростання обсягу іпотечного ринку, що відображено моделлю:

$$y = e^{8,937+0,5947t}, R = 0,9565. \quad (3.7)$$

Відповідно до (3.7), обсяги іпотечного кредитування в Україні збільшуються щороку у 1,81рази, або на 81%. Натомість міжнародна практика свідчить про те, що динаміка зміни зазначеного показника в країнах світу є нестійкою (рис. 3.4).



**Рис. 3.4.** Темпи зростання обсягу заборгованості населення країн світу за іпотечними житловими кредитами впродовж 2004–2008 рр., %\*.

\* Розроблено автором на основі [245].

Дані рис. 3.4 беззаперечно доводять той факт, що у промислово розвинутих країнах темпи розвитку іпотечного ринку житлової нерухомості нижчі порівняно з країнами, що розвиваються. Це частково пояснюється тим, що у згаданих країнах попит на іпотечні житлові кредити певною мірою насичений, вартість кредитування низька, ціни на нерухомість доступні для більшості населення. Крім того, у згаданих країнах тривалість іпотечного житлового кредитування становить, зазвичай, 20–30 років.

Відмінною є тенденція зміни обсягу заборгованості населення за іпотечними житловими кредитами у країнах, що розвиваються. Зокрема, в Україні, Чехії, Естонії, Латвії, Литві, Польщі, Словаччині та Румунії щорічні темпи зростання згаданого показника становили понад 60%. Найвищими вони були у 2006 р. в Україні (157,6%).

Унаслідок світової економічної кризи темпи зростання обсягу заборгованості населення за іпотечними житловими кредитами країн світу знизились і у 2008 р. не перевищували 20%. Винятками є Болгарія, Кіпр, Словаччина, Словенія, Угорщина, Україна та Румунія. У Німеччині та США того ж року зафіксовано від'ємне значення досліджуваного показника (-0,7 і -0,3% відповідно).

Прогнозні значення обсягу заборгованості населення за іпотечними кредитами в Україні описано моделлю:

$$y = e^{9,256} \cdot t^{1,53}, R = 0,9889. \quad (3.8)$$

Числові параметри вказаного показника подано у табл. 3.6.

Таблиця 3.6

**Прогнозні значення обсягу іпотечного ринку України на 2010–2014 рр.**

Прогнозний період, рік	2010	2011	2012	2013	2014
Прогнозне значення, млн. грн.	162300	205500	252000	301800	354600

До інших характерних рис розвитку вітчизняного іпотечного кредитування відносимо перманентне збільшення кількості виданих іпотечних кредитів, що їх описано економіко-математичною моделлю виду:

$$y = 48400 + 93000t, R = 0,9443, \quad (3.9)$$

де  $y$  – кількість виданих іпотечних кредитів, од.;

$t$  – часовий інтервал, рік;

$R$  – коефіцієнт кореляції.

Аналіз (3.9) засвідчує, що середньорічне зростання кількості виданих іпотечних кредитів – 93 тис. од. Окрім того, щороку кількість іпотечних кредитів, виданих населенню України, збільшується в 1,417 раза, або на 41,7%, що впливає із моделі виду:

$$y = e^{11,56+0,3413t}, R = 0,9345 \quad (3.10)$$

Можна спрогнозувати майбутні значення досліджуваного показника, котрі розраховано за допомогою залежності:

$$y = e^{11,73} \cdot t^{0,8928}, R = 0,9827 \quad (3.11)$$

Отримані результати подано у табл. 3.7.

Таблиця 3.7

**Прогнозні значення кількості іпотечних кредитів,  
виданих населенню України упродовж 2010–2014 рр.**

Прогнозний період, рік	2010	2011	2012	2013	2014
Прогнозне значення, од.	613700	704200	793400	881400	968300

У контексті викладеного, зауважимо, що обсяг вітчизняного іпотечного кредитування зростає не за рахунок збільшення кількості виданих іпотечних кредитів. Вважаємо, що така тенденція спричинена подорожанням об'єкта кредитування – нерухомого майна, тобто зростанням цін на ринку нерухомості.

Також не мають бути проігноровані тенденції зміни рівня розвитку іпотечного ринку України ( $Q$ ), під яким прийнято вважати співвідношення загальної заборгованості населення за іпотечними кредитами (обсяг іпотечного кредитування (ОІК)) до величини валового внутрішнього продукту країни, а саме:

$$Q = \frac{\text{ОІК}}{\text{ВВП}} \cdot 100\%. \quad (3.12)$$

Економіко-математична модель, що описує рівень розвитку іпотечного ринку України, визначається рівністю:

$$y = 0,301 + 2,455t, R = 0,9734, \quad (3.13)$$

де  $y - Q, \%$ ;

$t$  – часовий інтервал, рік;

$R$  – коефіцієнт кореляції.

Середньорічне зростання показника  $Q$  – 2,455 %.

Модель щорічної зміни рівня розвитку іпотечного ринку України наступна:

$$y = e^{0,7084+0,3938t}, R = 0,9475. \quad (3.14)$$

Відповідно до (3.14), рівень розвитку іпотечного ринку України зростає у 1,483 рази, або на 48,3%.

Прогнозні значення показника якості ринку іпотечного кредитування у країні розраховано за допомогою моделі виду:

$$y = -5,816 + 8,042 \cdot \sqrt{t}, R = 0,9814. \quad (3.15)$$

Отримані результати подано у табл. 3.8.

Таблиця 3.8

**Прогнозні значення рівня розвитку іпотечного ринку України  
за 2010–2014 рр.**

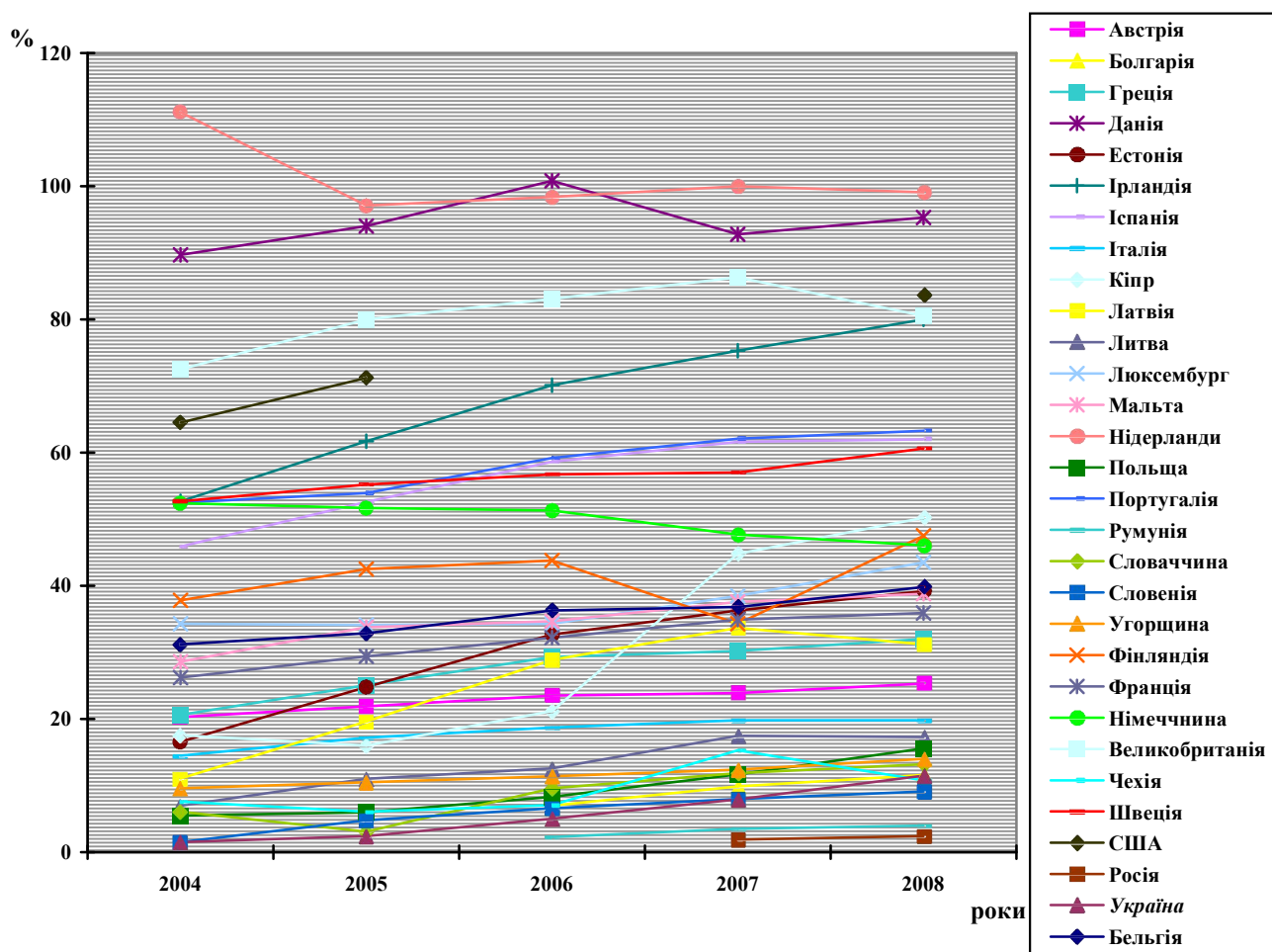
Прогнозний період, рік	2010	2011	2012	2013	2014
Прогнозне значення, %.	13,88	15,46	16,93	18,31	19,61

Незважаючи на порівняно високі темпи розвитку вітчизняного іпотечного ринку, вони, порівняно з іншими країнами залишається невисокими (рис. 3.5).

Дані рис. 3.5 беззаперечно доводять, що обсяги житлового іпотечного кредитування в Україні як в абсолютному, так і у відносному вимірі поступаються аналогічному показникові більшості країн світу. Виняток становлять Словенія, Російська Федерація та Румунія, де рівні розвитку ринку іпотечного кредитування не перевищують аналогічний показник по Україні (11,5% у 2008 р.). Більше того, враховуючи обсяг валового внутрішнього продукту Російської Федерації, її до уваги можна не брати (див. табл. 2.2).

Відповідно, виникає необхідність трансформації національної іпотеки, перетворення її на один із інструментів розв'язання частини важливих національних соціально-економічних проблем.

Одним із ключових напрямів активізації іпотечних відносин у нашій країні служить удосконалення моделі іпотечного кредитування, тобто формування і забезпечення ефективного функціонування ринку іпотечних цінних паперів. Природно, що з його ефективним розвитком пов'язані сподівання на отримання необхідних довготермінових вільних коштів, що їх можна залучати для видачі доступних іпотечних кредитів.



**Рис. 3.5. Динаміка рівня розвитку іпотечного ринку житлової нерухомості країн світу впродовж 2004–2008 рр.\***

\* Розроблено автором на основі [245].

Основними тримачами зазначених фінансових інструментів вважають таких суб'єктів господарювання, як інституційні інвестори, а саме страхові компанії та пенсійні фонди, котрі акумулюють значні фонди фінансових ресурсів на тривалий термін.

Але при цьому не варто забувати, що суспільні перетворення і формування ринкових відносин господарювання визначаються нестабільністю економічних процесів, посиленням інтеграції та конкуренції, зміною форм управління. Очевидно, що за таких умов незмінними залишаються економічні інтереси учасників ринкових відносин – досягнення економіко-соціального ефекту (зокрема, отримання прибутку). Разом із тим, унаслідок зіткнення інтересів кількох сторін, невизначеності економічного середовища та стихійних

ринкових впливів, що можуть бути у перспективі, виникають ризики економічної діяльності. Отже, у процесі господарювання суб'єктам ринкових відносин доцільно постійно враховувати невизначеність, конфліктність і ризики національної економічної системи. В контексті зазначеного, інституційні інвестори мають діяти на основі реалістичних інвестиційних стратегій, котрі певною мірою адаптовані до вимог ринку.

Із цією метою пропонуємо методика визначення ефективної інвестиційної стратегії для інвестора, який планує розмістити вільні кошти у фінансові інструменти (цінні папери) в умовах невизначеного економічного середовища. Розроблена методика ґрунтується на „грі з природою”, учасником котрої є лише один гравець. У свою чергу, кінцевий результат такої гри залежить не тільки від дій останнього (свідомого впливу), а й від стану „природи” (об'єктивної дійсності).

Прийнята гра – це формалізований опис конфліктної ситуації з чітко визначеними правилами дій учасників, кожен із яких бажає отримати виграш у результаті відповідно прийнятих економічних стратегій.

Завдання визначення інвестиційної стратегії розміщення вільних коштів у фінансові інструменти інституційними інвесторами чи іншими суб'єктами господарювання, що гарантуватиме для них, з одного боку, оптимальний набір цінних паперів, а з іншого – мінімальні втрати, відобразимо скінченною антагоністичною грою.

Особливістю такого типу ігор є те, що їх учасники – два гравці (в запропонованій моделі інвестор і економічне середовище) з протилежними інтересами, а рішення, котрі вони приймають, впливають із умов невизначеності. Крім того, результати таких ігор забезпечують для гравців мінімальний рівень вигоди за найнебезпечніших дій противника.

Загалом антагоністичні ігри відповідають принципам мінімаксу і максиміну, тобто верхній та нижній ціні гри відповідно, коли серед мінімальних значень беруть максимальну величину і, навпаки, з усіх максимумів обирають мінімум.



У досліджуваному прикладі, а саме за умови участі в грі інвестора та інвестиційного середовища, розроблена антагоністична гра має такий вигляд:

$$G = (X, Y, Z), \quad (3.16)$$

де  $Y$  – множина можливих змін інвестиційного середовища;

$X$  – множина можливих дій інвестора;

$Z$  – функція корисності інвестора.

Цілком імовірно припустити, що контрагенти економічних відносин, у контексті провадження своєї інвестиційної діяльності, окреслюють за мету формування на перспективу надійного диверсифікованого портфеля іпотечних фінансових інструментів (портфеля доходу). Вважаємо, що основою сформованого портфеля мають бути облігації з фіксованою дохідністю, котрі забезпечують їхньому власникові стабільний дохід у вигляді відсотків та номінальної вартості. Припустимо, що інвесторові доцільно розмістити власні кошти в облігації  $n$  видів, кожна з яких має наступні характеристики:

$N_i$  – номінальна вартість облігації  $i$ -го виду,  $i = \overline{1, n}$ ;

$V_i$  – максимально можливі втрати від розміщення фінансових ресурсів у облігацію  $i$ -го виду. Їх визначаємо як різницю між ринковою вартістю облігації та її номіналом;

$C_i$  – річні купонні виплати за облігацією  $i$ -го виду.

Економічний ефект інвестора від вкладення фінансових ресурсів у облігацію  $i$ -го виду ( $E_i$ ) визначаємо за формулою:

$$E_i = N_i - V_i + \sum_{t=1}^T C_i, \quad (3.17)$$

де  $T$  – тривалість життя облігації;

$t$  – період із моменту придбання облігації до її погашення.

Сукупно величини  $E_i$  утворюють матрицю гри (платіжну матрицю). Для досліджуваної скінченної антагоністичної гри матриця виграшу буде наступною:

$$Z = \begin{vmatrix} E_1 & -V_1 & \dots & -V_1 \\ -V_2 & E_2 & \dots & -V_2 \\ \dots & \dots & \dots & \dots \\ -V_n & -V_n & \dots & E_n \end{vmatrix}$$

Окреслене завдання часто зводять до задачі лінійного програмування, розв'язок якої знаходять із використанням персональних електроннообчислювальних машин. Результатом розв'язку такого завдання є:

1)  $p^* = (p_1^*, p_2^*, \dots, p_n^*)$  – вектор імовірностей оптимальних змішаних стратегій інвестора;

2)  $q^* = (q_1^*, q_2^*, \dots, q_n^*)$  – вектор імовірностей оптимальних змішаних інвестиційного середовища;

3)  $v$  – ціна гри.

Дотримуючись логіки дослідження, сформуємо інвестиційну стратегію розміщення вільних коштів у цінні папери для страхової компанії чи пенсійного фонду як основних довготермінових інституційних інвесторів, оперуючи конкретними даними. Враховуючи позитивні тенденції функціонування світового ринку іпотечних цінних паперів і досвід промислово розвинених країн щодо ефективного використання зазначених фінансових інструментів, можна відзначити, що в Україні згаданим інвесторам доцільно інвестувати фінансові ресурси в іпотечні облігації, котрі випустила Державна іпотечна установа та ПАТ АБ Укргазбанк. Багато в чому це визначається їхнім високим кредитним рейтингом, надійністю і забезпеченістю.

Окрім того, оскільки передбачається формування інвестиційного портфеля за рахунок такого фінансового інструмента як облігація, використаємо боргові цінні папери найвищої доходності, що їх випустили провідні оператори іпотечного ринку України, котрі належать до Топ-10 за рівнем кредитного рейтингу банків України, а саме облігації серії „Н”

публічного акціонерного товариства Укрсиббанку та облігації серії „Г” публічного акціонерного товариства Райффайзен Банк Аваль.

Характеристики згаданих фінансових інструментів, на основі яких побудована платіжна матриця, подано у табл. 3.8.

Таблиця 3.8

**Основні характеристики облігацій,  
що формують інвестиційний портфель інвестора\***

Основні характеристики	Іпотечні облігації Державної іпотечної установи під державну гарантію (O <sub>1</sub> )	Іпотечні облігації Укргазбанку (O <sub>2</sub> )	Звичайні іпотечні облігації Державної іпотечної установи (O <sub>3</sub> )	Облігації Укрсиббанку серії „Г” (O <sub>4</sub> )	Облігації Райффайзен Банку Аваль серії „Н” (O <sub>5</sub> )
1	2	3	4	5	6
$N_i$ , грн.	100000	1000	100000	1000	1000
$C_i$ за рік, грн.	9400	105	1150	1200	1500
$V_i$ , грн.	32000	180	35000	200	240
$E_i$ , грн.	96200	925	88000	1040	1510

Відповідно до даних табл. 3.8 отримуємо матрицю виграшу:

$$Z = \begin{matrix} O_1 \\ O_2 \\ O_3 \\ O_4 \\ O_5 \end{matrix} \begin{vmatrix} 96200 & -32000 & -32000 & -32000 & -32000 \\ -180 & 925 & -180 & -180 & -180 \\ -35000 & -35000 & 88000 & -35000 & -35000 \\ -200 & -200 & -200 & 1040 & -200 \\ -240 & -240 & -240 & -240 & 1510 \end{vmatrix}$$

Використовуючи комп’ютерну техніку і прикладний пакет програм Microsoft Excel, здійснимо розрахунки та сформуємо інвестиційну стратегію для інвестора.

Введемо позначення  $x_1$ ,  $x_2$ ,  $x_3$ ,  $x_4$  та  $x_5$  – невідомі величини, в результаті чого отримуємо задачу лінійного програмування. Цільова функція задачі Z:

$$Z = x_1 + x_2 + x_3 + x_4 + x_5 \rightarrow \min. \quad (3.18)$$

При цьому мають бути виконані умови:

$$\begin{aligned}
96200x_1 - 3200x_2 - 3200x_3 - 3200x_4 - 3200x_5 &\geq 1 \\
-180x_1 + 925x_2 - 180x_3 - 180x_4 - 180x_5 &\geq 1 \\
-35000x_1 - 35000x_2 + 88000x_3 - 35000x_4 - 35000x_5 &\geq 1 \\
-200x_1 - 200x_2 - 200x_3 + 1040x_4 - 200x_5 &\geq 1 \\
-240x_1 - 240x_2 - 240x_3 - 240x_4 + 1510x_5 &\geq 1 \\
x_i &\geq 0, \quad i = \overline{1,5}
\end{aligned} \tag{3.19}$$

Необхідно зазначити, що від величини  $Z$  залежить обсяг прибутку інвестора. Із урахуванням (3.18) шуканий елемент має бути мінімальним, наближатися до нуля, тобто чим менше  $Z$ , тим вища ймовірність для інвестора отримати економічний ефект від розміщення фінансових ресурсів у цінні папери.

У результаті розрахунків за допомогою прикладної програми Microsoft Excel отримано такі значення невідомих величин  $x_1, x_2, x_3, x_4$  та  $x_5$ :

$$\begin{aligned}
x_1 &= 0,127, \\
x_2 &= 0,084, \\
x_3 &= 0,145, \\
x_4 &= 0,083, \\
x_5 &= 0,071.
\end{aligned}$$

Варто зауважити, що:

$$\sum_{i=1}^5 x_i = 1/v. \tag{3.20}$$

Звідси маємо:

$$v = 1 / \sum_{i=1}^5 x_i. \tag{3.21}$$

Узявши до уваги зазначені міркування, визначимо ціну представленої гри:

$$v = \frac{1}{x_1 + x_2 + x_3 + x_4 + x_5} = \frac{1}{0,127 + 0,084 + 0,145 + 0,083 + 0,071} = \frac{1}{0,5099} = 1,961.$$

Враховуючи справедливість рівності:

$$x_i = p_i/v, \tag{3.22}$$

розраховуємо значення векторів оптимальних змішаних стратегій інвестора  $p_i$ :

$$\begin{aligned}
 p_1 &= 0,25, \\
 p_2 &= 0,165, \\
 p_3 &= 0,285, \\
 p_4 &= 0,163, \\
 p_5 &= 0,138.
 \end{aligned}$$

Дотримуючись алгоритму рішення поставленого завдання, будемо двоїсту до зазначеної вище задачі розробки інвестиційної стратегії формування портфеля цінних паперів для інвестора. Зокрема, відповідно до рівняння 3.16, невідомими величинами двоїстої є  $y_1, y_2, y_3, y_4$  та  $y_5$ . В результаті одержуємо таку задачу лінійного програмування:

$$F = y_1 + y_2 + y_3 + y_4 + y_5 \rightarrow \max. \quad (3.23)$$

Основними умовами, що мають бути при цьому виконані, згідно з платіжною матрицею є:

$$\begin{aligned}
 96200y_1 - 180y_2 - 35000y_3 - 200y_4 - 240y_5 &\leq 1 \\
 -32000y_1 + 925y_2 - 3500y_3 - 200y_4 - 240y_5 &\leq 1 \\
 -32000y_1 - 180y_2 + 88000y_3 - 200y_4 - 240y_5 &\leq 1 \\
 -32000y_1 - 180y_2 - 35000y_3 + 1040y_4 - 240y_5 &\leq 1 \\
 -32000y_1 - 180y_2 - 35000y_3 - 200y_4 + 1510y_5 &\leq 1 \\
 y_i &\geq 0, \quad i = \overline{1,5}
 \end{aligned} \quad (3.24)$$

У результаті проведення розрахунків за допомогою прикладної програми Microsoft Excel одержано такі значення невідомих величин  $y_1, y_2, y_3, y_4$  та  $y_5$ :

$$\begin{aligned}
 y_1 &= 0,0017, \\
 y_2 &= 0,2008, \\
 y_3 &= 0,0018, \\
 y_4 &= 0,1789, \\
 y_5 &= 0,1268.
 \end{aligned}$$

Застосовуючи рівність (3.22) і вважаючи її справедливою для:

$$y_i = q_i/v, \quad (3.25)$$

визначаємо значення векторів оптимальних змішаних невизначеності  $q_i$  з формули 3.22:

$$q_1=0,003,$$

$$q_2=0,394,$$

$$q_3=0,004,$$

$$q_4=0,031,$$

$$q_5=0,249.$$

Враховуючи викладене, можна констатувати:

1) імовірності оптимальних змішаних стратегій для інвестора становлять  $p_i = (0,25; 0,165; 0,285; 0,163; 0,138)$ ;

2) імовірності оптимальних змішаних невизначеності –  $q_i = (0,003; 0,394; 0,004; 0,031; 0,249)$ ;

3) ціна початкової гри –  $v^* = 1,961$ .

Беззаперечно те, що чим більшим є значення ціни початкової гри ( $v$ ), тим краще для інвестора, оскільки рівень його прибутку при цьому підвищується. У випадку від'ємної величини  $v$ , обсяг економічного ефекту для інвестора дорівнює нулю, натомість у виграші перебуває інший гравець – інвестиційне середовище.

У підсумку конфлікту інтересів учасників запропонованої антагоністичної гри отримано певну зрівноважену ситуацію, за якої кожний гравець отримує те, що йому належить. При цьому початкова ціна гри більша від нуля. Це свідчить про те, що, дотримуючись вибраної стратегії, інвестор залишається у виграші, а саме забезпечить собі в майбутньому певний обсяг прибутку. Більше того, маючи у розпорядженні обсяг фінансових ресурсів розміром  $S$ , інвестор може розподілити його так:

$$S_{O_1} = 0,25 \cdot S,$$

$$S_{O_2} = 0,165 \cdot S,$$

$$S_{O_3} = 0,285 \cdot S,$$

$$S_{O_4} = 0,163 \cdot S,$$

$$S_{O_5} = 0,138 \cdot S,$$

де  $S_{O_i}$  – сума коштів, що її бажано вкласти в облігації  $i$ -го виду.

Можна припустити: якщо інвестор володіє 1500000 грн., то він відповідно до розробленої стратегії, має вкласти 375 тис. грн. в іпотечні облігації Державної іпотечної установи під державну гарантію, 247 тис. грн. – в іпотечні облігації Укргазбанку, 427 тис. грн. – у звичайні іпотечні облігації Державної іпотечної установи, 244 тис. грн. – в облігації Укрсиббанку серії „І” та 207 тис. грн. – в облігації Райффайзен Банку Аваль серії „Н”.

Таким чином, в умовах невизначеного економічного середовища інвестор може сформувати оптимальний портфель із п’яти видів цінних паперів, що забезпечує йому гарантований мінімальний прибуток.

Узагальнюючи вищезазначене, варто відзначити, що ефективне функціонування іпотечної системи у країні визначається доступністю іпотечних кредитів для населення, сформованим ринком іпотечних цінних паперів і значою часткою останнього у валовому внутрішньому продукті. Стримуючими чинниками при цьому є невизначеність економічного середовища та його зміна під впливом різних факторів. Із урахуванням цього зростає роль прогнозування як методу передбачення тенденцій розвитку іпотечного ринку для уникнення негативних впливів на діяльність учасників економічних відносин. Окрім того, в інвесторів часто виникають проблеми втрати частини власних коштів за рахунок їхнього розміщення у неприбуткові проекти. З цією метою запропоновано визначення ефективних економічних стратегій формування портфеля іпотечних цінних паперів для інвесторів, що, у підсумку, забезпечують їм гарантований мінімальний прибуток.

### **Висновки до розділу 3**

У результаті дослідження шляхів активізації процесу використання фінансових інструментів на іпотечному ринку України можна сформулювати такі висновки.

1. Встановлено, що для України ефективним є забезпечення синергетичного розвитку іпотечного ринку через дотримання принципів самоорганізації, відкритості, нелінійності та нерівноважності. В підсумку це сприятиме підвищенню конкурентних переваг вітчизняних іпотечних продуктів шляхом розроблення нових прогресивних іпотечних технологій, базових інновацій, товарів-лідерів.

2. Доведено необхідність розроблення та використання модернізованих фінансових інструментів іпотечного ринку (стріпу, облігацій, забезпечених комерційною нерухомістю або заставними на судна чи літаки, та похідних цінних паперів), а також новітніх схем у практичній діяльності іпотечних кредиторів (аутсорсинг та реінжиніринг) й інноваційних технологій діяльності учасників ринку іпотечних цінних паперів, що дасть змогу розширити перелік фінансових інструментів на вітчизняному іпотечному ринку й удосконалити механізм їх використання.

3. Аргументовано важливість зміцнення і розширення сфери державного регулювання та підтримки іпотечного ринку й ринку цінних паперів у контексті: дотримання принципів демократії з боку суб'єктів іпотечного ринку і ринку цінних паперів у економічній сфері та політичної стабільності в країні на тривалу перспективу; забезпечення перманентного макроекономічного розвитку економіки країни; залучення іноземних інвестицій на ринки капіталу; активізації внутрішнього інвестора; відновлення ліквідності національної банківської системи і страхового ринку; державного фінансування програм пільгового забезпечення житлом тих категорій громадян, котрі не належать до потенційних іпотечних позичальників; відновлення довіри населення до державної влади; визначення на рівні Національного банку України помірної іпотечної ставки рефінансування іпотечних кредитів; утворення Центрального депозитарію та Єдиної біржової системи; посилення ринкового нагляду за функціонуванням іпотечної системи.

4. Здійснено прогнозування макроекономічних показників та індикаторів рівня розвитку іпотечного ринку України. Доведено, що тенденції зміни



зазначених вітчизняних показників та індикаторів не відповідають світовим аналогам.

5. Обґрунтовано доцільність формування портфеля цінних паперів для інвестора за рахунок іпотечних облігацій, тобто портфеля доходу, що дасть змогу йому капіталізувати власні кошти. З цією метою розроблено економіко-математичну модель оптимізації структури портфеля іпотечних цінних паперів, яка дозволяє визначати ефективні інвестиційні стратегії для учасників іпотечного ринку в умовах невизначеного економічного середовища.

Основні положення цього розділу опубліковані у наукових працях [2; 3; 103; 105; 106; 107; 110; 111; 112].

## ВИСНОВКИ

У дисертаційній роботі здійснено теоретичні узагальнення і подано нове вирішення важливої наукової проблеми активізації використання фінансових інструментів на іпотечному ринку. Це дозволило сформулювати низку пропозицій теоретичного та практичного характеру.

1. Зміцнення фінансового потенціалу держави суттєво залежить від ефективного іпотечного механізму, спроможного забезпечувати вирішення частини соціально-економічних проблем, акумуляцію й алокацію вільних фінансових ресурсів у виробничу сферу та аграрний сектор, розширення інструментарію фінансового ринку через розробку і використання іпотечних цінних паперів, нівелювання ризиків іпотечного кредитування. На підставі систематизації різних підходів науковців до трактування сутності іпотечного ринку доведено правомірність його розгляду як невід'ємної детермінанти розвиненої держави, індикатора розвитку фінансового ринку та необхідного критерію оцінки ефективності державної політики у сфері забезпечення суспільного добробуту. З огляду на це, розкрито функціональне призначення іпотечного ринку та розроблено його сегментацію й інституціалізацію за видами нерухомого майна та за фінансовими активами. Депозитна модель іпотечного ринку свідчить про низьку ефективність інфраструктури ринку, виникнення деструктивних змін та обмеженість його подальшого прогресу.

2. На основі дослідження вітчизняної економічної літератури з обраної проблематики встановлено необхідність виокремлення функцій фінансових інструментів, до яких віднесено розподільчу, стимулюючу, захисну, інформаційну та капіталізаційні фінансових ресурсів, що дало змогу ґрунтовніше з'ясувати сутність зазначених інструментів та запропонувати їх авторське трактування як фінансових продуктів матеріального і нематеріального характеру, що визначають права та зобов'язання учасників фінансових відносин, забезпечують, з однієї сторони, алокацію й ефективне використання фінансових ресурсів з метою примноження капіталу, а, з іншої – мінімізацію і

нівелювання ризиків операцій у сфері фінансового інвестування. У результаті подальшого концептуально-логічного аналізу запропоновано визначення понять „цінні папери” й „іпотечні цінні папери” та сформульовано дефініцію терміну „ринок іпотечних цінних паперів”. Розроблено рекомендації щодо фінансування будівництва житлової нерухомості за рахунок упровадження різних форм фінансових інструментів.

3. Комплексне вивчення зміни макроекономічної ситуації в Україні дозволило визначити загальні ознаки та закономірності розвитку іпотечного ринку (становлення іпотеки – формування депозитної моделі ринку – перехід до інвестиційної моделі іпотечного ринку). Водночас унаслідок впливу світової економічної кризи та погіршення економічного стану в країні, банківські установи змушені відновлювати свої позиції на іпотечному ринку і зміцнювати їх на інших сегментах фінансового ринку. Розбудові вітчизняної банківської системи сприятимуть: реформування фінансового сектора країни та усунення його проциклічності; санація й обмеження державної підтримки слабких банків, оскільки це може викликати втрату ліквідності державних цінних паперів; стимулювання сильних фінансово-банківських установ; амортизація кредитних боргів, капіталізація та реструктуризація банків; державна гарантія щодо боргових зобов'язань згаданих установ; формування належних банківських резервів з метою антициклічного регулювання капіталу; макропруденційне регулювання та нагляд за банками і рейтинговими агенствами; підвищення вимог щодо ліквідності банківських активів; сприяння сек'юритизації та структурному фінансуванню іпотечних активів банків.

4. Без диверсифікації джерел залучення фінансових ресурсів у систему іпотечного кредитування неможливо забезпечити перманентний попит на довготермінові кредити. Досі основними з них є кошти фондів фінансування будівництва житла, довготермінові депозитні ресурси та зовнішні запозичення (емісія єврооблігацій) банківських установ. Водночас найважливішими дисбалансами, що стримують рефінансування банками іпотечних кредитів через їх сек'юритизацію, визначено: нерозвиненість ринку цінних паперів;

обмеженість та низьку капіталізацію інституційних інвесторів; високу вартість банківських ресурсів у контексті їх залучення у сферу іпотеки та рівень іпотечних ризиків; несформованість інфраструктури вторинного іпотечного ринку; недосконалість законодавства щодо питань регулювання й регламентації випуску іпотечних цінних паперів; низьку активність Державної іпотечної установи у процесі рефінансування іпотечних кредитів через обмеженість фінансових ресурсів; відсутність мережі рейтингових агенств з питань оцінки фінансових інструментів іпотечного ринку та розробленого механізму рефінансування банківських установ Національним банком України на основі випущених ними іпотечних сертифікатів.

5. У процесі дослідження світового досвіду використання фінансових інструментів встановлено, що за Національним банком України доцільно закріпити: здійснення операцій РЕПО з іпотечними цінними паперами і забезпечення гарантій, що стимулюватимуть розвиток приватного ринку РЕПО; зниження вартості іпотечних кредитів шляхом встановлення помірної іпотечної ставки рефінансування; право на пред'явлення вимоги щодо викупу відповідного забезпечення у Державної іпотечної установи у випадку невиконання з боку боржника умов обслуговування іпотечних кредитів; імплементацію у банківську практику іпотечних сертифікатів із фіксованою дохідністю.

6. Досягненню економічного ефекту від випуску та розміщення іпотечних облігацій на фінансовому ринку України сприяє здійснення перманентного фінансового моніторингу. З цією метою визначено повноваження структурних підрозділів банку щодо фінансового моніторингу випуску та розміщення іпотечних облігацій. Крім того, задля посилення нагляду і контролю за фінансовими операціями з іпотечними цінними паперами рекомендовано забезпечити гарантування державою: створення єдиного мегарегулятора економічних відносин за світовим зразком; закріплення відповідальності щодо пруденційного нагляду за банківською системою за Національним банком України; набуття Департаментом аудиту НБУ особливого статусу і

підпорядкування його Раді директорів; збереження капіталу всередині країни шляхом регулювання діяльності іноземних банків в Україні; створення фінансового інституту зі страхування депозитів; зростання ролі громадських і нефінансових організацій у контексті здійснення моніторингу економічних процесів.

7. Модифікація іпотечного ринку пов'язана зі специфікою правотворчого процесу та стратегічними реформами, регламентованими державою. Функціонування іпотечного ринку на підставі принципів самоорганізації, відкритості, нелінійності та нерівноважності забезпечить оптимізацію внутрішнього потенціалу ринку на основі посилення взаємодії між його компонентами. Доцільно уніфікувати законодавство України відповідно до директив ЄС стосовно ринків капіталу та фінансових інструментів іпотечного ринку, гармонізувати інтереси учасників ринку цінних паперів та його інфраструктури до вимог єдиного ринку фінансових інструментів, удосконалити національні фінансові інструменти іпотечного ринку й запровадити на ньому інноваційні технології, розширити сферу державного регулювання іпотечного ринку і ринку цінних паперів України.

8. Вибір напрямів розміщення вільних коштів інституційними інвесторами залежить від прийнятої ними стратегії капіталовкладень. Для диверсифікації об'єктів прибуткового та безпечного інвестування, досягнення максимальної вигоди та високої рентабельності вкладень, забезпечення можливості швидкої реалізації фінансових інструментів, створення конкуренції на ринку та оптимізації портфеля іпотечних цінних паперів, розроблено методичку формування ефективної інвестиційної стратегії для інвестора (страхової компанії, недержавного пенсійного фонду та ін.) в умовах невизначеного економічного середовища.

9. Активізація процесу використання фінансових інструментів на іпотечному ринку в сучасних умовах вимагає поряд із відновленням і всебічним сприянням здійсненню фінансових операцій на ринку іпотечного кредитування країни звільнення або пільгового оподаткування операцій з іпотечними

цінними паперами; формування іпотечного покриття, що лежить в основі випущених фінансових інструментів, лише з високоякісних іпотечних кредитів; розширення спектру фінансового інструментарію через імплементацію інноваційних фінансових інструментів; удосконалення інфраструктури ринку цінних паперів шляхом утворення Єдиної біржової системи, Центрального депозитарію та формування на його основі консолідуючої „платформи” горизонтального типу, забезпечення стандартизації депозитарної діяльності та інформаційно-технічної єдності і комплексності усіх елементів цієї системи; запровадження іпотечними кредиторами у практичну діяльність схем аутсорсингу та реінжинірингу; утворення Українського фонду гарантування іпотечних кредитів з метою покриття близько 50% кредитних ризиків упродовж терміну тривалості кредиту; залучення до іпотеки земельних ресурсів за умови укрупнення земельних ділянок, визначення їх справедливої вартості, створення ефективного ринку землі та Державного земельного іпотечного банку.

## **ДОДАТКИ**

## Додаток А

## Основні моделі залучення фінансових ресурсів через іпотечний ринок\*

№ з/п	Параметри порівняння	Цільова	Депозитна	Інвестиційна
1	2	3	4	5
1.	Джерело залучення фінансових ресурсів	вклади (депозити)	вклади (депозити)	трансформація вкладів у іпотечні цінні папери
2.	Особливості залучення фінансування	ресурси населення на цільових депозитах різного терміну, міжбанківські кредити, а також кредити на фінансово-кредитному ринку	ресурси клієнтів на рахунках і депозитах, міжбанківські кредити, а також кредити на фінансово-кредитному ринку	емісія іпотечних цінних паперів (облігацій) або сек'юритизація іпотечних активів шляхом випуску MBS (mortgage-backed security)
3.	Основні ризики, пов'язані зі способами залучення фінансових ресурсів	ризик ліквідності, відсоткових ставок, ризик, пов'язаний із невідповідністю активів пасивам за термінами	ринковий ризик та ризик, пов'язаний із пошуком нових клієнтів	ринковий ризик емітента, ризик дострокового погашення, відсоткових ставок, кредитний ризик (емітента цінних паперів)
4.	Наявність спеціального законодавства	законодавство з регулювання діяльності ощадно-будівельних установ	відсутнє спеціальне законодавство з регулювання діяльності банківських установ	законодавство з регулювання діяльності спеціальних кредиторів, емітентів іпотечних облігацій та іпотечних сертифікатів, а також операторів вторинного ринку



Продовж. дод. А

1	2	3	4	5
5.	Переваги	не залежить від загального стану фінансово-кредитного ринку, немає цінових проблем й пошуку нових кредитних ресурсів, нижча імовірність неповернення кредиту	простота організації іпотечного кредитування; є суто ринковою системою іпотеки	вирізняється високим рівнем стабільності та є суто ринковою схемою іпотеки
6.	Недоліки	фінансування здійснюють у межах ресурсів, залучених за контрактами; обмежене коло учасників	пряма залежність між відсотковими ставками за платежами за кредит та загальним станом кредитно-фінансового ринку; значний рівень ризиків	можливість використання у країнах із дуже стійкою економікою, розвинутим фондовим ринком та розширеною інфраструктурою іпотечного ринку

\* Складено автором на основі [76, с. 25–31; 91, с. 255–262; 119, с. 16–32; 145, с. 179–193].

## Додаток Б

## Учасники іпотечного ринку, їх функції та цілі\*

№ з/п	Учасники іпотечного ринку	Функції	Основні цілі
1	2	3	4
1.	Продавець нерухомого майна	– реалізація власної нерухомості та тієї, що належить іншим особам за їх дорученням	– отримання максимального доходу від продажу нерухомості; – мінімізація ризиків, пов'язаних із цим видом діяльності
2.	Покупець (позичальник)	– придбання нерухомого майна шляхом отримання іпотечного кредиту	- пошук дешевих грошових ресурсів для отримання іпотечного кредиту
3.	Кредитор (комерційні, іпотечні чи ощадні банки; будівельно-ощадні каси й асоціації)	– надання іпотечних кредитів, їх обслуговування, оформлення заставної	– збільшення дохідності активних операцій; – зменшення ризиків і забезпечення повернення позичкового капіталу
4.	Страховики (на основі ліцензії)	– страхування ризиків; реалізація спільних із кредиторами проектів; розроблення власних програм кредитування нерухомого майна на основі накопичувального страхування	– отримання доходів; – розширення сфери діяльності; – поліпшення рейтингу страховика
5.	Фінансові посередники (спеціальні іпотечні агенції, іпотечні фонди)	– рефінансування іпотечних кредитів; емісія та розміщення іпотечних цінних паперів; розроблення і впровадження заходів із вдосконалення іпотечного кредитування	– створення системи іпотечного кредитування в країні; – отримання економічної вигоди (комісійної винагороди)

Продовж. дод. Б

1	2	3	4
6.	Інвестори ( <i>населення, юридичні установи</i> )	– придбання іпотечних цінних паперів, забезпечених іпотечними кредитами	– збільшення доходу від розміщення капіталу в згаданий вид фінансових інструментів; – забезпечення надійності інвестування
7.	Оцінювачі нерухомості ( <i>фізичні та юридичні особи</i> )	– визначення ринкової та ліквідаційної вартості об'єктів нерухомого майна	– отримання доходів; – розширення сфери діяльності; – покращення власного рейтингу
8.	Ріелторські компанії ( <i>юридичні особи</i> )	– пошук об'єктів, оформлення документів, необхідних для подання в банк для отримання іпотечного кредиту	– отримання доходів; – розширення сфери діяльності; – поліпшення власного рейтингу
9.	Держава ( <i>державний реєстратор; нотаріус; паспортні служби; органи опіки та піклування; юридичні консультації</i> )	– реєстрація угод купівлі-продажу; оформлення переходу прав власності; реєстрація договорів іпотеки; зберігання і надання інформації з прав власності усім учасникам іпотечних відносин; створення сприятливих умов для розвитку іпотечного ринку	– державна підтримка учасників іпотечного ринку та контроль за їх діяльністю; – капіталізація нерухомості й забезпечення її оборотності; – зменшення розриву між промисловим та фінансовим капіталами; – поповнення дохідної частини бюджету й обслуговування внутрішнього боргу

\* Складено автором на основі [119, с. 202–209; 145, 196–204; 179, с. 53–60].

## Додаток В

**Основні види цінних паперів, які можна імплементувати для фінансування  
будівництва житлової нерухомості\***

Вид цінного паперу	Емітент	Власники	Спільні риси	Переваги	Недоліки
1	2	3	4	5	6
<b>Акція іменний цінний папір</b>	– Акціонерне товариство	Акціонери	Призначені для залучення чи вкладення фінансових ресурсів з метою отримання соціально-економічного ефекту	Немає фіксації терміну їх погашення; дивідендні виплати; право на частину майна в акціонерному товаристві; значні обсяги залучення	Втручання в діяльність емітента; при ліквідації погашаються в останню чергу; значні витрати на випуск
<b>Облігація борговий цінний папір</b>	– Будь-які комерційні фінансові установи, держава	Будь-які фізичні та юридичні особи		Вибір умов випуску, рішення щодо якого приймає рада директорів; відсутнє втручання в діяльність емітента	Гарантування їхнього забезпечення; банкрутство у разі їх непогашення; регулярні виплати; значні витрати на випуск; вплив на них кон'юнктурних коливань
<b>Банківський кредит</b>	Банківські установи	Будь-які фізичні та юридичні особи		Незначні витрати та простота його отримання	Дороговизна; обмежений обіг на ринку; термін залежить від проекту
<b>Житлові облігації міського облігаційного займу</b>	Міська влада та самоврядування	Населення		Гарантування виплат зі сторони держави і місцевого самоврядування; передбачають отримання частини житла чи грошей	Обмежений обсяг випуску; можливість виділення неякісного житла
<b>Заставна неемісійний цінний папір</b>	–	Кредитор		Вільний обіг; забезпеченість нерухомим майном; підтримка майна у належному стані	Вона залишається на балансі кредитора

Продовж. дод. В

1	2	3	4	5	6
<b>Іпотечна облігація</b>	Банківські установи, спеціально створена установа другого рівня (Державна іпотечна установа)	Інвестори	Призначені для залучення чи вкладення фінансових ресурсів з метою отримання соціально-економічного ефекту	Вільний обіг на фондовому ринку; надійність; забезпеченість; пріоритетність прав їхніх власників	Дотримання принципів конгруенції, покриття та спеціалізації; ймовірність заборони емісії
<b>Іпотечний сертифікат</b>	Банківські установи, спеціально створена установа другого рівня (Державна іпотечна установа), Національний банк України	Інвестори		Забезпеченість; право на частку в пулі іпотек; вільний обіг на ринку	Потреба розширеної інфраструктури іпотечного ринку; необхідність якісного пулу іпотек
<b>Сертифікати фондів операцій з нерухомістю</b>				одержання прибутку від продажу об'єкта будівництва при відносно низьких витратах; страхування об'єкта будівництва	Високий рівень ризиків
<b>Цільові будівельні облігації</b>	Будівельні компанії	Населення та інвестори		придбання відносно дешевого житла; можливість оптимізації оподаткування операцій із реалізації нерухомості; низька вартість випуску	Безвідсотковість; низька ліквідність; високий рівень ризиків; можливість нецільового використання коштів
<b>Єврооблігація</b>	Будь-які комерційні фінансові установи	Внутрішні та зовнішні інвестори		Міжнародне визнання; значні обсяги залучення	Вплив зовнішніх чинників; значні витрати на випуск

\* Складено автором.

## Додаток Д

**Наукові теорії формування вартості фінансових інструментів,  
в тому числі фінансових інструментів іпотечного ринку\***

<b>Автори теорії</b>	<b>Назва теорії</b>	<b>Сутність теорії</b>	<b>Прояв на практиці</b>
<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>
I. Фішер	Теорія чистої приведеної вартості	Ґрунтується на дисконтуванні майбутнього потоку грошових коштів за ставкою, що дорівнює альтернативним витратам капіталу, тобто граничній нормі дохідності цінних паперів	Визначення приведеної вартості поточних вкладень у цінні папери шляхом дисконтування майбутнього доходу за нормою дохідності, а саме ставкою дисконту (добуток суми очікуваного доходу на коефіцієнт дисконтування)
A. Маршалл	Теорія адитивності сукупної корисності (вартості)	Базується на тому, що вартість усього об'єкта дорівнює вартості його складових. Синергетичний ефект виникає у тому випадку, коли з об'єднанням складових вдається збільшити вартість усього об'єкта	Вартість усього об'єкта змінюється залежно від зміни грошових надходжень від його складових
Дж. Кейнс	Закон найкращої ліквідності	Констатує зацікавленість інвесторів у придбанні переважно короткотермінових цінних паперів через високу ймовірність виникнення потреби в інвестованих коштах та нижчий рівень ризику зміни відсоткової ставки за такого інвестування	Залежність ціни таких цінних паперів від попиту на них

Продовж. дод. Д

1	2	3	4
Ф. Лутц, Дж. Хікс	Теорія чистих очікувань	Базується на тому, що основним чинником, який потрібно враховувати при визначенні майбутньої вартості фінансового інструмента, є інфляція	Втілена в моделі Фішера, де відображено залежність між номінальною й реальною відсотковими ставками та рівнем інфляції
Г. Марковіц, У. Шарп	Теорія інвестиційного ризику (ризик інвестицій)	Наявна прямопропорційна залежність ринкового інвестиційного ризику від величини співвідношення вартості інвестицій до коефіцієнта бета, який є показником залежності впливу кон'юнктури на ринку цінних паперів від зміни цін на фінансові інструменти цього ринку	Оберненопропорційна залежність вартості цінних паперів від коефіцієнта бета (чим вищий коефіцієнт бета, тим нижча вартість, і, навпаки)
У. Сміт	Теорія сегментації ринку	Враховує те, що інвестори та кредитори не прагнуть залишати свої ринки й освоювати інші навіть у тих випадках, коли це спричинить суттєве зростання капіталу за рахунок збільшення очікуваного доходу	Використання комплексного підходу до сегментарного аналізу ринку
Ф. Модільяні, М. Міллер	Теорія структури капіталу	Полягає у твердженні, що ринкова вартість компанії не залежить від співвідношення власного і позичкового капіталу	Відтворена у моделі середньозваженої вартості капіталу

1	2	3	4
У. Шарп	Теорія ідеальних ринків капіталу	На ідеальному ринку капіталів немає трансакційних витрат, податків, витрат на інформацію; існує рівний доступ населення до інформації; наявні однакові очікування контрагентів ринку	Зниження вартості фінансового інструменту завдяки тому, що відсутня низка статей витрат
Ю. Фама	Теорія ефективності ринків капіталу	Існує три форми ефективності фінансового ринку: 1) слабка (відображення інформації про зміни, що відбувалися протягом минулих періодів); 2) напівсильна (ціни відображають усю теперішню, а також історичну інформацію); 3) сильна (відображення всієї інформації). Відповідно до цих форм розрізняють три типи інформації про курси цінних паперів згаданих ринків, що лежать в основі визначення їх вартості	Курси цінних паперів відображають реальну вартість активів
М. Дженсон, У. Меклінг	Теорія агентських відносин (асиметричності інформації )	Існує нерівний доступ до інформації емітента та інвестора, тобто асиметрія інформації	Використання комплексного підходу до кон'юнктурного аналізу при визначенні співвідношення попиту й пропозиції



1	2	3	4
Р. Гол	Теорія раціональних сподівань	Ґрунтується на положенні, що основними рушіями зміни ціни й дохідності фінансових інструментів є очікування інвесторів щодо зміни їх майбутньої вартості в бік зростання	Майбутня вартість фінансових інструментів є прогнозом інвесторів щодо майбутніх відсоткових ставок
Д. Сорнетте	Теорія випадкових блукань	Доводить хаотичність (випадковість) руху цін на фінансові інструменти, тобто є аналогією підкидання монети з однаковою можливістю, що впаде як „орлом”, так і „решкою” догори	Випадковість виникає внаслідок активних дій інвесторів щодо вкладення фінансових ресурсів у фінансові інструменти певного виду

\* Складено автором на основі [18, с. 12, 30, 142; 20, с. 2, 5, 28; 190, с. 51, 54, 147; 225, с. 130–134; 242; 251, с. 28; 254, с. 310–318].

## Додаток Е

## Основні показники соціально-економічного розвитку України у 1991–2009 рр.\*

(у фактичних цінах, з 1991 по 1995 рік – трлн. укр. крб., з 1996 р. – млн. грн.)

	Валовий внутрішній продукт		Обсяг реалізованої промислової продукції		Обсяг продукції сільського господарства	Загальний обсяг роздрібного товарообороту	Обсяг інвестицій в основний капітал (номінальний)	Індекс споживчих цін до грудня попереднього року	Доходи населення		Витрати та заощадження населення		Темпи зростання/зниження заробітної плати	Зареєстрований рівень безробіття
	номінальний	Реальний у % до попереднього року	номінальний	у % до попереднього року					реальні	у % до попереднього року	реальні	у % до попереднього року		
1991	0,3	91,3	0,33	95,2	0,1	0,1	0,05	390,0	0,2	1,9 р.	0,19	1,8 р.	–	–
1992	5,0	90,1	6,0	93,6	1,4	1,5	0,9	2100,0	2,0	11,6 р.	2,0	9,9 р.	13,6 р.	0,03
1993	148,0	85,8	177,0	92,0	58,0	44,0	29,0	10256,0	63,0	26,5 р.	51,0	27,0 р.	25,0 р.	0,25
1994	1204,0	77,1	1310,0	72,7	363,0	337,0	228,0	501,0	539,0	8,6 р.	475,0	9,3 р.	8,8 р.	0,3
1995	5452,0	87,8	5882,0	88,0	1698,0	1196,0	937,8	281,7	2650,0	4,9 р.	2478,0	5,2 р.	5,2 р.	0,29
1996	81519,0	90,0	73321,0	94,9	26746,0	17344,0	12557,0	139,7	40311,0	152,1	38961,0	157,2	171,4	1,3
1997	93365,0	97,0	75061,0	99,7	30032,0	18933,0	12400,6	110,1	50069,0	124,2	47933,0	123,0	113,7	2,3
1998	102593,0	98,1	82889,0	99,0	32758,0	19317,0	13958,2	120,0	54379,0	108,6	53376,0	111,4	107,2	3,7
1999	130442,0	99,8	107537,0	113,2	37683,0	22151,0	1755,2	119,2	61865,0	113,8	59518,0	111,5	115,7	4,3
2000	170070,0	105,9	160755,0	104,0	54259,0	28757,0	23629,5	125,8	86911,0	140,5	83777,0	140,8	129,6	4,2
2001	204190,0	109,2	184276,0	114,2	65218,0	34417,0	32573,1	106,1	109391,0	125,9	151208,0	122,7	135,2	3,7
2002	225810,0	105,2	202688,0	107,0	65253,0	39690,8	37177,9	99,4	185073,0	169,2	185073,0	117,1	121,0	3,8
2003	264165,0	109,4	259502,0	115,8	64780,0	49993,5	51011,2	108,2	215670,0	117,1	21672,0	116,5	122,8	3,6
2004	344822,0	112,1	454474,3	112,5	83900,0	67556,1	75714,4	112,3	274241,0	116,5	274241,0	127,2	127,5	3,5
2005	441452,0	102,7	468563,0	103,1	92536,0	94332,0	93096,0	110,3	298275,0	127,2	381404,0	139,1	136,7	3,1
2006	544153,0	107,3	551729,0	106,2	94300,0	129952,0	125254,0	111,6	363586,0	139,1	479309,0	125,7	129,2	2,7
2007	720731,0	107,9	717077,0	110,2	109850,0	178233,0	188486,0	116,6	470953,0	125,7	623289,0	130,0	129,7	2,3
2008	948056,0	131,5	917036,0	127,9	150845,0	246903,0	233081,0	122,3	634493,0	134,7	850232,0	136,4	133,7	3,0
2009	914720,0	96,5	668956,0	72,9	153800,0	229855,0	151777,0	112,3	672662,0	106,0	897669,0	105,6	105,5	1,9

\* Складено автором на основі [22, с. 40–47; 23, с. 56–60; 140].

## Додаток Ж

## Структура іпотечного портфеля регіонів України та їх рейтинг за кількістю наданих іпотечних кредитів

Таблиця Ж.1

## Внутрішня структура іпотечного портфеля регіонів України за кількістю виданих іпотечних кредитів (у %)\*

Області	Іпотечні житлові кредити						всього по області
	на купівлю житла під його заставу	на рефінансування житлового кредиту	на споживчі цілі під заставу житла	на будівництво житла під заставу незавершеного будівництва	на купівлю земельних ділянок	на комерційні цілі під заставу житла	
АР Крим	37,0	0,4	60,1	0,5	1,0	0,9	100
Вінницька	52,0	0,3	45,2	0,8	0,7	0,9	100
Волинська	32,6	0,5	64,9	1,0	0,9	0,3	100
Дніпропетровська	63,2	0,4	35,1	0,3	0,4	0,5	100
Донецька	53,4	0,4	44,3	1,0	0,1	0,8	100
Житомирська	38,5	0,2	57,8	1,6	1,0	0,9	100
Закарпатська	25,6	0,1	71,9	1,3	0,8	0,3	100
Запорізька	38,8	0,3	58,9	0,7	0,5	0,9	100
Івано-Франківська	30,0	0,4	65,7	2,6	1,0	0,4	100
м. Київ та Київська	43,1	0,9	48,7	3,6	3,0	0,5	100
Кіровоградська	43,7	0	57,7	0,1	0,1	0,4	100
Луганська	45,9	0	53,2	0,4	0,1	0,5	100
Львівська	27,1	0,4	68,8	2,2	1,3	0,2	100
Миколаївська	40,9	0,3	57,2	0,3	0,5	0,7	100
Одеська	41,8	0,3	50,6	1,3	5,7	0,3	100
Полтавська	49,9	0,1	47,7	1,8	0,2	0,3	100
Рівненська	38,9	0,2	57,3	2,2	1,1	0,2	100
Сумська	21,9	0	77,3	0,4	0,1	0,2	100
Тернопільська	26,3	0,2	70,6	1,7	0,8	0,5	100
Харківська	49,6	0,4	48,0	0,5	0,6	1,0	100
Херсонська	48,1	0,3	50,6	0,3	0,4	0,3	100
Хмельницька	21,2	0,4	74,2	0,9	0,3	3,0	100
Черкаська	36,5	0	62,3	0,6	0,3	0,3	100
Чернівецька	28,0	0,4	69,5	0,6	0,6	1,0	100
Чернігівська	32,5	0,2	65,9	0,4	0,3	0,6	100

\* Складено автором на основі [5].

Таблиця Ж.2

## Внутрішня структура іпотечного портфеля регіонів України за обсягами виданих іпотечних кредитів (у %)\*

Області	Іпотечні житлові кредити						всього по області
	на купівлю житла під його заставу	на рефінансування житлового кредиту	на споживчі цілі під заставу житла	на будівництво житла під заставу незавершеного будівництва	на купівлю земельних ділянок	на комерційні цілі під заставу житла	
АР Крим	46,4	0,8	48,4	0,9	1,4	2,2	100
Вінницька	53,4	0,6	41,2	0,9	2,1	1,7	100
Волинська	46,1	1,0	49,6	1,6	0,9	0,8	100
Дніпропетровська	61,5	0,8	33,6	1,6	1,7	0,7	100
Донецька	54,5	0,9	41,0	1,5	0,4	1,8	100
Житомирська	47,8	0,5	44,6	3,3	1,8	2,0	100
Закарпатська	42,2	0,2	52,3	3,2	1,4	0,8	100
Запорізька	57,3	0,7	47,7	1,1	1,5	1,6	100
Івано-Франківська	39,4	0,8	52,4	4,1	2,5	0,7	100
м. Київ та Київська	46,3	1,0	43,3	4,0	4,4	0,9	100
Кіровоградська	53,7	0,1	45,2	0,2	0,1	0,8	100
Луганська	47,1	0	50,8	0,8	0,3	1,0	100
Львівська	44,8	0,9	48,2	3,7	2,1	0,3	100
Миколаївська	46,5	0,4	50,2	0,6	1,2	1,1	100
Одеська	52,1	0,5	28,5	1,7	16,6	0,6	100
Полтавська	53,2	0,3	42,1	3,2	0,4	0,6	100
Рівненська	49,7	0,5	44,1	3,7	1,4	0,7	100
Сумська	54,3	0,1	40,9	2,4	0,7	1,7	100
Тернопільська	43,5	0,4	50,8	3,3	0,9	1,1	100
Харківська	58,6	0,4	38,0	0,4	0,7	1,8	100
Херсонська	52,4	0,7	45,2	0,4	0,5	0,7	100
Хмельницька	38,8	1,2	53,9	2,2	0,5	3,4	100
Черкаська	43,5	0,4	52,6	2,3	0,6	0,7	100
Чернівецька	32,0	0,6	64,0	1,1	0,8	1,6	100
Чернігівська	40,6	0,2	46,9	0,6	0,3	1,4	100

\* Складено автором на основі [5].

Таблиця Ж.3

## Рейтинг регіонів за кількістю наданих іпотечних кредитів (у %)\*

Області	Іпотечні житлові кредити					
	на купівлю житла під його заставу	на рефінансування житлового кредиту	на споживчі цілі під заставу житла	на будівництво житла під заставу незавершеного будівництва	на купівлю земельних ділянок	на комерційні цілі під заставу житла
АР Крим	3,8	4,6	4,6	1,8	3,5	6,3
Вінницька	4,3	3,0	2,8	2,2	2,0	4,2
Волинська	1,5	2,5	2,3	1,5	1,3	0,9
Дніпропетровська	13,6	9,9	5,7	2,4	3,1	7,1
Донецька	9,2	7,9	5,7	5,6	0,6	9,2
Житомирська	3,0	1,6	3,4	4,0	2,6	4,7
Закарпатська	2,9	1,1	6,2	4,7	3,2	2,0
Запорізька	4,0	3,4	4,5	2,3	1,7	6,0
Івано-Франківська	1,6	2,2	2,6	4,4	1,7	1,5
м. Київ та Київська	13,0	33,3	11,0	35,2	30,9	10,1
Кіровоградська	2,4	0,3	2,5	0,3	0,1	1,5
Луганська	4,2	0,2	3,7	1,1	0,3	2,7
Львівська	2,7	4,4	5,0	7,1	4,2	1,3
Миколаївська	2,3	1,8	2,4	0,6	1,0	2,7
Одеська	7,6	6,0	6,8	7,6	34,1	3,9
Полтавська	3,1	0,5	2,2	3,6	0,5	1,1
Рівненська	2,2	1,5	2,4	4,1	2,1	0,8
Сумська	1,8	0,5	4,8	1,2	0,2	1,3
Тернопільська	1,3	1,0	2,6	2,8	1,3	1,6
Харківська	5,6	4,7	4,1	1,8	2,0	7,4
Херсонська	2,7	2,3	2,2	0,6	0,7	1,2
Хмельницька	1,8	4,2	4,7	2,5	0,9	16,2
Черкаська	2,7	0,3	3,4	1,4	0,7	1,5
Чернівецька	1,2	1,9	2,3	0,9	0,8	2,7
Чернігівська	1,3	0,8	2,0	0,5	0,4	1,7

\* Складено автором на основі [5].

## Додаток 3

## Житловий фонд України за період 1990–2009 рр.\*

Роки	Сукупний житловий фонд (загальна площа), млн. кв. м	У середньому на одного мешканця, кв. м	Кількість квартир, тис. одиниць					Кількість сімей та однаків, які перебували на квартирному обліку на кінець року, тис. одиниць	Кількість сімей та однаків, які отримали житло протягом року, тис. одиниць
			Усього	із них:					
				одно-кімнатних	дво-кімнатних	три-кімнатних	чотири- (і більше) кімнатних		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1990	922,1	17,8	17656,0	–	–	–	–	2638,0	235,0
1991	932,7	18,0	17827,0	–	–	–	–	2728,0	1799,0
1992	944,7	18,2	17947,0	–	–	–	–	2696,0	166,0
1993	960,6	18,5	17978,0	–	–	–	–	2636,0	144,0
1994	962,9	18,7	18021,0	–	–	–	–	2578,0	104,0
1995	978,3	19,2	18303,0	3557,0	6766,0	6199,0	1781,0	2411,0	82,0
1996	995,2	19,7	18565,0	3633,0	6930,0	6190,0	1812,0	2297,0	56,0
1997	1002,6	20,0	18784,0	3662,0	7010,0	6262,0	1850,0	2164,0	47,0
1998	1008,4	20,2	18858,0	3675,0	7027,0	6278,0	1878,0	2029,0	37,0
1999	–	–	–	–	–	–	–	–	–
2000	1015,0	20,7	18921,0	3677,0	7046,0	6299,0	1899,0	1765,0	32,0
2001	1026,1	21,0	18960,0	3676,0	7063,0	6301,0	1920,0	1624,0	29,0
2002	1031,7	21,3	19023,0	3696,0	7098,0	6303,0	1930,0	1533,0	25,0
2003	1035,7	21,6	19049,0	3702,0	7106,0	6303,0	1938,0	1460,0	25,0
2004	1040,0	21,8	19075,0	3699,0	7118,0	6308,0	1950,0	1414,0	23,0

*Продовж. дод. 3*

<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>10</b>
2005	1046,4	22,0	19132,0	3697,0	7132,0	6331,0	1967,0	1323,0	20,0
2006	1049,2	22,2	19107,0	3688,0	7112,0	6313,0	1987,0	1300,0	20,0
2007	1057,6	22,5	19183,0	3693,0	7127,0	6339,0	2006,0	1252,0	17,0
2008	1066,0	22,8	19255,0	3705,0	7145,0	6352,0	2025,0	1216,0	17,0
2009	1072,2	23,0	19288,0	3709,0	7154,0	6358,0	2039,0	1174,0	11,0

\* Складено автором на основі [65; 228, с. 13].

Додаток И

**Введення в експлуатацію загальної площі житла  
та кількість збудованих квартир в Україні у 1990–2009 рр.\***

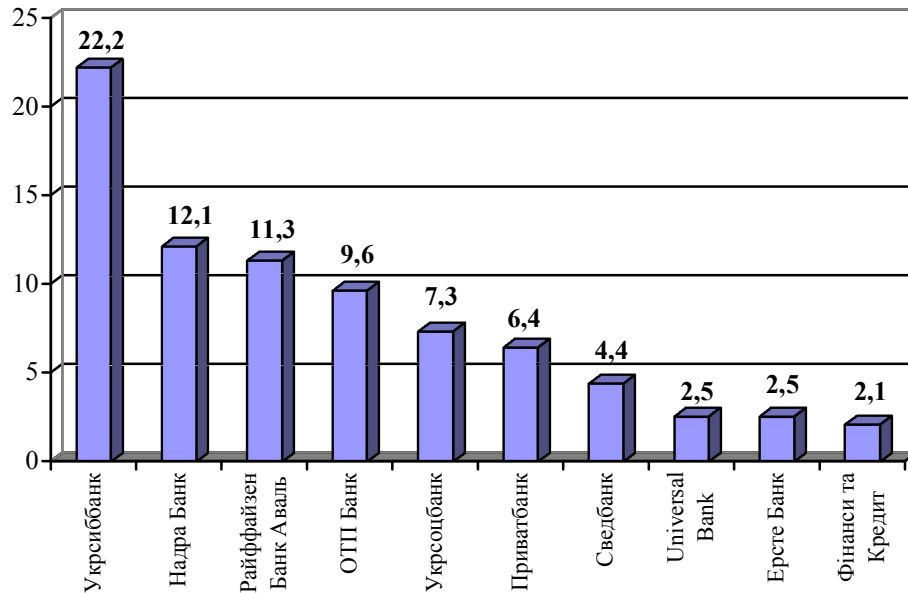
№ з/п	Показники	Роки											
		1990	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
1.	Загальна площа введеного в експлуатацію житла, тис. м <sup>2</sup>	17447	8663	5558	5939	6073	6433	7566	7816	8628	10244	10496	6400
	у тому числі:												
	в міських поселеннях	14024	6456	4329	4773	4858	5074	5739	6088	6709	7737	7640	5163
	у сільській місцевості	3423	2207	1229	1166	1215	1359	1827	1728	1919	2507	2856	1237
2.	Кількість збудованих квартир, тис.	279	118	63	65	64	62	71	76	82	95	94	66
	у тому числі:												
	в міських поселеннях	233	94	52	54	54	51	57	63	69	78	76	57
	у сільській місцевості	46	24	11	11	10	11	14	13	13	17	18	9
3.	Загальна площа введеного в експлуатацію житла, м <sup>2</sup>	338,0	169,0	113,0	123,0	127,0	135,0	160,0	167,0	185,0	221,0	228,0	140,0
	у тому числі:												
	в міських поселеннях	404,0	186,0	130,0	147,0	151,0	159,0	180,0	192,0	213,0	246,0	244,0	165,0
	у сільській місцевості	202,0	133,0	77,0	73,0	77,0	87,0	118,0	113,0	128,0	169,0	194,0	85,0
4.	Кількість збудованих квартир,	5,6	2,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,5	1,6	1,8	2,0	2,0	1,4
	у тому числі:												
	в міських поселеннях	7,0	2,7	1,6	1,7	1,7	1,6	1,8	2,0	2,2	2,5	2,4	1,8
	у сільській місцевості	2,8	1,5	0,7	0,7	0,7	0,7	0,9	0,8	0,9	1,1	1,2	0,6

\*Складено автором на основі [27; 228, с. 13].



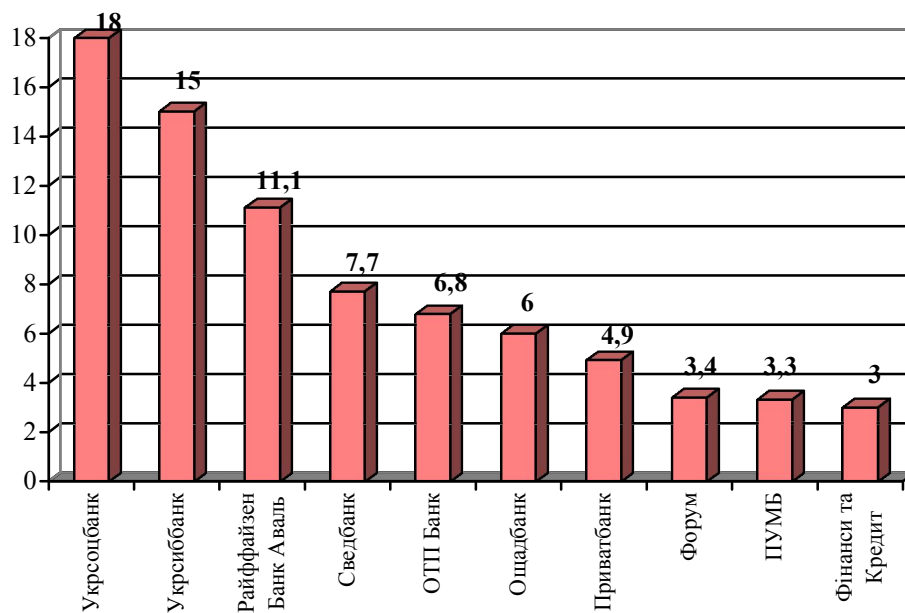
## Додаток К

**Ринкова частка ТОП-10 іпотечних кредиторів за обсягами наданих іпотечних житлових кредитів у розрізі їх цільового спрямуванням**



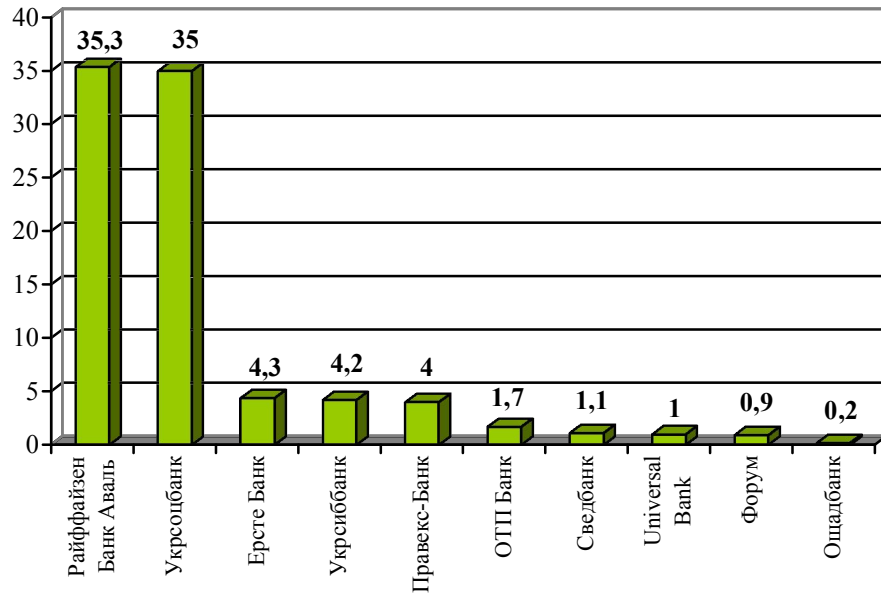
**Рис. К.1. Ринкова частка ТОП-10 іпотечних кредиторів за обсягами іпотечних кредитів на купівлю житла під його заставу, у %.\***

\* Розроблено автором на основі [5].



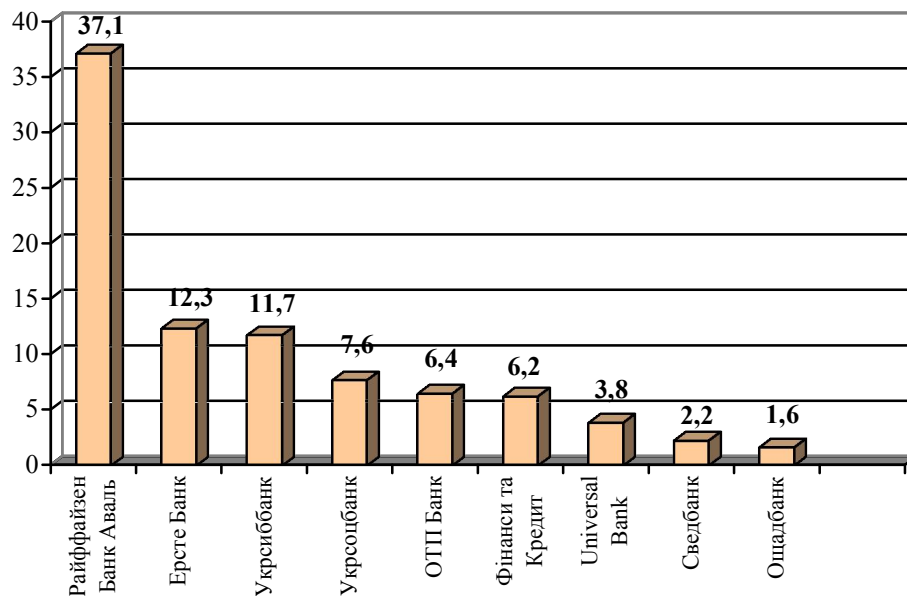
**Рис. К.2. Ринкова частка ТОП-10 іпотечних кредиторів за обсягами іпотечних кредитів на споживчі цілі під заставу житла, у %.\***

\* Розроблено автором на основі [5].



**Рис. К.3. Ринкова частка ТОП-10 іпотечних кредиторів за обсягами іпотечних кредитів на будівництво приватного житла, у %.\***

\* Розроблено автором на основі [5].



**Рис. К.4. Ринкова частка ТОП-10 іпотечних кредиторів за обсягами іпотечних кредитів на купівлю земельних ділянок, у %.\***

\* Розроблено автором на основі [5].

## Додаток Л

## Основні умови надання іпотечних житлових кредитів операторами іпотечного ринку\*

№ з/п	Назва банку	Мінімальна відсоткова ставка у гривні, %	Термін, роки	Розмір першого внеску, %	Одноразова комісія, %	Щомісячна комісія, %
1	2	3	4	5	6	7
1.	ПАТ АКБ „Аркада”	15-23	15–20	30–70	0,75	–
2.	АТ БМ Банк	25,0	10	50	0,3–1	–
3.	Державний ощадний банк України	22,0	20	50	1,0	–
4.	ПАТ „Державний експортно-імпортний банк України”	28,0	10	40	1,2	–
5.	ПАТ КБ Приватбанк	26,64	20	30	3,0	–
6.	АТ „Піреус Банк МКБ”	23,5	20	50	2,0	–
7.	ПАТ БТА Банк	16,5	4	50	2,0	–
8.	ПАТ Індекс Банк	25,5	10	50	1,0	–
9.	ПАТ Кредитпромбанк	20,0	30	25	1,0	–
10.	ПАТ Кредобанк	23,5	15	50	1,5	–
11.	ПАТ АБ Укргазбанк	23–25	1–5	50	1,0	–
12.	ПАТ Укрсиббанк	15,0	1	50	0,5	–
13.	ПАТ Укрсоцбанк	29,25	20	40	0,99	–
14.	ПАТ Банк Форум	24,5	15	50	2,0	–
15.	ПАТ Фольксбанк	11–19,99	15	40	1–1,99	0–0,5
16.	Universal Bank	23,5	15	50	1,5	0,1

\* Складено автором на основі [5].

## Додаток М

Динаміка та структура зобов'язань банків за коштами,  
залученими на рахунки населення України у 1998–2009 рр.\*

(на кінець періоду)

Роки	Всього, млн. грн.	Темпи зростання депозитів банків, порівняно з попереднім роком, %	Короткотермінові			Довготермінові		
			в національній валюті	в іноземній валюті	у %	в національній валюті	в іноземній валюті	у %
1	2	3	4	5	6	7	8	9
1998	8278	130,2	4766	2977	93,5	280	255	6,5
1999	12156	146,8	6491	4992	94,5	339	334	5,5
2000	18738	154,1	10966	6628	93,9	585	560	6,1
2001	25674	137,0	155303	6820	86,2	2090	1461	13,8
2002	37715	146,9	20240	8324	75,8	5396	3755	24,3
2003	61617	163,4	30140	11650	67,8	11814	8013	32,2
2004	82959	134,6	35636	15800	62,0	17123	14400	38,0
2005	132745	160,0	58267	23279	61,4	28931	22267	38,6
2006	184234	138,8	71123	32514	56,3	42970	37628	43,7
2007	279738	151,8	108211	41667	59,6	81688	48165	46,4
2008	357204	127,7	116716	81960	55,6	83030	75498	44,4
2009	327996	91,8	248371,0		75,6	79625,0		24,4

\* Складено автором на основі [22, с. 116–122; 23, с. 91–106].

## Додаток Н

**Характеристика єврооблігацій, випущених банківськими установами  
України (провідними іпотечними кредиторами)\***

№ з/п	Банки	Загальний обсяг емісії, млн. дол. США	Дата погашення	Дохідність до погашення, %	Купонний дохід, % (періодичність виплат, раз у рік)
1	2	3	4	5	6
1.	ПАТ Банк Форум	100	30.10.2009 р.	46,9	10 (2)
2.	ПАТ Альфа-Банк Україна	1145	4.05.2009 р.; 22.12.2009 р.; 26.07.2010 р.; 11.08.2011 р.	н/д; 71,1; 59,5; 29,8	9,75 (2); 9,75 (2); 9,25 (2); 12,0 (2)
3.	ВАТ КБ Надра	225	28.06.2010 р.; 11.08.2011 р.	н/д; 95,7	9,25 (2); 9,375 (2)
4.	АТ Банк „Фінанси та Кредит”	100	25.01.2010 р.	132,0	10,375 (2)
5.	ПАТ Приватбанк	940	6.02.2012 р.; 9.02.2016 р.; 29.11.2018 р.; 15.12.2031 р.	41,0; 35,2; н/д; н/д	8,0 (2); 8,75 (2); 3m Libor + 550bp (4); 3m Libor + 750bp (4); 1m Libor + 210bp (12); 1m Libor + 375bp (12)
6.	ПАТ ПУМБ	275	16.02.2010 р.	49,4	9,75 (2)
7.	ПАТ Укрсиббанк	950	23.07.2010 р.; 21.12.2011 р.; 4.08.2011 р.	29,7; 26,8; н/д	7,375 (2); 7,75 (2); 9,25 (2)
8.	ПАТ Укрсоцбанк	400	22.02.2010 р.	39,2	8,0 (2)
9.	Укрексімбанк	1125	23.09.2009 р.; 7.09.2011 р.; 4.10.2012 р.; 9.02.2016 р.	57,8; 33,5; 26,6; н/д	7,75 (2); 7,65 (2); 6,8 (2); 8,4 (2)

\* Складено автором на основі [186].

Додаток П  
Сек'юритизація іпотечних активів  
фінансово-кредитними установами України \*

Емітент	Вид фінансового інструмента	Загальний обсяг емісії, млн. грн.	Номінальна вартість, тис. грн.	Дата розміщення	Транші	Дохідність, %	Термін погашення	Кредитний рейтинг
1	2	3	4	5	6	7	8	9
ПАТ АКБ „Аркада”	Іпотечна облігація	643	0,1	2001–2004 рр.	„А”, „В”, „С”, „D”, „О”, „R”	10–25	Листопад 2001 р., лютий 2002 р., жовтень 2002 р., серпень 2004 р.	uaA – за національною шкалою
ПАТ АБ Укргазбанк	Іпотечна облігація	50	1	Березень 2007 року	„B”	10,5	Лютий 2010 року	Ua – за національною шкалою

Продовж. дод. II

1	2	3	4	5	6	7	8	9
Державна іпотечна установа	Іпотечні облігації під державну гарантію	1000	100	Грудень 2006–2007 рр.	„А”, „В”, „С”, „D”, „Е”, „F”, „G”, Н”, „I”, „J”	9,5	Січень 2011 року	–
		300		Червень 2008 року	„K”, „L”, „M”, „V”	≥5 для „V”, „W”, „X”, „Y”, а для решти – 9,4	Грудень 2012 та грудень 2014 років	
		700		Жовтень 2008 року	„N”, O”, „P”, „Q”, „R”, „S”, „T”, „U”, „W”, X”, „Y”			
	Звичайні іпотечні облігації	50		Вересень 2008 року	„A”, „G”	11,5	Серпень 2011 року	

\* Складено на основі [183; 184; 185].

Додаток Р

**Основні параметри окремих фінансових інструментів на  
іпотечному ринку України\***

№ з/п	Параметри	Активи фонду фінансування будівництва	Сертифікати фонду операцій з нерухомістю	Цільові будівельні облигації
1	2	3	4	5
1.	Емітент	Будівельні організації	Будівельні організації, банківські установи, фінансові компанії	Будівельні організації
2.	Джерело залучення коштів	Вклади населення	Вклади інвесторів	Вклади населення
3.	Інвестори	Населення	Інституційні інвестори	Населення
4.	Основні ризики	Ризики будівництва та нецільового використання коштів		
5.	Рівень ризиків	Середній	Високий	Високий
6.	Спільні риси	Залучення коштів в будівництво нерухомості; отримання інвестором квадратних метрів побудованого житла; забудовники – будівельні компанії, котрі є експертами в цій галузі		
7.	Відмінні риси	Вкладення коштів в зазначені інструменти передбачає отримання квадратних метрів житла	Емісійність; розміщення серед наперед визначеного кола осіб; відсутні зобов'язання емітента перед зазначеними цінними паперами	Емісійність; передбачають отримання квадратних метрів житла; безвідсотковість

\* Складено автором на основі [7, с. 402–434; 159; 166].



## Додаток С

**Основні показники розвитку іпотечного ринку житлової нерухомості  
країн світу за 2004–2008 р. \***

№ з/п	Країна	Загальний обсяг заборгованості населення країни за іпотечними житловими кредитами		Темпи зростання обсягу заборгованості населення країни за іпотечними житловими кредитами, %	Частка обсягу заборгованості населення країни за іпотечними житловими кредитами у % до ВВП	Обсяг заборгованості населення країни на одну особу, тис. євро
		млн. євро	%			
1	2	3	4	5	6	7
<b>2004</b>						
1.	Австрія	48064	1,0	20,9	20,3	5,9
2.	Бельгія	88434	1,9	8,2	31,2	8,5
3.	Великобританія	1243261	2,7	11,1	72,5	20,8
4.	Греція	34052	0,7	28,3	20,6	3,1
5.	Данія	174300	3,7	6,0	89,7	32,3
6.	Естонія	1500	0,03	57,3	16,6	1,1
7.	Ірландія	77029	1,6	29,8	52,7	19,1
8.	Іспанія	384631	8,2	22,9	45,9	9,1
9.	Італія	196504	4,2	13,4	14,5	3,4
10.	Кіпр	2182	0,05	4,6	17,6	2,9
11.	Латвія	1273	0,03	67,5	11,5	0,6
12.	Литва	1258	0,03	88,3	7,0	0,4
13.	Люксембург	8797	0,2	12,3	34,3	19,5
14.	Мальта	1236	0,03	20,6	28,6	3,1
15.	Нідерланди	518115	11,1	14,3	111,1	31,9
16.	Німеччина	1157026	24,8	0,1	52,4	14,0
17.	Польща	10686	0,23	22,9	5,5	0,3
18.	Португалія	70834	1,5	6,9	52,5	6,8
19.	Словаччина	2032	0,04	82,3	6,1	0,4
20.	Словенія	387	0,008	30,3	1,5	0,2
21.	Угорщина	7767	0,17	35,1	9,6	0,8

Продовж. дод. С

1	2	3	4	5	6	7
22.	Фінляндія	56522	1,2	10,8	37,8	10,8
23.	Франція	432300	9,25	12,2	26,2	7,2
24.	Чехія	6576	0,14	34,9	7,6	0,6
25.	Швеція	147163	3,15	10,0	52,7	16,4
	<b>ЄС</b>	<b>4670736</b>	<b>100</b>	<b>9,7</b>	<b>45,3</b>	<b>10,2</b>
<b>2005</b>						
1.	Австрія	53815	1,04	11,9	21,9	6,6
2.	Бельгія	98060	1,91	11,9	32,9	9,4
3.	Великобританія	1414386	27,5	9,5	80,0	23,6
4.	Греція	45420	0,89	33,4	25,1	4,1
5.	Данія	195762	3,82	12,3	94,0	36,1
6.	Естонія	2618	0,05	74,5	24,8	1,9
7.	Ірландія	98956	1,92	28,5	61,7	24,1
8.	Іспанія	475571	9,25	23,6	52,6	11,1
9.	Італія	243622	4,75	18,1	17,2	4,2
10.	Кіпр	2144	0,04	44,2	16,0	2,9
11.	Латвія	2509	0,05	97,2	19,6	1,1
12.	Литва	2268	0,04	80,2	11,0	0,7
13.	Люксембург	10006	0,19	13,7	34,1	21,9
14.	Мальта	1519	0,03	22,9	33,8	3,8
15.	Нідерланди	487322	9,49	11,9	97,1	29,9
16.	Німеччина	1162588	22,6	0,5	51,7	14,1
17.	Польща	14646	0,28	51,9	6,0	0,4
18.	Португалія	79452	1,55	11,7	53,9	7,5
19.	Словаччина	3078	0,06	40,1	8,1	0,6
20.	Словенія	1301	0,03	62,7	4,8	0,7
21.	Угорщина	9205	0,18	21,3	10,5	0,9
22.	Фінляндія	65946	1,28	13,5	42,5	12,6
23.	Франція	503600	9,8	16,5	29,4	8,3
24.	Чехія	6016	0,12	63,4	6,1	0,6
25.	Швеція	159025	3,09	9,3	55,2	17,6
	<b>ЄС</b>	<b>5138835</b>	<b>100</b>	<b>10,7</b>	<b>47,5</b>	<b>11,2</b>
<b>2006</b>						
1.	Австрія	60669	1,06	12,7	23,5	7,3

Продовж. дод. С

1	2	3	4	5	6	7
2.	Бельгія	114105	1,99	12,9	36,3	10,9
3.	Болгарія	1745	0,03	75,5	7,0	0,2
4.	Великобританія	1583372	27,7	11,9	83,1	26,2
5.	Греція	57145	1,0	25,8	29,3	5,1
6.	Данія	221970	3,89	13,4	100,8	40,9
7.	Естонія	4278	0,07	63,4	32,7	3,2
8.	Ірландія	123288	2,15	24,6	70,1	29,3
9.	Іспанія	571746	10,0	20,2	58,6	13,1
10.	Італія	276102	4,83	13,3	18,7	4,7
11.	Кіпр	3077	0,05	43,5	21,2	4,0
12.	Латвія	4680	0,08	86,5	28,9	2,0
13.	Литва	2997	0,05	32,1	12,6	0,9
14.	Люксембург	11345	0,21	13,4	34,3	24,7
15.	Мальта	1770	0,03	16,5	34,7	4,4
16.	Нідерланди	525874	9,2	7,9	98,4	32,2
17.	Німеччина	1183834	20,7	1,8	51,3	14,4
18.	Польща	22514	0,41	53,7	8,3	0,6
19.	Португалія	91895	1,61	15,7	59,2	8,7
20.	Румунія	2276	0,04	57,2	2,3	0,1
21.	Словаччина	4209	0,07	36,7	9,6	0,8
22.	Словенія	1956	0,03	43,0	6,6	1,0
23.	Угорщина	10215	0,18	11,0	11,4	1,0
24.	Фінляндія	73200	1,28	11,0	43,8	13,9
25.	Франція	577800	10,1	14,7	32,2	9,2
26.	Чехія	8055	0,15	33,9	7,1	0,8
27.	Швеція	173499	3,04	9,1	56,7	19,2
	<b>ЄС</b>	<b>5713615</b>	<b>100</b>	<b>11,1</b>	<b>49,4</b>	<b>11,6</b>
28.	Сербія	650		111,7	2,9	0,1
<b>29.</b>	<b>Україна</b>	<b>4301</b>		<b>157,6</b>	<b>2,6</b>	<b>0,1</b>
<b>2007</b>						
1.	Австрія	65070	1,6	7,1	23,9	7,82
2.	Бельгія	121831	1,98	6,8	36,8	11,5
3.	Болгарія	2868	0,05	64,4	9,9	0,37

Продовж. дод. С

1	2	3	4	5	6	7
4.	Великобританія	1745790	28,4	8,9	86,3	28,76
5.	Греція	69363	1,13	21,4	30,2	6,21
6.	Данія	211381	3,43	8,4	92,8	38,7
7.	Естонія	5625	0,09	31,5	36,3	4,19
8.	Ірландія	139842	2,27	13,4	75,3	32,2
9.	Іспанія	646676	10,5	13,1	61,6	14,5
10.	Італія	304223	4,94	10,2	19,8	5,13
11.	Кіпр	6989	0,11	28,2	44,8	8,87
12.	Латвія	6726	0,11	43,9	33,7	2,96
13.	Литва	4849	0,08	61,8	17,5	1,44
14.	Люксембург	13847	0,22	22,1	38,5	29,03
15.	Мальта	2021	0,03	14,2	37,6	4,94
16.	Нідерланди	558982	9,09	1,9	100,0	34,14
17.	Німеччина	1155742	18,8	-2,4	47,7	14,05
18.	Польща	35966	0,58	57,8	1,7	0,94
19.	Португалія	101094	1,64	10,0	62,1	9,52
20.	Румунія	4253	0,07	86,8	3,5	0,2
21.	Словаччина	6529	0,11	55,0	11,9	1,21
22.	Словенія	2670	0,04	36,5	8,0	1,32
23.	Угорщина	12535	0,2	16,3	12,4	1,25
24.	Фінляндія	61720	1,0	12,4	34,3	11,67
25.	Франція	651100	10,6	12,7	34,9	10,17
26.	Чехія	19554	0,32	45,1	15,3	1,89
27.	Швеція	189426	3,08	7,8	57,0	20,71
	<b>ЄС</b>	<b>6146672</b>	<b>100</b>	<b>7,4</b>	<b>50,1</b>	<b>11,25</b>
28.	Норвегія	151412		8,2	53,3	34,6
29.	Російська Федерація	15900		–	1,9	0,11
30.	Сербія	1275		96,2	4,2	0,17
31.	Албанія	563		84,9	6,7	0,17
<b>32.</b>	<b>Україна</b>	<b>8285</b>		<b>92,6</b>	<b>8,6</b>	<b>0,18</b>
<b>2008</b>						
1.	Австрія	71346	1,1	9,6	25,3	8,56

Продовж. дод. С

1	2	3	4	5	6	7
2.	Бельгія	137126	2,2	8,5	39,8	12,86
3.	Болгарія	3960	0,1	38,0	11,6	0,52
4.	Великобританія	1458895	23,9	3,2	80,5	23,84
5.	Греція	77700	1,2	12,0	32,0	3,93
6.	Данія	222105	3,6	4,9	95,3	40,57
7.	Естонія	6216	0,1	10,3	39,2	4,64
8.	Ірландія	148542	2,4	6,2	80,0	33,75
9.	Іспанія	674434	11,0	4,3	62,0	14,89
10.	Італія	311788	5,1	2,1	19,8	5,23
11.	Кіпр	8501	0,1	21,6	50,2	10,77
12.	Латвія	7220	0,1	6,1	31,2	3,18
13.	Литва	5575	0,1	14,9	17,3	1,66
14.	Люксембург	15940	0,2	15,1	43,5	32,93
15.	Мальта	2228	0,04	10,2	38,8	5,43
16.	Нідерланди	589532	9,6	6,9	99,1	35,94
17.	Німеччина	1147869	18,8	-0,7	46,1	13,96
18.	Польща	56476	0,9	61,7	15,3	1,48
19.	Португалія	105210	1,7	4,1	63,3	9,91
20.	Румунія	5485	0,03	47,3	4,0	0,25
21.	Словаччина	8536	2,1	30,7	13,2	1,58
22.	Словенія	3395	0,06	27,2	9,1	1,68
23.	Угорщина	15612	0,3	25,4	14,0	1,46
24.	Фінляндія	88367	1,4	7,7	47,5	16,67
25.	Франція	700800	11,5	7,5	35,9	10,99
26.	Чехія	16014	0,2	16,7	10,8	1,54
27.	Швеція	199055	3,2	–	60,6	21,68
	<b>ЄС</b>	<b>6087928</b>	<b>100</b>	<b>-1,2</b>	<b>49,8</b>	<b>12,24</b>
28.	Норвегія	171743		-1,3	55,7	36,26
29.	Російська Федерація	28813		61,1	2,4	0,2
30.	США	8115782		-0,3	83,6	26,69
<b>31.</b>	<b>Україна</b>	<b>13968</b>		<b>87,9</b>	<b>11,3</b>	<b>0,3</b>

\* Складено автором на основі [245].

## Додаток Т

**Загальний обсяг випущених на світовому фінансовому ринку  
облігацій за видами забезпечення у 2009 р.\***

<b>Країна</b>	<b>Обсяг випущених облігацій за видами забезпечення, млн. євро</b>			
	<i>державне</i>	<i>іпотечні активи</i>	<i>під заставні на судна</i>	<i>змішане</i>
<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>
Австрія	19617	51317	0	0
Великобританія	3439	201096	0	0
Греція	0	6500	0	0
Данія	134	319434	7197	0
Іспанія	16030	336750	0	0
Ірландія	50951	29725	0	0
Італія	9063	14000	0	0
Канада	0	7525	0	0
Латвія	0	85	0	0
Люксембург	31645	0	0	0
Нідерланди	0	28367	0	0
Німеччина	486406	225100	7954	0
Норвегія	951	51340	0	0
Польща	139	578	0	0
Португалія	1150	20270	0	0
Словаччина	0	3608	0	0
США	0	12896	0	0
Угорщина	0	7116	0	0
Фінляндія	0	7625	0	0
Франція	71905	134757	0	82572
Чехія	0	8186	0	0
Швеція	0	133903	0	0
Швейцарія	0	46283	0	0
<b>Україна</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Всього</b>	<b>691430</b>	<b>1600465</b>	<b>15151</b>	<b>82572</b>

\* Складено автором на основі [244].

## Додаток У

**Рейтингування гібридних цінних паперів  
провідними рейтинговими агенствами за вмістом капіталу\***

Standart & Poor's (S&P)	Fitch	Moody's	R&I
<i>Класи/вміст капіталу (%)/види цінних паперів</i>			
1	2	3	4
Високий вміст капіталу/до 50%/короткотермінові обов'язково конвертовані цінні папери терміном до трьох років; високоякісні гібриди з купонами участі	Клас „E”/100%/привілейовані акції (молодший субординований борг)	Клас „E”/100%/привілейовані беззвізивні акції з правом обов'язкової конвертації у капітал упродовж трьох років та затримкою виплати дивідендів	Клас 1/10%/дуже довготермінові субординовані облігації, привілейовані акції (можливість погашення після п'яти років)
Стойкий (strong)/ до 33%; до 18%/ безстрокові привілейовані акції; безстрокові інструменти капіталу 1-го рівня, що допускають затримку, та страхові довготермінові гібридні інструменти терміном погашення 20 років і більше зі затримаючим купоном	Клас „D”/75%/субординований борг або прирівняний до нього (молодший субординований борг корпорацій і страхових компаній)	Клас „D”/75%/п'ятирічні трастові привілейовані цінні папери в поєднанні зі трирічними форвардними крнтрактами придбання; вічні привілейовні цінні папери зі заміною формулювання та обов'язковою відстрочкою дивідендів	Клас 2/30%/вічні субординовані облігації, привілейовані акції (можливість погашення після п'яти років)
Достатній (adequate)/до 12%/більшість інструментів вищої категорії капіталу 2-го рівня; привілейовані акції з обмеженим терміном; страхові гібридні інструменти терміном погашення 20 років і більше зі затримаючим купоном	Клас „C”/50%/не застосовується	Клас „C”/50%/вічний субординований борг, емітований банками або страховими компаніями; вічні привілейовні цінні папери без заміни формулювання та із можливою відстрочкою дивідендів, некумулятивні	Клас 3/50%/ вічні субординовані облігації, привілейовані акції (без можливості погашення)

Продовж. дод. У

1	2	3	4
<p>Мінімальний вміст капіталу/не включається/ строкові гібридні інструменти терміном погашення до 5 років; аукціонні привілейовані цінні папери; субординований борг без затримки; інструменти з опціоном пут</p>	<p>Клас „В”/25%/ не застосовується</p>	<p>Клас „В”/25%/ вічний субординований борг, емітований іншими фінансовими інститутами; вічні привілейовні цінні папери без заміни формулювання та із можливою відстрочкою дивідендів, некумулятивні</p>	<p>Клас 4/70%/ привілейовані акції (без можливості погашення)</p>
	<p>Клас „А”/0%/ субординований привілейований борг</p>	<p>Клас „А”/0%/ субординований борг зі встановленою датою погашення; трастові привілейовані цінні папери</p>	<p>Клас 5/90%/ привілейовані акції з правом обов’язкової конвертації у капітал упродовж трьох років</p>

\* Складено автором на основі [39, с. 74–90].



## Додаток Ф

**Види цінних паперів, які зазвичай використовують центральні банки  
провідних країн для здійснення грошово-кредитної політики\***

<b>Країна</b>	<b>Державні цінні папери</b>	<b>Цінні папери урядових агенств</b>	<b>Іпотечні і цінні папери</b>	<b>Цінні папери фінансових інститутів</b>	<b>Інші корпоративні цінні папери</b>	<b>Іноземні цінні папери</b>
<i>Операції РЕПО</i>						
Ісландія	так	так	ні	ні	ні	ні
Швеція	так	так	так	ні	ні	ні
Швейцарія	так	так	так	ні	ні	так
Австралія	так	ні	ні	ні	ні	так
Канада	так	ні	ні	ні	ні	ні
Японія	так	ні	ні	ні	ні	ні
США	так	так	ні	ні	так	ні
<i>Застава до ломбардної послуги</i>						
Ісландія	так	ні	ні	ні	ні	ні
Данія	так	так	так	ні	ні	ні
Норвегія	так	так	так	так	так	так
Швеція	так	так	так	так	так	так
Швейцарія	так	так	так	так	так	так
Канада	так	ні	ні	ні	так	ні
Японія	так	так	ні	ні	так	так
<i>Пряма купівля/продаж</i>						
Канада	ні	ні	ні	так	ні	ні
Японія	так	ні	ні	ні	ні	ні
США	так	так	ні	ні	так	ні

\* Складено автором на основі [263, с. 6].

## Додаток X

Результати розрахунків регресійних залежностей при прогнозуванні валового внутрішнього продукту, доходів населення, обсягів іпотечного кредитування, кількості виданих іпотечних кредитів та співвідношення обсягу іпотечного ринку до валового внутрішнього продукту

## Вихідні дані

Роки		ВВП у фактичних цінах, млн. грн.	Доходи населення (реальні), млн. грн.	Загальна заборгованість населення за іпотечними кредитами, млн. грн.	Кількість виданих іпотечних кредитів, од.	Співвідношення обсягу іпотечного кредитування до ВВП, %
	X1	X2	X3	X4	X5	X6
2005	1	441452	298275	10700	121000	2,42%
2006	2	544153	363586	27300	228000	5,02%
2007	3	720731	470953	57200	339000	7,94%
2008	4	948056	637762	108900	484000	11,49%
2009	5	914720	672662	104800	436000	11,46%

Динаміка показників

**ПРОСТАЯ РЕГРЕССИЯ. Файл: Валовий внутрішній продукт**

**Переменные: x1, x2**

Модель: линейная  $Y = a_0 + a_1 * x$

Коэфф.  $a_0$   $a_1$

Значение 3,087E5 1,35E5

Ст.ошиб. 7,63E4 2,301E4

Значим. 0,0253 0,0084

Источник Сум.квадр. Степ.св Средн.квадр.

Регресс. 1,824E11 1 1,824E11

Остаточн 1,588E10 3 5,293E9

Вся 1,982E11 4

Множеств R  $R^2$   $R^2$ прив Ст.ошиб. F Значим

0,95912 0,91991 0,89321 72750 34,46 0,0001

Гипотеза 1: <Регрессионная модель адекватна экспериментальным данным>

Модель: экспонента  $Y = EXP(a_0 + a_1 * x)$

Коэфф.  $a_0$   $a_1$

Значение 12,83 0,2012  
 Ст.ошиб. 0,1099 0,03313  
 Значим. 0 0,0076

Источник Сум.квадр. Степ.св Средн.квадр.  
 Регресс. 0,4049 1 0,4049  
 Остаточн 0,03293 3 0,01098  
 Вся 0,4379 4

Множеств R R^2 R^2прив Ст.ошиб. F Значим  
 0,96167 0,9248 0,89973 0,10476 36,89 0

Гипотеза 1: <Регрессионная модель адекватна экспериментальным данным>

Xпрогн Yпрогн Ст.ошиб Довер.инт

Модель: степенная  $Y = \text{EXP}(a_0) * x^{a_1}$

Коэфф. a0 a1  
 Значение 12,95 0,5055  
 Ст.ошиб. 0,0801 0,07193  
 Значим. 0 0,0049

Источник Сум.квадр. Степ.св Средн.квадр.  
 Регресс. 0,4128 1 0,4128

Остаточн 0,02508 3 0,008359  
 Вся 0,4379 4

Множеств R R^2 R^2прив Ст.ошиб. F Значим  
 0,97094 0,94272 0,92363 0,09143 49,38 0

Гипотеза 1: <Регрессионная модель адекватна экспериментальным данным>

Xпрогн Yпрогн Ст.ошиб Довер.инт

6 1,043E6 1,008E5 3,166E5  
 7 1,128E6 1,164E5 3,656E5  
 8 1,207E6 1,338E5 4,203E5  
 9 1,281E6 1,524E5 4,787E5  
 10 1,351E6 1,718E5 5,397E5

Модель: экспонента  $Y = \text{EXP}(a_0 + a_1/x)$

## ПРОСТАЯ РЕГРЕССИЯ. Файл: Доходи населения (реальні)

**Переменные: x1, x3**

Модель: линейная  $Y = a_0 + a_1 * x$

Коэфф. a0 a1  
 Значение 9,176E4 1,473E5  
 Ст.ошиб. 7,327E4 2,209E4  
 Значим. 0,2995 0,0057

Источник Сум.квадр. Степ.св Средн.квадр.  
 Регресс. 2,17E11 1 2,17E11  
 Остаточн 1,464E10 3 4,88E9  
 Вся 2,316E11 4

Множеств R R^2 R^2прив Ст.ошиб. F Значим  
 0,9846 0,93678 0,91571 69859 44,46 0

Гипотеза 1: <Регрессионная модель адекватна экспериментальным данным>

Модель: экспонента  $Y = \text{EXP}(a_0 + a_1 * x)$

Коэфф. a0 a1  
 Значение 12,28 0,2766  
 Ст.ошиб. 0,05392 0,01626  
 Значим. 0 0,0004

Источник Сум.квадр. Степ.св Средн.квадр.  
 Регресс. 0,7648 1 0,7648  
 Остаточн 0,00793 3 0,002643  
 Вся 0,7727 4

Множеств R R^2 R^2прив Ст.ошиб. F Значим  
 0,99486 0,98974 0,98632 0,051414 289,3 0

Гипотеза 1: <Регрессионная модель адекватна экспериментальным данным>

Хпрогн Yпрогн Ст.ошиб Довер.инт  
 6 1,131E6 4,235E4 1,331E5  
 7 1,491E6 4,891E4 1,537E5  
 8 1,967E6 5,622E4 1,766E5  
 9 2,593E6 6,403E4 2,012E5  
 10 3,419E6 7,218E4 2,268E5

## ПРОСТАЯ РЕГРЕССИЯ. Файл: Обсяги іпотечного кредитування

### Переменные: x1, x4

Модель: линейная  $Y = a_0 + a_1 * x$

Коэфф. a0 a1  
 Значение -1,916E4 2,698E4  
 Ст.ошиб. 1,497E4 4512  
 Значим. 0,2907 0,008

Источник Сум.квадр. Степ.св Средн.квадр.  
 Регресс. 7,279E9 1 7,279E9  
 Остаточн 6,108E8 3 2,036E8  
 Вся 7,89E9 4

Множеств R R^2 R^2прив Ст.ошиб. F Значим

0,96051 0,92258 0,89678 14269 35,75 0,0001

Гипотеза 1: <Регрессионная модель адекватна экспериментальным данным>

Модель: степенная  $Y = EXP(a_0) * x^{a_1}$

Коэфф.	a0	a1
Значение	9,256	1,53
Ст.ошиб.	0,1477	0,1326
Значим.	0	0,0011

Источник Сум.квадр. Степ.св Средн.квадр.

Регресс.	3,781	1	3,781
Остаточн	0,08524	3	0,02841
Вся	3,866	4	

Множеств R R^2 R^2прив Ст.ошиб. F Значим

0,98891 0,97795 0,9706 0,16856 133,1 0

Гипотеза 1: <Регрессионная модель адекватна экспериментальным данным>

Хпрогн Yпрогн Ст.ошиб Довер.инт

6	1,623E5	2,367E4	7,436E4
7	2,055E5	2,733E4	8,586E4
8	2,52E5	3,141E4	9,87E4
9	3,018E5	3,578E4	1,124E5
10	3,546E5	4,033E4	1,267E5

Модель: экспонента  $Y = EXP(a_0 + a_1 * x)$

Коэфф.	a0	a1
Значение	8,937	0,5947
Ст.ошиб.	0,3475	0,1048
Значим.	0,0001	0,0093

Источник Сум.квадр. Степ.св Средн.квадр.

Регресс.	3,537	1	3,537
Остаточн	0,3293	3	0,1098
Вся	3,866	4	

Множеств R R^2 R^2прив Ст.ошиб. F Значим

0,95647 0,91483 0,88645 0,33129 32,23 0,0001

Гипотеза 1: <Регрессионная модель адекватна экспериментальным данным>

## ПРОСТАЯ РЕГРЕССИЯ. Файл: Кількість виданих іпотечних кредитів

**Переменные: x1, x5**

Модель: линейная  $Y = a_0 + a_1 * x$

Коэфф.	a0	a1
Значение	4,84E4	9,3E4

Ст.ошиб. 6,207E4 1,871E4  
 Значим. 0,5049 0,0139

Источник Сум.квадр. Степ.св Средн.квадр.  
 Регресс. 8,649E10 1 8,649E10  
 Остаточн 1,051E10 3 3,502E9  
 Вся 9,7E10 4

Множеств R R^2 R^2прив Ст.ошиб. F Значим  
 0,94429 0,89168 0,85557 59181 24,69 0,0001

Гипотеза 1: <Регрессионная модель адекватна экспериментальным данным>

Модель: степенная  $Y = EXP(a_0) * x^{a_1}$

Коэфф. a0 a1  
 Значение 11,73 0,8928  
 Ст.ошиб. 0,1083 0,09726  
 Значим. 0 0,0022

Источник Сум.квадр. Степ.св Средн.квадр.  
 Регресс. 1,288 1 1,288  
 Остаточн 0,04584 3 0,01528  
 Вся 1,334 4

Множеств R R^2 R^2прив Ст.ошиб. F Значим  
 0,98266 0,96562 0,95416 0,12362 84,26 0

Гипотеза 1: <Регрессионная модель адекватна экспериментальным данным>

Хпрогн Yпрогн Ст.ошиб Довер.инт

6 6,137E5 8,388E4 2,636E5  
 7 7,042E5 9,686E4 3,043E5  
 8 7,934E5 1,113E5 3,498E5  
 9 8,814E5 1,268E5 3,985E5  
 10 9,683E5 1,43E5 4,492E5

Модель: экспонента  $Y = EXP(a_0 + a_1 * x)$

Коэфф. a0 a1  
 Значение 11,56 0,3413  
 Ст.ошиб. 0,2489 0,07504  
 Значим. 0 0,0181

Источник Сум.квадр. Степ.св Средн.квадр.  
 Регресс. 1,165 1 1,165  
 Остаточн 0,1689 3 0,05631  
 Вся 1,334 4

Множеств R R^2 R^2прив Ст.ошиб. F Значим  
 0,93451 0,87332 0,83109 0,2373 20,68 0,0002

Гипотеза 1: <Регрессионная модель адекватна экспериментальным данным>

Хпрогн Yпрогн Ст.ошиб Довер.инт

6	8,111E5	1,373E5	4,314E5
7	1,141E6	1,585E5	4,981E5
8	1,605E6	1,822E5	5,726E5
9	2,258E6	2,076E5	6,522E5
10	3,176E6	2,34E5	7,352E5

**ПРОСТАЯ РЕГРЕССИЯ. Файл: Співвідношення обсягу іпотечного кредитування до валового внутрішнього продукту**

**Переменные: x1, x6**

Модель: линейная  $Y = a_0 + a_1 * x$

Коэфф.	a0	a1
Значение	0,301	2,455
Ст.ошиб.	1,107	0,3339
Значим.	0,7963	0,0042

Источник	Сум.квадр.	Степ.св	Средн.квадр.
Регресс.	60,27	1	60,27
Остаточн	3,344	3	1,115
Вся	63,61	4	

Множеств R	R^2	R^2прив	Ст.ошиб.	F	Значим
0,97336	0,94743	0,92991	1,0558	54,07	0

Гипотеза 1: <Регрессионная модель адекватна экспериментальным данным>

Модель: степени .5  $Y = a_0 + a_1 * \text{SQR}(x)$

Коэфф.	a0	a1
Значение	-5,816	8,042
Ст.ошиб.	1,575	0,909
Значим.	0,0326	0,0024

Источник	Сум.квадр.	Степ.св	Средн.квадр.
Регресс.	61,27	1	61,27
Остаточн	2,348	3	0,7828
Вся	63,61	4	

Множеств R	R^2	R^2прив	Ст.ошиб.	F	Значим
0,98137	0,96308	0,95078	0,88477	78,26	0

Гипотеза 1: <Регрессионная модель адекватна экспериментальным данным>

Хпрогн Упрогн Ст.ошиб Довер.инт

6	13,88	1,282	4,029
7	15,46	1,481	4,652
8	16,93	1,702	5,347
9	18,31	1,938	6,091
10	19,61	2,185	6,866

Модель: экспонента  $Y = \text{EXP}(a_0 + a_1 * x)$

Коэфф.	a0	a1
Значение	0,7084	0,3938
Ст.ошиб.	0,2544	0,0767
Значим.	0,0674	0,0126

Источник	Сум.квдр.	Степ.св	Средн.квдр.
Регресс.	1,551	1	1,551
Остаточн	0,1765	3	0,05883
Вся	1,727	4	

Множеств R	R <sup>2</sup>	R <sup>2</sup> прив	Ст.ошиб.	F	Значим
0,94754	0,89783	0,86377	0,24255	26,36	0,0001

Гипотеза 1: <Регрессионная модель адекватна экспериментальным данным>



## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Адамкович М. Принципи дотримання транспарентності операцій на фондовому ринку в Україні / М. Адамкович, Д. Редькін // Наукові записки ОНАЗ ім. О. Попова. – 2005. – № 2. – С. 84–87.
2. Алексеєнко Л. Пріоритети моніторингу формування та реалізації фінансових послуг на іпотечному ринку України / Л. Алексеєнко, Г. Лацик // Перспективи розвитку економіки України: теорія, методологія, практика : матеріали XV Міжнар. наук.-практ. конф. (Луцьк, 26–27 трав. 2010 р.) / відп. ред. Л. Ліпич. – Луцьк: Волин. нац. ун-т ім. Лесі Українки, 2010. – С. 224–226.
3. Алексеєнко Л. Пріоритети національного іпотечного кредитування в умовах інтеграції до міжнародного простору / Л. Алексеєнко, Г. Лацик // Формування ринкової економіки в Україні : зб. наук. праць. – 2010. – Випуск 21. – С. 11–18.
4. Алексеєнко Л. Ринок фінансового капіталу становлення, проблеми та перспективи розвитку : [м-я] / Л. Алексеєнко. – К. : Вид. буд-к „Максимум”, 2004. – 424 с.
5. Аналітичний звіт Української національної іпотечної асоціації за I квартал 2010 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.finrep.kiev.ua/download/unia\\_analytical\\_report\\_1q\\_2010.pdf](http://www.finrep.kiev.ua/download/unia_analytical_report_1q_2010.pdf). – Назва з екрану.
6. Аржевітін С. Побудова системи нагляду за фінансовою сферою / С. Аржевітін // Вісник Національного банку України. – 2009. – № 1. – С. 46–49.
7. Асаул А. Економіка нерухомості : підруч. / А. Асаул, І. Брижань, В. Чевганова. – К. : Лібра, 2004. – 304 с.
8. Асоціація українських банків: підсумки діяльності комерційних банків України за 2009 р. та завдання на 2010 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://aub.org.ua/index.php?option=com\\_content&task=view&id=155&menu=119&Itemid=113](http://aub.org.ua/index.php?option=com_content&task=view&id=155&menu=119&Itemid=113). – Назва з екрану.
9. Базилевич В. Іпотечний ринок : [м-я] / В. Базилевич, Н. Погорельцева. – К. : В-во „Знання”, 2008. – 717 с.

10. Барановський О. Безпека бізнесу та страховий ринок: взаємозв'язок та взаємообумовленість [Електронний ресурс] / О. Барановський. – К. : Центр Разумкова. – Режим доступу: [http://www.uceps.org/ukr/article.php?news\\_id=318](http://www.uceps.org/ukr/article.php?news_id=318). – Назва з екрану.
11. Барановський О. Проблемні банки: виявлення й лікування / О. Барановський // Вісник Національного банку України. – 2009. – № 11. – С. 18–31.
12. Бердникова Т. Оценка ценных бумаг / Т. Бердникова. – М. : Инфра-М, 2004. – 144 с.
13. Білоброва Т. Глобальна фінансова криза і ринок нерухомості: напрями подолання негативних наслідків / Т. Білоброва // Вісник Хмельницького національного університету. – 2010. – № 1. – С. 179–184.
14. Боди З. Финансы / З. Боди, Р. Мертон ; пер. с англ. – М. : „Вильямс”, 2000. – 790 с.
15. Большой экономический словарь / под ред. А. Азрилияна. – [4-е изд.]. – М. : Институт новой экономики, 1999. – 1248 с.
16. Большая советская энциклопедия : каталог у 30 т. / [гл. ред. А. Прохоров]. – М. : Советская энциклопедия, 1976. – Т. 24. – Кн. I. – 608 с.
17. Борисюк К. Ринок іпотечної нерухомості: стан та проблеми розвитку / К. Борисюк // Ринок цінних паперів України. – 2006. – № 9–10. – С. 45–50.
18. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс ; пер. с англ. – М. : ЗАО „Олимп-Бизнес”, 1997. – 1120 с.
19. Бригхем Ю. Финансовый менеджмент : [у 2 т.] / Ю. Бригхем, Л. Гаспенски ; пер. с англ. – СПб. : Экономическая школа, 1997. – Т. 1. – 493 с.
20. Бригхем Ю. Финансовый менеджмент : [у 2 т.] / Ю. Бригхем, Л. Гаспенски ; пер. с англ. – СПб. : Экономическая школа, 1997. – Т. 2. – 669 с.
21. Бублик Є. Диверсифікація фінансових інструментів на іпотечному ринку України / Є. Бублик // Ринок цінних паперів України. – 2006. – № 1–2. – С. 73–78.
22. Бюлетень Національного банку України. – 2008. – № 2. – 166 с.

23. Бюлетень Національного банку України. – 2010. – № 2. – 198 с.
24. Бюлетень Національного банку України. – 2010. – № 4. – 192 с.
25. Варналій З. Інституційне забезпечення іпотечного кредитування в Україні / З. Варналій, В. Кривенко // Науковий вісник національного університету ДПС України (економіка, право). – 2009. – № 4 (47). – С. 10–17.
26. Василик О. Теорія фінансів : підруч. [для студ. екон. спец. вищ. навч. закл.] / О. Василик. – К. : НІОС, 2000. – 416 с.
27. Введення в експлуатацію загальної площі житла та кількість збудованих квартир [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>. – Назва з екрану.
28. Великий тлумачний словник сучасної української мови / [укл. і гол. ред. В. Бусел]. – К. ; Ірпінь : ВТФ „Перун”, 2007. – 1736 с.
29. Версаль Н. Європейський ринок іпотечних цінних паперів: сучасний стан та перспективи розвитку в умовах глобалізації / Н. Версаль // Фінанси України. – 2008. – № 9. – С. 70–80.
30. Версаль Н. Особливості формування банками ресурсів із використанням боргових цінних паперів в умовах банківської кризи / Н. Версаль, В. Кириї // Фінанси України. – 2009. – № 10. – С. 71–85.
31. Версаль Н. Сек'юритизація та її роль у відновленні фінансової стабільності / Н. Версаль // Вісник Національного банку України. – 2010. – № 4. – С. 28–35.
32. Випуск облігацій ТОВ „ХК „Системні інвестиції” визначено кредитний рейтинг” [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.vlasnasprava.info/ua/business\\_news.html?\\_m=publications&\\_t=rec&id=11932](http://www.vlasnasprava.info/ua/business_news.html?_m=publications&_t=rec&id=11932). – Назва з екрану.
33. Винс Р. Новый подход к управлению капиталом: структура распределения активов между различными инвестиционными инструментами / Р. Винс ; пер. с англ. – М. : Евро, 2003. – 264 с.
34. Внукова Н. Іпотечний ринок: теорія і практика : [м-я] / Н. Внукова, О. Бажанов. – Харків: ІНЖЕК, 2008. – 192 с.

35. Вожжов А. Процессы трансформации банковских ресурсов : [м-я] / А. Вожжов. – Сев-ль. : Изд-во СевНТУ, 2006. – 339 с.
36. Гадзієвський О. Суперечності доларизації економіки України в умовах фінансової глобалізації / О. Гадзієвський // Економіка України. – 2005. – № 2. – С. 16–23.
37. Галіцин В. Системи моніторингу : [м-я] / В. Галіцин. – К. : КНЕУ, 2000. – 231 с.
38. Гаращенко О. Дисбаланс на іпотечному та фондовому ринках як передумова економічної кризи / О. Гаращенко // Наука й економіка. – 2009. – № 2 (14). – С. 142–150.
39. Гібридний капітал банку: світовий досвід, перспективи впровадження в Україні : [науково-аналітичні матеріали / В. Міщенко, В. Крилова, В. Салтинський, О. Приходько]. – К. : Центр наукових досліджень Національного банку України, 2009. – 180 с.
40. Гильфердинг Р. Финансовый капитал. Новейшая фаза в развитии капитализма / Р. Гильфердинг ; пер. с нем. И. Степанова. – М. : Госиздат, 1922. – 438 с.
41. Глущенко В. Деформації біржового механізму та шляхи їх подолання / В. Глущенко, Є. Беседін // Вісник Харківського національного університету ім. В. Н. Каразіна. Серія „Економічна”. – 2009. – № 869. – С. 105–110.
42. Глущенко В. Вектори розвитку податкового аудиту в Україні / В. Глущенко, І. Риженко // Фінанси України. – 2010. – № 1. – С. 46–53.
43. Глущенко В. Фінансові інструменти іпотечного ринку / В. Глущенко // Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики. – 2010. – № 2 (9). – С. 9–15.
44. Гнатківський Б. Функціонування системи іпотечного кредитування в Україні / Б. Гнатківський // Формування ринкової економіки в Україні. – 2009. – Вип. 19. – С. 179–187.
45. Господарський Кодекс України : від 01.06.2010 р. за № 2289–VI // Відомості Верховної Ради України. – 2010. – № 33. – Ст. 471.

46. Гох Л. Як насправді працює фондовий ринок: Секретне керівництво для інвестора – „партизана”/ Л. Гох ; пер. з англ. – Дніп-ськ : Баланс Бізнес Букс, 2006. – 368 с.
47. Гринько О. Ресурсне забезпечення банківського іпотечного кредитування (питання теорії, методики, практики) : [м-я] / О. Гринько. – Сев-ль : Сев НТУ, 2006. – 273 с.
48. Гриньков Д. Надел не удел / Д. Гриньков // Бізнес. – 2008. – № 33 (812). – С. 38–42.
49. Грюнинг Х. ван. Анализ банковских рисков. Система оценки корпоративного управления и управления финансовым риском / Х. ван Грюнинг, С. Брайович Братанович ; – пер. с англ. – М. : Изд-во „Весь Мир”, 2007. – 304 с.
50. Гуцал І. Функціонування кредитного механізму в Україні в перехідний до ринку період : [м-я] / І. Гуцал. – Т. : Збруч, 1999. – 312 с.
51. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов / А. Дамодаран ; пер. с англ. – М. : Альбина Бизнес Букс, 2004. – 1342 с.
52. Джобст А. Что такое секьюритизация? / А. Джобст // Финансы и развитие. – 2008. – № 9. – С. 48–49.
53. Дзюблюк О., Михайлюк Р. Фінансова стійкість банків як основа ефективного функціонування кредитної системи : [м-я] / О. Дзюблюк, Р. Михайлюк. – Т. : ТЗВ „Терно-граф”, 2009. – 316 с.
54. Динаміка молодіжного житлового кредитування [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.molod-kredit.gov.ua/stats.php>. – Назва з екрану.
55. Додд Р. Коренной пересмотр системы / Р. Додд // Финансы и развитие. – 2009. – № 9. – С. 32–34.
56. Долінський Л. Теоретичне підґрунтя інвестиційної оцінки цінних паперів в Україні / Л. Долінський // Фінанси України. – 2008. – № 5. – С. 87–95.
57. Эггертссон Т. Экономическое поведение и институты / Т. Эггертссон. – М. : Дело, 2001. – 415 с.

58. Экономическая энциклопедия / [за ред. Л. Албакина]. – М. : ОАО Изд-во Экономика, 1994. – 1055 с.
59. Економічний енциклопедичний словник : Т. 2 / [за ред. С. Мочерного]. – Л. : Світ, 2005. – 568 с.
60. Экономическая теория / С. Мочерный, В. Некрасов, В. Овчинников, В. Секретарюк. – М. : ПРИОР, 2000. – 520 с.
61. Евтух А. Ипотечный механизм инвестирования : [м-я] / А. Евтух. – Луцк : Вол. обл. друкарня, 2001. – 260 с.
62. Едророва В. Учет и анализ финансовых активов: акции, облигации, векселя / В. Едророва, Е. Мизиковский. – М. : Финансы и статистика, 1995. – 267 с.
63. Єщенко П. Досвід фінансування житлового будівництва у зарубіжних країнах / П. Єщенко, Л. Чубук // Фінанси України. – 2009. – № 7. – С. 30–38.
64. Житловий Кодекс Української РСР : від 01.07.2010 р. за № 2394–VI // Відомості Верховної Ради України. – 2010. – № 39. – Ст. 513.
65. Житловий фонд України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>. – Назва з екрану.
66. Завидівська О. Теоретичні аспекти здійснення сек'юрітизації іпотечних активів / О. Завидівська // Економічні науки. Серія „Облік і фінанси”. – 2010. – Вип. 7 (25). – С. 188–196 (Ч. 4).
67. Загородній А. Аутсорсинг та його вплив на витрати підприємства / А. Загородній, Г. Партин // Фінанси України. – 2009. – № 9. – С. 87–97.
68. Загородній А. Фінансово-економічний словник / А. Загородній, Г. Вознюк. – Л. : Львівська політехніка, 2005. – 714 с.
69. Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2008 р. [Електронний ресурс] / Режим доступу: <http://www.ssmsc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=12>. – Назва з екрану.
70. Земельний кодекс України : від 01.07.2010 р. за № 2404–VI // Відомості Верховної Ради України. – 2010. – № 40. – Ст. 524.

71. Іванілов О. Іпотечне кредитування у країнах Західної Європи, США та України / О. Іванілов, М. Тітенкова // Фінанси України. – 2007. – № 4. – С. 28–35.
72. Іващук О. Методи економетричного аналізу даних у системі STADIA : посібн. / О. Іващук, О. Кулаїчев. – Тернопіль: ТАНГ, 2001 – 151 с.
73. Інформація про стан і розвиток кредитних спілок України [Електронний ресурс] / Режим доступу: <http://www.dfp.gov.ua/733.html>. – Назва з екрану.
74. Інформація про стан і розвиток страхового ринку України [Електронний ресурс] / Режим доступу: <http://www.dfp.gov.ua/734.html>. – Назва з екрану.
75. Іпотечне кредитування в Україні : [матеріали круглого столу]. – К. : Центр наукових досліджень Національного банку України, 2004. – 48 с.
76. Іпотечне кредитування: проблеми та перспективи розвитку в Україні : [інформаційно-аналітичні матеріали] / [за заг. ред. Кіреєва О.]. – К. : Центр наукових досліджень Національного банку України, 2004. – 104 с.
77. Калівошко О. Сутність інструментів вторинного іпотечного ринку / О. Калівошко // Формування ринкової економіки в Україні. – 2010. – Вип. 21: Фінансово-економічні перспективи розвитку України в умовах глобалізації. – С. 222–225.
78. Калівошко О. Сутність основних моделей організації іпотечного ринку / О. Каволішко // Науковий вісник Національного університету біоресурсів і природокористування України. – 2010. – Вип. 154. – С. 114–119.
79. Канеман Д. Вызов вразумительному духовенству / Д. Канеман // Финансы и развитие. – 2009. – № 9. – С. 4–7.
80. Квіт Н. Поняття та структура системи іпотечного кредитування / Н. Квіт // Форум права. – 2009. – № 1. – С. 242–251.
81. Кейнс Дж. Общая теория занятости, процента и денег / Дж. Кейнс ; пер. с англ. – М. : Прогресс, 1978. – 495 с.
82. Коваленко Ю. Сучасні тенденції процесу сек'юритизації іпотечних активів / Ю. Коваленко // Науковий вісник національного університету ДПС України (економіка, право). – 2010. – № 1 (48). – С. 80–86.

83. Коваленко Ю. Фінансові інструменти в сучасному вимірі / Ю. Коваленко // Науковий вісник національного університету ДПС України (економіка, право). – 2010. – № 2 (49). – С. 84–90.
84. Ковалишин І. Стан і тенденції розвитку національного ринку іпотечного кредитування / І. Ковалишин // Вісник Національного банку України. – 2009. – № 4. – С. 62–66.
85. Ковни Ш. Стратегии хеджирования / Ш. Ковни, К. Такки ; пер. с англ. – М. : ИНФРА-М, 1996. – 208 с.
86. Ковтун Л. Використання цільових будівельних облігацій для фінансування будівництва житла / Л. Ковтун // [Електронний ресурс] / Режим доступу: <http://www.legalweekly.com.ua/article/?uid=85>. – Назва з екрану.
87. Козьменко О. Використання інструментів фінансового ринку як альтернативного механізму перестраховування / О. Козьменко, О. Пахненко // Вісник Української академії банківської справи. – 2010. – № 1 (28). – С. 124–130.
88. Конституція України : від 06.04.2010 р. за № 11–рп/2010 [Електронний ресурс] / Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?page=1&nreg=254%EА%2F96-%E2%F0>. – Назва з екрану.
89. Корнєєв В. Кредитні та інвестиційні потоки капіталу на фінансових ринках : [м-я] / В. Корнєєв. – К. : НДФІ, 2003. – 376 с.
90. Корнєєв В. Антикризове регулювання кредитних ринків: порівняльний аналіз практики зарубіжних країн / В. Корнєєв, Є. Бублик // Економічний вісник Донбасу. – 2010. – № 2 (20). – С. 70–74.
91. Косарева Н. Основы ипотечного кредитования / Н. Косарева. – М. : ИНФРА-М, 2007. – 576 с.
92. Костюкевич О. Іпотечні цінні папери як головний інструмент рефінансування іпотечних кредитів / О. Костюкевич // Наукові записки. Серія „Економічна”. – 2010. – Вип. 13 – С. 342–349.



93. Котенко Н. Фінансування публічних екологічних послуг як основа забезпечення якості життя населення України / Н. Котенко // Вісник СумДУ. Серія „Економіка”. – 2009. – № 1. – С. 60–70.
94. Коттл С. „Анализ ценных бумаг” Грэма и Додда / С. Коттл, Р. Мюррей, Ф. Блок ; пер. с англ. – М. : ЗАО „Олимп-Бизнес”, 2000. – 704 с.
95. Крокетт Э. Что не обходимо сделать для укрепления финансового регулирования и надзора? / Э. Крокетт // Финансы и развитие. – 2009. – № 9. – С. 18–19.
96. Крук Ю. За пять лет „Киевгорстрой” и банк „Аркада” построили 1 млн. м<sup>2</sup> жилья за средства населения / Ю. Крук // Факты и комментарии. – 2001. – № 1. – С. 10.
97. Кручок С. Іпотечне кредитування: європейська практика та перспективи розвитку в Україні : [м-я] / С. Кручок. – К. : „Урожай”, 2003. – 208 с.
98. Кублікава Т. Інвестиції на ринку цінних паперів : посіб. / Т. Кублікава, В. Кубліков. – Одеса : ОРІДУ НАДУ, 2006. – 428 с.
99. Кутыркин А. Долгосрочные ипотечные вложения в промышленность / А. Кутыркин, И. Цупор. – Донецк : ИЭП НАН Украины – ДИЭХП, – 2001. – 130 с.
100. Лацик Г. Аналіз сучасного стану іпотечного ринку України / Г. Лацик // Наукові записки : зб. наук. праць каф. екон. аналізу. – 2008. – № 2 (18). – С. 48–151.
101. Лацик Г. Вплив глобалізації на розвиток іпотечного ринку України / Г. Лацик // Міжнародний бізнес та менеджмент: проблеми та перспективи в умовах глобалізації : матеріали Міжнар. наук.-практ. конф., (Тернопіль, 22–24 жовт. 2008 р.) / відп. за вип. А. Тибінь. – Тернопіль : Екон. думка, 2008. – С. 105–108.
102. Лацик Г. Вплив іпотечного ринку України на розвиток економіки країни / Г. Лацик // Формування ринкових відносин в Україні. – 2009. – № 8 (99). – С. 56–61.

103. Лацик Г. Інноваційні технології управління на іпотечному ринку України / Г. Лацик // Соціальні фінансові та економічні основи ефективної глобалізації світової економіки : матеріали XII Всеукр. наук.-практ. конф. студ. і молодих вчених, (Донецьк, 30 бер. 2010 р.) / відп. ред. В. Дубницький. – Донецьк : ТОВ „ДЕГГ”, 2010. – С. 124–125.
104. Лацик Г. Іпотечний ринок в умовах трансформаційних перетворень: концептуалізація та проблеми розвитку / Г. Лацик // Наука й економіка. – 2009. – № 1 (13). – С. 24–33.
105. Лацик Г. Напрями адаптації національних фінансових інструментів до міжнародних стандартів і норм / Г. Лацик // Фінансово-кредитний механізм активізації інвестиційного процесу : матеріали Міжнар. наук.-практ. конф. (Київ, 22 квітня 2010 р.) / ред. кол. : М. Диба, Т. Майорова [та ін.]. – Київ : КНЕУ, 2010. – С. 254–256.
106. Лацик Г. Напрями реформування системи регулювання іпотечних відносин в Україні / Г. Лацик // Економічний і соціальний розвиток України в XXI столітті: національна ідентичність та тенденції глобалізації : зб. тез доп. VII Міжнар. наук.-практ. конф. молодих вчених. Ч. 2 / відп. за вип. Г. Монастирський. – Тернопіль : Екон. думка, 2009. – С. 323–324.
107. Лацик Г. Напрями розвитку іпотечного ринку України в умовах світової фінансової кризи / Г. Лацик // Формування єдиного наукового простору Європи та завдання економічної науки : матеріали III Міжнар. наук.-практ. конф. (Тернопіль, 28–29 трав. 2009 р.) / відп. ред. С. І. Юрій. – Тернопіль, 2009. – С. 74–76.
108. Лацик Г. Особливості моніторингу випуску та розміщення іпотечних облігацій на фінансовому ринку України / Г. Лацик // Проблемы повышения эффективности функционирования предприятий различных форм собственности : сб. науч. тр. Т. 2 / отв. ред. И. П. Булев. – Донецк : НАН Украины, Институт экономики пром-сти, 2010. – С. 268–276 (Вип. 3).

109. Лацик Г. Оцінка ефективності використання фінансових інструментів іпотечного ринку: методичні підходи та реалії України / Г. Лацик // Галицький економічний вісник. – 2009. – № 4 (25). – С. 86–96.
110. Лацик Г. Перспективи диверсифікації фінансового інструментарію на іпотечному ринку України / Г. Лацик // Світ фінансів. – 2009. – № 4 (21). – С. 156–164.
111. Лацик Г. Перспективи імплементації новітніх фінансових інструментів на іпотечному ринку України / Г. Лацик // Фінанси України : матеріали ІХ Міжнар. наук.-практ. конф. (Маріуполь, 26–28 липня 2010 р.) / ред. кол. : В. Хорошко, В. Дудкевич, А. Петров. – Маріуполь, 2010. – С. 42–44.
112. Лацик Г. Перспективи розвитку національного ринку іпотечних цінних паперів / Г. Лацик // Світова економічна криза: причини, наслідки та перспективи подолання : матеріали Міжнар. наук. студ.-аспір. конф. (Львів, 14–15 квіт. 2010 р.) / Львів. Львівський нац. екон. ун-т. ім. І. Франка, екон. факульт. – Львів : ЛНУ ім. І. Франка, 2010. – С. 318–319.
113. Лацик Г. Роль страхових компаній у розвитку іпотечного ринку України / Г. Лацик // Формування єдиного наукового простору Європи та завдання економічної науки : матеріали ІІ Міжнар. наук.-практ. конф. (Тернопіль, 16–17 жовт. 2008 р.) / відп. ред. С. Юрій. – Тернопіль, 2008. – С. 248–250.
114. Лацик Г. Сутнісно-теоретичні основи фінансових інструментів / Г. Лацик // Світ фінансів. – 2009. – № 1 (18). – С. 143–152.
115. Лацик Г. Управління ризиками іпотечного ринку / Г. Лацик // Економічний і соціальний розвиток України в ХХІ столітті: національна ідентичність та тенденції глобалізації : зб. тез доп. VI Міжнар. наук.-практ. конф. молодих вчених. Ч. 2 / відп. за вип. Г. Монастирський. – Тернопіль : Екон. думка, 2009. – С. 119–121.
116. Лацик Г. Фінансові інструменти іпотечного ринку України: теоретичні основи та проблеми використання / Г. Лацик // Теорія та практика ринкових перетворень: економічний та соціальний контекст : матеріали Всеукр. наук.-

практ. конф., (Вінниця, 20–22 бер. 2008 р.). Т. 3 / Вінниця. Вінниц. ін-т ек-ки. – Вінниця : ВІЕ ТНЕУ, 2008. – С. 111–115.

117. Лазик Г. Фінансові інструменти як економічне джерело залучення капіталу в сферу іпотечного кредитування / Г. Лазик // Управління у сферах фінансів, оподаткування, страхування і кредиту : зб. тез доп. II Всеукр. наук.-практ. конф. / відп. за вип. І. Алексєєв. – Львів : В-во Нац. ун-ту „Львівська політехніка”, 2009. – С. 104–107.

118. Лісіна В. Моделі оцінки ефективності випуску та обігу цінних паперів підприємств [Електронний ресурс] / В. Лісіна. – Режим доступу: [http://www.ufin.com.ua/analit\\_mat/rzp/048.htm](http://www.ufin.com.ua/analit_mat/rzp/048.htm). – Назва з екрану.

119. Лобунь О. Іпотечне кредитування / О. Лобунь, О. Кіреєв, М. Денисенко. – К. : ЦВЛ, 2005. – 392 с.

120. Логинов М. Теоретические аспекты синергетики в системе ипотечных услуг [Електронний ресурс] / М. Логинов. – Режим доступу: <http://vestnik.uara.ru/issue/2009/04/02/>. – Назва з екрану.

121. Лукасевич И. Анализ финансовых операций. Методы, модели, техника вычислений : уч. пос. / И. Лукасевич. – М. : Финансы, ЮНИТИ, 1998. – 400 с.

122. Луців Б. Інвестиційний банківський портфель : [м-я] / Б. Луців. – К.: Лібра, 2002. – 192 с.

123. Лютий І. Формування механізму управління емісійною діяльністю підприємства на ринку облігацій / І. Лютий, Т. Нічосова // Фінанси України. – 2008. – № 6. – С. 1–10.

124. Лютова Г. Гармонізація фінансової звітності українських підприємств до міжнародних стандартів / Г. Лютова // Вісник Університету банківської справи Національного банку України. – 2008. – № 3. – С. 184–187.

125. Маковецький М. Инвестиционное обеспечение экономического роста: теоретические проблемы, финансовые инструменты, тенденции развития / М. Маковецький. – М. : Анкил, 2005. – 312 с.

126. Маковецкий М. Инвестиционный процесс и рынок ценных бумаг: механизм функционирования, современное состояние, перспективы развития : [м-я] / М. Маковецкий. – М. : Анкил, 2003. – 312 с.
127. Маркс К. Капитал. Критика политической экономии : [у 3 т.] / К. Маркс. – Т. 3 : Процесс капиталистического производства, взятый в целом. – М. : Московское книгоиздательство, 1908. – 416 с.
128. Маршалл Дж. Финансовая инженерия / Дж. Маршалл, В. Бансал ; пер. с англ. – М. : ИНФРА-М, 1998. – 784 с.
129. Милейко Я. Світовий іпотечний ринок: досвід, накопичений роками / Я. Милейко, А. Поплютко // Цінні папери України. – 2006. – № 1. – С. 16–17.
130. Миркин Я. Ценные бумаги и фондовый рынок / Я. Миркин. – М. : Перспектива, 1995. – 529 с.
131. Могилевський В. Методологія системи: вербальний підхід / В. Могилевський. – М. : ОАО „Изд-во „Экономика”, 1999. – 251 с.
132. Мошенський С. Зростання нестабільності фінансової архітектури глобального ринку цінних паперів у другій половині ХХ – на початку ХХІ ст. / С. Мошенський. – 2010. – № 2 (52). – С. 355–359.
133. Наумець І. Метри облігацій [Електронний ресурс] / І. Наумець. – Режим доступу: <http://kontrakty.com.ua/show/ukr/article/5861/3020055861.html>. – Назва з екрану.
134. Недосекин А. Нечотко-множественный анализ риска фондовых инвестиций : [м-я] / А. Недосекин. – СПб. : „Сезам”, 2002. – 284 с.
135. Нортон Д. Інститути, інституційні зміни та функціонування економіки / Д. Нортон ; пер. з англ. – М.: „Начала”, 1997. – 180 с.
136. О’Брайен Дж. Финансовый анализ и торговля ценными бумагами / Дж. О’Брайен, С. Шривастава ; пер. с англ. – М.: „Дело ЛТД”, 1995. – 208 с.
137. Олійник А. Роль та місце іпотечного кредитування в системі фінансово-кредитного механізму функціонування підприємств агропромислового комплексу / А. Олійник, К. Ларіонова // Наукові записки. Серія „Економіка”. – 2008. – Випуск № 10. – С. 163–173.

138. Онищук Г. Проблеми розвитку міського комплексу України: теорія і практика / Г. Онищук. – К. : Науковий світ, 2002. – 439 с.
139. Основні показники економічного розвитку [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/Statist/Electronic%20bulletin/data/1-Macroeconomic%20indicators.xls>. – Назва з екрану.
140. Оцінка наслідків угоди про вільну торгівлю між Україною та ЄС / [за ред. О. Шумило]. – К. : Міжнародний центр перспективних досліджень, 2007. – 320 с.
141. Павліченко Є. Класифікація суб'єктів фінансового моніторингу / Є. Павліченко // Форум права. – 2007. – № 3. – С. 190–194.
142. Палывода К. Становление и развитие ипотечного рынка жилья на Украине / К. Палывода // Деньги и кредит. – 2009. – № 1. – С. 64–70.
143. Парсяк В. Ринок цінних паперів. Маркетингові дослідження / В. Парсяк, В. Зельдіс. – К.: ЦУЛ, 2007. – 224 с.
144. Пасечник Т. Європейська інтеграція фондового ринку України як механізм зниження ризиків / Т. Пасечник, О. Копилова // Фінанси України. – 2009. – № 6. – С. 77–84.
145. Пересада А. Фінансові інвестиції / А. Пересада, Ю. Коваленко. – К. : КНЕУ, 2006. – 728 с.
146. Пересада А. Управління інвестиційним процесом / А. Пересада. – К. : Лібра, 2002. – 472 с.
147. Петти У. Трактат о налогах и сборах : [у 2 т.] / У. Петти. – М. : ЭКОНОВ, 1991. – 475 с. – (Антология экономической классики ; Т. 1).
148. Підхомний О. Управління інвестиційними процесами на фінансових ринках : посібн. / О. Підхомний. – К. : Кондор, 2008. – 184 с.
149. Пилипец А. Состояние и тенденции развития ипотечного финансирования [Електронний ресурс] / А. Пилипец. – Режим доступу: <http://www.insurance-elite.com/files/file00071.pdf>. – Назва з екрану.
150. Плисецкий Д. Система мониторинга финансового сектора экономики / Д. Плисецкий // Банковское дело. – 2004. – № 9. – С. 6–11.

151. Погорельцева Н. Особливості становлення іпотечного ринку в трансформаційній економіці / Н. Погорельцева // Банківська справа. – 2006. – № 3. – С. 26–38.
152. Постановка проблеми. Макс Вебер. Протестанська етика і дух капіталізму [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://litopys.org.ua/weber/wbr04.htm>. – Назва з екрану.
153. Примостка Л. Аналіз банківської діяльності: сучасні концепції, методи та моделі : [м-я] / Л. Примостка. – К. : КНЕУ, 2002. – 316 с.
154. Про запобігання та протидію легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом : Закон України від 01.12.2005 р. за № 3163–IV // Відомості Верховної Ради України. – 2006. – № 12. – Ст. 100.
155. Про Державний земельний (іпотечний) банк : Проект Закону України від 23.04.2009 р. за № 4337–1 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://search.ligazakon.ua/l\\_doc2.nsf/link1/JF3CH01I.html](http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/JF3CH01I.html). – Назва з екрану.
156. Про державну реєстрацію речових прав на нерухоме майно та їх обмежень : Закон України від 17.11.2009 р. за № 1559–VI // Відомості Верховної Ради України. – 2010. – № 1. – Ст. 2.
157. Про заставу : Закон України від 27.04.2007 р. за № 997–V // Відомості Верховної Ради України. – 2007. – № 33. – Ст. 440.
158. Про запобігання впливу світової фінансової кризи на розвиток будівельної галузі та житлового будівництва : Закон України від 29.06.2010 р. за № 2367–VI // Відомості Верховної Ради України. – 2010. – № 34. – Ст. 486.
159. Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати : Закон України від 15.12.2005 р. за № 3201–IV // Відомості Верховної Ради України. – 2006. – № 13. – Ст. 110.
160. Про іпотечні облігації : Закон України від 23.02.2006 р. за № 3480–IV // Відомості Верховної Ради України. – 2006. – № 31. – Ст. 268.
161. Про іпотеку : Закон України від 16.04.2009 р. за № 1276–VI // Відомості Верховної Ради України. – 2009. – № 38. – Ст. 535.

162. Про оцінку земель : Закон України від 05.11.2009 р. за № 1702–VI // Відомості Верховної Ради України. – 2010. – № 5. – Ст. 40.
163. Про основні засади державної аграрної політики на період до 2015 року : Закон України за станом на 18.10.2005 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=2982-15>. – Назва з екрану.
164. Про організацію формування та обігу кредитних історій : Закон України від 04.03.2009 р. за № 1062–VI // Відомості Верховної Ради України. – 2009. – № 29. – Ст. 394.
165. Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні : Закон України від 09.09.2004 р. за № 1992–IV // Відомості Верховної Ради України. – 2005. – № 1. – Ст. 14.
166. Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю : Закон України від 18.12.2008 р. за № 692–VI // Відомості Верховної Ради України. – 2009. – № 17. – Ст. 236.
167. Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг : Закон України від 21.01.2010 р. за № 1822–VI // Відомості Верховної Ради України. – 2010. – № 10. – Ст. 106.
168. Про цінні папери і фондовий ринок : Закон України від 11.06.2009 р. за № 1522–VI // Відомості Верховної Ради України. – 2009. – № 49. – Ст. 733.
169. Про затвердження Державної цільової програми розвитку українського села на період до 2015 року : Постанова Кабінету Міністрів України за станом на 19.09.2007 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.dpa.dn.ua/sta/748-STA05.html>. – Назва з екрану.
170. Про затвердження Національного стандарту № 1 „Загальні засади оцінки майна і майнових прав : Постанова Кабінету Міністрів України за станом на 10.09.2003 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1440-2003-%EF>. – Назва з екрану.
171. Про затвердження Національного стандарту № 2 „Оцінка нерухомого майна : Постанова Кабінету Міністрів України за станом на 28.10.2004 р.



[Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1442-2004-%EF>. – Назва з екрану.

172. Про затвердження Положення про Державний комітет фінансового моніторингу України : Постанова Кабінету Міністрів України за станом на 31.01.2007 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=100-2007%EF&chk=qY4Mfbtc78fVIjUUZiMoSerONI4KEs80msh8Ie6>. – Назва з екрану.

173. Про затвердження Положення про здійснення фінансового моніторингу учасниками ринку цінних паперів : Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України за станом на 4.10.2005 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.ssmc.gov.ua/\(S\(tirro45fzv25c45pra5b4fh\)\)/UserFiles/.../plan3135.d](http://www.ssmc.gov.ua/(S(tirro45fzv25c45pra5b4fh))/UserFiles/.../plan3135.d). – Назва з екрану.

174. Про затвердження Порядку формування фондів житла для тимчасового проживання та Порядку надання і користування житловими приміщеннями з фондів житла для тимчасового проживання : Постанова Кабінету Міністрів України за станом на 31.03.2004 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=422-2004%EF&check=qY4Mfbtc78fVIjUUZiMoSerONI4KEs80msh8Ie6>. – Назва з екрану.

175. Про затвердження Тимчасового порядку державної реєстрації іпотек : Постанова Кабінету Міністрів України за станом на 31.03.2004 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=410-2004-%EF>. – Назва з екрану.

176. Про заходи щодо сприяння будівництву житла для молоді шляхом іпотечного кредитування : Розпорядження Президента України за станом на 22.06.1994 р. // Урядовий кур'єр. – 1994. – № 98. – С. 5.

177. Про схвалення Концепції створення національної системи іпотечного кредитування : Розпорядження Кабінету Міністрів України за станом на 10.08.2004 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.gdo.kiev.ua/files/db.php?st=2169&god=2004>. – Назва з екрану.

178. Пугачова М. Методологічне забезпечення статистичного моніторингу ділової активності підприємств : [м-я] / М. Пугачова. – К. : ДП „Інформаційно-аналітичне агенство”, 2007. – 535 с.
179. Разумова И. Ипотечное кредитование / И. Разумова. – СПб. : Питер, 2005. – 208 с.
180. Рев’юк Н. Іпотека як господарсько-правова конструкція залучення інвестицій в економіку: теорія та практика її застосування : [м-я] / Н. Рев’юк. – Харків : Кроссрод, 2007. – 172 с.
181. Рэдхэд К. Управление финансовыми рисками / К. Рэдхэд, С. Хьюс ; пер. с англ. – М. : ИНФРА-М, 1996. – 288 с.
182. Рей Кристина И. Рынок облигаций. Торговля и управление рисками / И. Кристина Рей ; пер. с англ. – М. : Дело, 1999. – 600 с.
183. Річний звіт про діяльність Державної іпотечної установи в 2008 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.ipoteka.gov.ua/Zvit\\_DIU\\_final.pdf](http://www.ipoteka.gov.ua/Zvit_DIU_final.pdf). – Назва з екрану.
184. Річний звіт Української національної іпотечної асоціації за 2009 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.unia.com.ua/filearea/File/UNIA%20Annual%20Report%202009.pdf>. – Назва з екрану.
185. Річні звіти Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=12>. – Назва з екрану.
186. Руденко В. Випущено в Україні [Електронний ресурс] / В. Руденко. – Режим доступу: [http://investory.com.ua/forum/portfolio/vipubeno\\_v\\_ukrayini](http://investory.com.ua/forum/portfolio/vipubeno_v_ukrayini). – Назва з екрану.
187. Савич В. Іпотечне кредитування в Україні: суперечності та тенденції розвитку : [м-я] / В. Савич. – Івано-Франківськ : ІМЕ „Галицька академія”, 2006. – 552 с.
188. Секьюритизация ипотеки: мировой опыт, структурирование и анализ / Э. Дэвидсон, Э. Сандерс, Л. Вольф, А. Чинг ; пер. с англ. О. В. Смородинова. – М. : Вершина, 2007. – 592 с.

189. Смит А. Исследования о природе и причинах богатства народов : [у 2 т.] / А. Смит. – М. : ЭКОНОВ, 1991. – 475 с. – (Антология экономической классики ; Т. 1).
190. Сорнетте Д. Как предсказывать крахи на финансовых рынках / Д. Сорнетте ; пер. с англ. – М., 2003. – 394 с.
191. Сохацька О. Нові підходи до класифікації інструментів фінансового ринку / О. Сохацька // Вісник ТАНГ. – 2004. – № 5–2. – С. 14–21.
192. Співак Р. Сучасний стан і тенденції розвитку світового ринку нерухомості та іпотечного кредитування : [сб. научн. трудов]. – Донецк : Дон НУ, 2008. – 1342 с.
193. Сучков А. Ипотечные бумаги – новый инструмент на российском фондовом рынке [Электронный ресурс] / А. Сучков. – Режим доступа: [http://www.interbankclub.com/LoadedFiles/VTB\\_ABS\\_suchkov.ppt](http://www.interbankclub.com/LoadedFiles/VTB_ABS_suchkov.ppt). – Назва з екрану.
194. Татур И. Первые ипотечные ценные бумаги Республики Беларусь / И. Татур // Банкаўскі веснік. – 2007. – Ліпень. – С. 35–38.
195. Терещенко Г. Особливості ресурсного забезпечення банківського іпотечного кредитування / Г. Терещенко, М. Мошкова // Фінанси України. – 2009. – № 3. – С. 90–100.
196. Тоблас А. Введение в банковское дело / А. Тоблас, А. Гюнтер ; пер. с нем. – М., 1997. – 623 с.
197. Тригуб О. В. Сек'юритизація іпотечних активів: світовий досвід та перспективи впровадження в Україні / О. В. Тригуб // Економіка та держава. – 2009. – № 1. – С. 27–30.
198. Тригуб О. Роль Державної іпотечної установи в організації системи іпотечного кредитування в Україні / О. Тригуб // Формування ринкових відносин в Україні. – 2007. – № 4 (71). – С. 15–19.
199. Україна в цифрах у 2007 р. : [статист. збірник] / [за ред. Г. Осауленко]. – К. : Консультант, 2008. – 368 с.

200. Унинець-Ходаківська В. Ринок фінансових послуг : підруч. / В. Унинець-Ходаківська, О. Вихор, О. Лятамбор. – К. : Кондор, 2009. – 484 с.
201. Уотшем Т. Количественные методы в финансах / Т. Уотшем, К. Паррамоу ; пер.с англ. М. Ефиновой. – М. : Финансы, ЮНИТИ, 1999. – 527 с.
202. Устенко С. Використання моніторингу і контролінгу при реалізації рейтингового управління економічним об'єктом / С. Устенко // Формування ринкових відносин в Україні. – 2003. – № 11. – С. 101–107.
203. Фабоцци Ф. Управление инвестициями / Ф. Фабоцци ; пер. с англ. – М. : ИНФРА-М, 2000. – 932 с.
204. Федоренко А. Інвестиції в іпотечні цінні папери / А. Федоренко // Ринок цінних паперів України. – 2002. – № 5–6. – С. 45–49.
205. Фельдман А. Производные финансовые и товарные инструменты / А. Фельдман. – М.: Финансы и статистика, 2003. – 304 с.
206. Фінансові інструменти: визнання та оцінка [Електронний ресурс] / Режим доступу: <http://www.rada.com.ua/rus/ifrs/u39/>– Назва з екрану. (Міжнародний стандарт бухгалтерського обліку 39).
207. Фінансові інструменти: розкриття [Електронний ресурс] / Режим доступу: [http://minfin.kmu.gov.ua/document/208600/MSFZ\\_%207.pdf](http://minfin.kmu.gov.ua/document/208600/MSFZ_%207.pdf). – Назва з екрану. (Міжнародний стандарт фінансової звітності 7).
208. Фінансові інструменти: розкриття та подання [Електронний ресурс] / Режим доступу: <http://www.rada.com.ua/rus/ifrs/u32/>. – Назва з екрану. (Міжнародний стандарт бухгалтерського обліку 32).
209. Формування вартості кредитів у країнах з перехідною економікою та вплив на неї облікової ставки : [інформаційно-аналітичні матеріали] / [за заг. ред. О. Кіреєва, М. Шаповалової]. – К. : Центр наукових досліджень Національного банку України, 2004. – 86 с.
210. Фридман Дж. Анализ и оценка приносящей доход недвижимости / Дж. Фридман, Н. Ордуэй ; пер. с англ. – М. : Дело, 1997. – 480 с.
211. Хаммер М. Реинжиниринг корпорации : Манифест революции в бизнесе / М. Хаммер, Д. Чамли; пер. с англ. – М. : Манн, Иванов и Фербер, 2006. – 287 с.

212. Ханс-Ульрих Д. Универсальный банк – банк будущего. Финансовая стратегия на рубеже века / Д. Ханс-Ульрих ; пер. с нем. – М. : Международ. отношения, 1999. – 384 с.
213. Харічков С. Іпотека як інструмент мобілізації інвестиційних потоків у сфері освоєння техногенно-ресурсного потенціалу України / С. Харічков, О. Губанова // Фінанси України. – 2006. – № 3. – С. 29–34.
214. Хэгстром Р. Инвестирование / Последнее искусство / Р. Хегстром ; пер. с англ. – М. : ЗАО „Олимп-Бизнес”, 2005. – 288 с.
215. Цивільний кодекс України : від 21.01.2010 р. за № 1822–VI // Відомості Верховної Ради України. – 2010. – № 10. – Ст. 106.
216. Цылина Г. Ипотечное жилье в кредит / Г. Цылина. – М.: ЗАТ „Изд-во Экономика”, 2001. – 240 с.
217. Чекулаев М. Риск-менеджмент: управление финансовыми рисками на основе анализа волатильности / М. Ческидов. – М. : Альпина Паблишер, 2002. – 344 с.
218. Ченг Ф. Ли. Финансы корпораций: теория, методы и практика / Ли Ф. Ченг, Д. Финнерти ; пер. с англ. – М. : ИНФРА-М, 2000. – 686 с.
219. Ческидов Б. Модели ценных бумаг / Б. Ческидов. – СПб, 2006. – 416 с.
220. Чесноков В. Фінансові інструменти / В. Чесноков. – Херсон : В-во ХНД, 2007. – 246 с.
221. Чиж Н. Проблеми та перспективи іпотечного кредитування в Україні / Н. Чиж // Економічні науки. Серія: „Облік і фінанси”. – 2010. – Вип. 7 (25). – С. 128–136. (Ч. 5).
222. Шапкин А. Экономические и финансовые риски. Оценка, управление, портфель инвестиций : [м-я] / А. Шапкин. – М. : Издательско-торговая корпорация „Дашков и Ко”, 2003. – 544 с.
223. Шапкин А. Теория риска и моделирование рискованных ситуаций : учебн. / А. Шапкин, В. Шапкин. – М. : Издательско-торговая корпорация „Дашков и Ко”, 2005. – 880 с.

224. Шаповалов А. Основні напрями євроінтеграційного розвитку банківської системи України / А. Шаповалов // Вісник Університету банківської справи Національного банку України. – 2008. – № 3. – С. 78–81.
225. Шарп У. Инвестиции / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бейли ; пер. с англ. – М. : ИНФРА-М, 2001. – 1028 с.
226. Шатковська-Шморгай В. Принципи формування та місце моніторингу в стратегії управління валютним ризиком в банках / В. Шатковська-Шморгай // Економіка і регіон. – 2008. – № 4 (19). – С. 119–123.
227. Шелудько Н. Зовнішні запозичення банків України: тенденції, проблеми, перспективи / Н. Шелудько // Економіка і прогнозування. – 2007. – № 1. – С. 130–136.
228. Шевченко К. Індекс іпотечного кредитування як інструмент здешевлення іпотечних кредитів / К. Шевченко, В. Конопльов // Вісник Національного банку України. – 2008. – № 5. – С. 12–16.
229. Шулькова Н. Банковский мониторинг и направления его проведения / Н. Шулькова // Банковские услуги. – 2003. – № 5. – С. 35–38.
230. Юшко І. Іпотечний та житловий ринок з точки зору первинних кредиторів [Електронний ресурс] / І. Юшко. – Режим доступу: [http://www.atci.com.ua/Docs/Yushko\\_Mortgage\\_Ukr05.pdf](http://www.atci.com.ua/Docs/Yushko_Mortgage_Ukr05.pdf). – Назва з екрану.
231. Юрій С. У пошуках компромісу між державним патерналізмом і фінансизмом / С. Юрій // Світ фінансів. – 2008. – № 4 (11). – С. 7–12.
232. Ambrose B. A New Spin on the Jumbo / Conforming Loan Rate Differential / Brent Ambrose, Richard Buttimer, Thomas Thibodeau // Journal of Real Estate Finance and Economics. – 2001. – № 23 (3). – P. 309–335.
233. Ambrose B. Bank and Nonbank Lenders and the Commercial Mortgage Market / Brent Ambrose, John Brenjamine, Peter Chinloy // Journal of Real Estate Finance and Economics. – 2003. – № 26 (1). – P. 81–94.
234. Ambrose B. Commercial Mortgage-Backed Securities: Prepayment and Default / Brent Ambrose, Anthony B. Sanders // Journal of Real Estate Finance and Economics. – 2003. – № 2–3 (March/May). – P. 179–196.

235. Ambrose B. Embedded Options in the Mortgage Contract / Brent Ambrose, Richard Buttimer // *Journal of Real Estate Finance and Economics*. – 2000. – № 21(2). – P. 95–111.
236. Andrew Redman. Mortgage-backed Securities & Collateralized mortgage Obligations: Prudent CRA Investment Opportunities // *Community Investments*. – 2002. – March. – P. 20–23.
237. Apgar W. Mortgage Market Channels and Fair Lending: An Analysis of HMDA Data / William Apgar, Amal Bendimerad, Ren S. Essene. – Harvard University: Joint Center for Housing Studies, 2007. – 58 p.
238. Banking Terminology. – Wash., American Bankers Association. – 1989. – 319 p.
239. Bernanke C. The Subprime Mortgage Market / Charman Bernanke // 43rd Annual Conference on Bank Structure and Competition (16 th / 18th May 2007 in Chicago). – At the Federal Reserve Bank of Chicago's, 2007. – 48 p.
240. Capone C. Introduction to the Special Issue on Mortgage Modeling / Charles Capone // *Journal of Real Estate Finance and Economics*. – 2001. – № 23 (2). – P. 131–137.
241. Cerrato M. Dynamic Option Adjusted Spread and the Value of Mortgage-Backed Securities [Электронный ресурс] / Mario Cerrato, Abdelmadjid Djennad. – Режим доступа: [www.gla.ac.uk/media/media\\_117452\\_en.pdf](http://www.gla.ac.uk/media/media_117452_en.pdf). – Назва з екрану.
242. Chen J. Three Essays on Mortgage-Backed Securities: Hedging interest Rate and Credit Risks [Электронный ресурс] / Jian Chen. – Режим доступа: [www.lib.umd.edu/drum/bitstream/1903/338/1/dissertation.pdf](http://www.lib.umd.edu/drum/bitstream/1903/338/1/dissertation.pdf). – Назва з екрану.
243. Dihora N. Quantifying Risk in Mortgage-Backed Securities / Neal Dihora, Kyle Mrotek, Michal Schmitz // *Contingencies*. – 2009. – Jul/Aug. – P. 84–87.
244. ECBC Covered Bond Statistics for 2003–2009 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http://ecbc.hypo.org/Objects/9/Files/ECBCCovered\\_Bond\\_Data\\_2008.pdf](http://ecbc.hypo.org/Objects/9/Files/ECBCCovered_Bond_Data_2008.pdf). – Назва з екрану.

245. European Mortgage Federation Annual Report – Activities 2005–2009 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.hypo.org/Content/default.asp?pageId=423>. – Назва з екрану.
246. Euro area securities issues statistics [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.ecb.int/press/pr/stats/sis/html/index.en.html>. – Назва з екрану.
247. Fama E. M. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work / E. M. Fama // *Journal of Finance*. – 1970. – May. – P. 383–417.
248. Financial Stability Report Summary. – 2009. – № 25 (June). – 6 p.
249. Haiek E. von. The Theology of Capital / E. von Haiek. – Chi., 1942. – 269 p.
250. Haldane A. Credit is Trust [Электронный ресурс] / Andrew Haldane // Bank of England. – 2009. – Режим доступа: [www.bankofengland.co.uk/publications/.../2009/speech374.pdf](http://www.bankofengland.co.uk/publications/.../2009/speech374.pdf). – Назва з екрану.
251. Hall R. E. Stochastic implications of the Life Cycle-Permanent Income Hypothesis: Theory and Evidence / R. E. Hall // *Journal of Political Economy*. – 1978. – 86 p.
252. Information on the Nature and characteristics of Financial Instruments and their Associated Risk // *Credit Agricolecib*. – 2007. – September. – 8 p.
253. Jenkinson N. Containing System-Wide Liquidity Risks: Some Issues and Challenges [Электронный ресурс] / Nigel Jenkinson // Bank of England. – 2009. – Режим доступа: [www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/.../speech388.pdf](http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/.../speech388.pdf). – Назва з екрану.
254. Jensen M. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure / M. Jensen, W. Meckling // *Journal of Finance*. – 1976. – № 3 (4). – P. 305–360.
255. Kalotay A. An Option-Theoretic Prepayment Model for Mortgages and Mortgage-Backed Securities / A. Kalotay, D. Yang, F. Fabozzi // *International Journal of Theoretical and Applied Finance*. – 2004. – № 8. – P. 949–978.
256. Krahen J. The German Financial System / J. Krahen, R. Schidt. – Oxford University Press, 2004. – 554 p.



257. Kelman A. Mortgage-Backed Securities & Collateralized Mortgage Obligations: Prudent CRA Investment Opportunities / A. Kelman // Community Investments. – 2002. – March. – P. 20–23.
258. Leece D. Economics of the Mortgage Market: Perspectives on Household Decision Making / David Leece. – Malden, USA: Blackwell Publishing Inc, 2004. – 258 p.
259. Report for Selected Countries and Subjects [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/01/weodata/weorept.aspx>. – Назва з екрану.
260. Rosner J. How Resilient are MBS to Collateralized Debt Obligation Market Disruptions [Электронный ресурс] / J. Rosner, R. Manson. – Режим доступа: [www.hudson.org/files/documents/Mason\\_Rosner%20for%20posting.pdf](http://www.hudson.org/files/documents/Mason_Rosner%20for%20posting.pdf). – Назва з екрану.
261. The Euro Bonds and Derivatives Markets // European Central Bank. – 2007. – June. – 75 p.
262. World Bank Glossary. – Wash., The World Bank, 1991. – P. 93.
263. Zemler M. Monetary Operations and Central Bank Balance Sheets in a World of Limited Government Securities / M. Zemler // IMF Policy Discussion Paper. – 2001. – № 7. – P. 1–24.



**Національний банк України**  
**ЦЕНТР НАУКОВИХ ДОСЛІДЖЕНЬ**

04070, м. Київ, вул. Андріївська, 1, тел. +380 (044) 462-5342, факс +380 (044) 462-5342

*01.10.2010 № 53-108/485*

На \_\_\_\_\_

**ДОВІДКА**

**про впровадження результатів дисертаційної роботи**  
**Лацик Галини Миронівни**  
**на тему: „Фінансові інструменти на іпотечному ринку України”**

У дисертаційному дослідженні Лацик Галини Миронівни на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук на тему: „Фінансові інструменти на іпотечному ринку України” розглянуто актуальні питання щодо з'ясування ролі банківської системи у забезпеченні стійкого та перманентного розвитку іпотечного ринку в національній економіці, обґрунтовано можливості диверсифікації джерел залучення фінансових ресурсів банківськими установами у систему іпотечного кредитування. Висновки і пропозиції мають теоретичне обґрунтування і практичне значення.

Діяльність банківських установ спрямована на досягнення стратегічних і тактичних цілей грошово-кредитної політики держави, у тому числі й сприяння розвитку іпотеки. Задля її забезпечення, використовуються різноманітні фінансові інструменти відповідно до визначених пріоритетів у контексті реалізації дієвої кредитної політики щодо іпотечного кредитування.

Рекомендації автора щодо посилення впливу Національного банку України на пріоритети видачі іпотечних кредитів і його ролі у забезпеченні функціонування вторинного іпотечного ринку, що ґрунтується на використанні різноманітних фінансових інструментів, використані у процесі науково-дослідної роботи Центру наукових досліджень Національного банку України.

Довідка видана для пред'явлення у спеціалізовану вчену раду Д 58.082.03 Тернопільського національного економічного університету по захисту кандидатських дисертацій.

0000378

**Директор**  
**Центру наукових досліджень**  
**Національного банку України,**  
**д.е.н., професор**



**В.І.Міщенко**

ДЕРЖАВНА КОМІСІЯ  
З ЦІННИХ ПАПЕРІВ  
ТА ФОНДОВОГО РИНКУ

УКРАЇНА

SECURITIES AND STOCK  
MARKET STATE  
COMMISSION



ТЕРНОПІЛЬСЬКЕ ТЕРИТОРІАЛЬНЕ  
УПРАВЛІННЯ

TERNOPIL  
REGIONAL OFFICE

46008, м. Тернопіль  
вул. Шпитальна, № 7  
тел.: ( 0352 ) 52-50-42, 25-76-48  
факс: 25-57-21

7 Shpitalna Street  
Ternopil, 46008  
phone: ( 0352 ) 52-50-42, 25-76-48  
fax: 25-57-21

13.10.2019р № 4/2161

На № \_\_\_\_\_

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційної роботи  
Лацик Галини Миронівни  
на тему: «Фінансові інструменти на іпотечному ринку України»

У дисертаційному дослідженні Лацик Галини Миронівни на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук на тему: «Фінансові інструменти на іпотечному ринку України» розглянуто актуальні питання щодо з'ясування суті та функціонального призначення фінансових інструментів, визначено основні закономірності і протиріччя формування і функціонування ринку іпотечних цінних паперів; стратегічні пріоритети модернізації фінансових інструментів і технологій їхнього використання на іпотечному ринку України. Висновки і пропозиції мають теоретичне обґрунтування і практичне значення. Особливої уваги заслуговує позиція автора щодо гармонізації економічних інтересів учасників ринку цінних паперів та удосконалення інфраструктури згаданого ринку відповідно до міжнародних норм і стандартів.

Рекомендації щодо адаптації фінансових інструментів іпотечного ринку до сучасних умов, покращення порядку організації та запровадження інноваційних технологій їхнього використання, а також розширення сфери державного регулювання зазначеного ринку та ринку цінних паперів України, використано у практичній роботі Тернопільського територіального управління Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України.

Начальник Тернопільського територіального  
управління Державної комісії з цінних паперів  
та фондового ринку України



О.В.Свистун



**Тернопільський національний економічний університет**  
**Ternopil National Economic University**

Lvivska Str. 11, Ternopil, 46020, Ukraine  
 Tel./Fax +380 (352) 47 50 51  
 E-mail: academ@tneu.edu.ua  
 http://www.tneu.edu.ua

вул. Львівська, 11, Тернопіль, 46020, Україна  
 Тел./факс +380 (352) 47 50 51  
 E-mail: academ@tneu.edu.ua  
 http://www.tneu.edu.ua

№ 126-33/2237

„14” 10 2010 р.

На № \_\_\_\_\_ від \_\_\_\_\_

„Затверджую”

Проректор з науково-педагогічної роботи  
 Тернопільського національного  
 економічного університету

М.І. Шинкарик



**Довідка**

**про практичне застосування результатів дисертаційної роботи**  
**Лацик Галини Миронівни**  
**на тему: „Фінансові інструменти на іпотечному ринку України”**

Результати науково-дослідної роботи аспіранта кафедри фінансів суб'єктів господарювання і страхування Лацик Галини Миронівни за темою дисертації на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук „Фінансові інструменти на іпотечному ринку України” впроваджені кафедрою фінансів суб'єктів господарювання і страхування у навчальний процес при викладанні дисциплін: „Фінансовий ринок”, „Ринок фінансових послуг”, „Новітні технології та інструменти фінансових ринків”.

Довідка видана для пред'явлення у спеціалізовану вчену раду Д 58.082.03 Тернопільського національного економічного університету по захисту кандидатських дисертацій.

**Завідувач кафедри фінансів суб'єктів**  
**господарювання і страхування ТНЕУ,**  
**к.е.н., доцент**

**I.M. Таранов**



## ТЕРНОПІЛЬСЬКА ОБЛАСНА ДИРЕКЦІЯ

15.10.2010 р ДОВІДКА №1155

**про впровадження результатів дисертаційної роботи  
Лацик Галини Миронівни  
на тему: „Фінансові інструменти на іпотечному ринку України”**

Наукові результати дисертаційного дослідження Лацик Галини Миронівни на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук на тему: „Фінансові інструменти на іпотечному ринку України”, зокрема окремі пропозиції автора щодо визначення напрямів підвищення ефективності використання фінансових інструментів іпотечного ринку, впроваджені у практичній діяльності Тернопільської обласної дирекції ВАТ Національна акціонерна страхова компанія „ОРАНТА”. Розроблену автором методику формування інвестиційної стратегії розміщення вільних коштів в умовах невизначеного економічного середовища включено у стратегію розвитку страхової компанії.

Заслужують на увагу пропозиції автора щодо диверсифікації напрямів прибуткового та безпечного розміщення страхових резервів, досягнення максимальної вигоди та високої рентабельності фінансових вкладень, а також забезпечення можливості швидкої реалізації фінансових інструментів на ринку цінних паперів.

Довідка видана для пред'явлення у спеціалізовану вчену раду Д 58.082.03 Тернопільського національного економічного університету по захисту кандидатських дисертацій.

Директор Тернопільської обласної дирекції  
ВАТ Національна акціонерна страхова  
компанія „ОРАНТА”



*М. А. Тарас* М.А. Тарас

Приватне акціонерне товариство "КІНТО"

вул. Лисенка/Ярославів Вал, буд. 2/1  
м. Київ, Україна, 01034  
тел: /044/ 246 73 50 факс: 235 58 75

Private Joint-Stock Company KINTO

2/1, Lysenko/Yaroslaviv Val St,  
Kyiv, Ukraine, 01034  
tel: /044/ 246 73 50 fax: 235 58 75Вих. № 925/1  
"18" 10 2010 р.

**Спеціалізована вчена рада Д 58.082.03  
Тернопільського національного  
економічного університету по  
захисту кандидатських дисертацій**

**ДОВІДКА**

**про впровадження результатів дисертаційної роботи  
Лацик Галини Миронівни  
на тему: "Фінансові інструменти на іпотечному ринку України"**

Наукові результати дисертаційного дослідження Лацик Г.М. на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук на тему: "Фінансові інструменти на іпотечному ринку України", зокрема пропозиції щодо забезпечення цілісного механізму функціонування фінансового ринку з достатньою кількістю спеціалізованих фінансових інституцій, урізноманітненням фінансових інструментів, розвинутою інфраструктурою і надійною системою регулювання діяльності суб'єктів іпотечного ринку враховано в діяльності компанії з управління активами ПрАТ КІНТО.

Особливої уваги заслуговують пропозиції щодо імплементації у вітчизняну практику управління активами інституційних інвесторів інноваційних фінансових інструментів для рефінансування іпотечних кредитів та використання методів оптимізації інвестиційного портфеля у зв'язку з очікуваним упровадженням накопичувальної системи загальнообов'язкового державного пенсійного страхування.

Запропонована методика визначення інвестиційної стратегії під час розміщення фінансових ресурсів у іпотечні цінні папери використана в діяльності керуючих активами інвестиційних та пенсійних фондів.

Довідка видана для подання у спеціалізовану вчену раду Д 58.082.03 Тернопільського національного економічного університету по захисту кандидатських дисертацій.

**Керуючий активами  
інвестиційних та пенсійних фондів  
ПрАТ "КІНТО", к. ф.-м. наук**

  
**Птіцина В.Ю.**

засвідчую: Птіцина В.Ю.

Виконавчий директор ПрАТ  
КІНТО Веремієнко С.М.

