

Микола Васильович СТЕЦЬКО

кандидат економічних наук, доцент,
доцент,
кафедра фінансів суб'єктів господарювання і страхування,
Тернопільський національний економічний університет
E-mail: nsteco6691@gmail.com

**ФІНАНСОВИЙ РИНОК УКРАЇНИ У КОНТЕКСТІ
ГЛОБАЛЬНОЇ КОНКУРЕНТОСПРОМОЖНОСТІ**

Стецько, М. В. Фінансовий ринок України у контексті глобальної конкурентоспроможності [Текст] / Микола Васильович Стецько // Економічний аналіз: зб. наук. праць / Тернопільський національний економічний університет; редкол.: О. В. Ярошук (голов. ред.) та ін. – Тернопіль: Видавничо-поліграфічний центр Тернопільського національного економічного університету «Економічна думка», 2016. – Том 25. – № 1. – С. 158-168. – ISSN 1993-0259.

Анотація

Вступ. Низький рівень глобальної конкурентоспроможності в Україні значною мірою є наслідком недорозвиненості фінансового ринку. Вітчизняний фінансовий ринок є частково інтегрованим у світовий фінансовий простір, і його слід розглядати у контексті глобалізації економічних процесів та індексу глобальної конкурентоспроможності. Фінансова глобалізація надає для суб'єктів ринку капіталів цілий перелік додаткових шансів. Водночас слід ураховувати і додаткові ризики, пов'язані із можливими зовнішніми викликами. Для використання шансів та нейтралізації можливих ризиків необхідно провести ретельний аналіз сильних та слабких позицій вітчизняного фінансового ринку під кутом зору впливу процесів глобалізації.

Мета. Метою пропонованої статті є компаративний аналіз фінансового ринку і окремих його сегментів у національному та глобальному вимірах й обґрунтування на цій основі висновків і рекомендацій щодо моделі фінансового ринку, яка б підвищила рівень конкурентоспроможності економіки України.

Метод (методологія). Для досягнення поставленої мети та розв'язання завдань використано такі методи: аналізу і синтезу, порівняння та узагальнення; емпіричного дослідження та факторного аналізу; системного підходу та стратегії.

Результати. Проведено аналіз причин низького рівня глобальної конкурентоспроможності вітчизняного фінансового ринку. Показано, що в Україні наявна континентальна модель фінансування з елементами експліцитної та імпліцитної державної підтримки банківської системи, що є типовим для країн з перехідною економікою. Інструментарій ринку капіталів має доповнювати зазначену модель. Визначено, що структура фондового ринку України є деформованою через критично високу частку присутності на ньому державних облігацій. Через дію ефекту витіснення значно зменшуються обсяги інвестицій у корпоративні цінні папери. Для його нейтралізації слід суттєво зменшити доходність державних цінних паперів.

Ключові слова: фінансовий ринок; ринок капіталів; кредитний ринок; модель фінансування; глобальна конкурентоспроможність; ефект витіснення; капіталізація; волатильність.

Mykola Vasyl'ovych STETSKO

PhD in Economics,
Associate Professor,
Associate Professor of Department of Venture Finance and Insurance,
Ternopil National Economic University
E-mail: nsteco6691@gmail.com

FINANCIAL MARKET OF UKRAINE IN THE CONTEXT OF GLOBAL COMPETITIVENESS

Abstract

Introduction. *The low level of global competitiveness in Ukraine is largely the result of underdeveloped financial market. The domestic financial market is partly integrated into the international financial space. This market should be considered in the context of globalization of economic processes and global competitiveness index. Financial globalization offers for all the subjects of market of capitals a list of additional chances. Simultaneously, the additional risks, which are associated with possible external challenges, should also be taken into account. It is necessary to conduct a thorough analysis of the strengths and weaknesses of the domestic financial market position from the perspective of the impact of globalization. It must be done in order to use the opportunities to neutralize the possible risks.*

Goal. *The purpose of this article is to carry out a comparative analysis of the financial market and its separate segments in the national and global dimensions and to justify on this basis the conclusions and recommendations as for financial market model that could increase the competitiveness of Ukraine's economy.*

The method (methodology). *The following methods have been used in this research: method of analysis and synthesis, method of comparison and synthesis; method of empirical studies and factor analysis; method of system approach and strategy.*

Results. *The analysis of the causes of low global competitiveness of the domestic financial market has been carried out. The continental model of funding with elements of explicit and implicit state support of banking system in Ukraine has been shown. This model is typical for countries with transitive economy. The structure of the stock market in Ukraine is deformed due to the presence of critical high proportion of government bonds on it. The amount of investments in corporate securities has significantly reduced because of the crowding-out effect. The yield of government securities should be significantly reduced in order to neutralize this effect.*

Keywords: *financial market; capital of markets; credit market; funding model; global competitiveness; the effect of displacement; capitalization; volatility.*

JEL classification: F360, G150

Вступ

Фінансовий ринок загалом та окремі його сегменти слід розглядати у контексті глобалізації економічних процесів та індексу глобальної конкурентоспроможності. Курс України на інтеграцію із ЄС висуває до інститутів фінансового ринку підвищені вимоги. Глобалізація надає для суб'єктів ринку капіталів цілий перелік додаткових шансів. Водночас слід урахувувати і додаткові ризики, пов'язані із можливими зовнішніми шоками. Для використання шансів та нейтралізації можливих ризиків необхідно провести ретельний аналіз сильних та слабких позицій вітчизняного фінансового ринку під кутом зору впливу процесів глобалізації. Як відомо, ключовими сегментами фінансового ринку є ринок капіталів та кредитний ринок. Структура фінансового ринку визначається співвідношенням між зазначеними сегментами. Дослідження глобальної практики фінансування підприємств та структури фінансових ринків дозволяє виокремити дві усталені моделі фінансового ринку та, відповідно, фінансового забезпечення реального сектору економіки:

- англосаксонську, яка зорієнтована на переважне використання коштів, мобілізованих з використанням інструментів ринку капіталів (*marketbased financial system* – модель ринку капіталів);
- континентальну європейську модель, за якою підприємства фінансуються переважно за рахунок банківських кредитів (*bankbased financial system* – модель кредитного ринку або банкоцентрична модель).

Критерієм класифікації тієї чи іншої країни до згаданих моделей фінансування є співвідношення капіталізації фондового ринку та загальної суми виданих банківських кредитів. У разі перевищення ринкової капіталізації над сумою виданих кредитів вважається, що у країні наявна модель ринку капіталів, у разі протилежної ситуації – модель кредитного ринку. Обидва типи структури фінансового ринку мають свої позитиви та недоліки. Ключова проблема, яку слід з'ясувати, обґрунтовуючи доцільність імплементації тієї чи іншої структури фінансового ринку, полягає у визначенні каузальних

зв'язків між моделлю фінансового ринку, темпами економічного розвитку країни та її глобальною конкурентоспроможністю.

На проблематику розвитку фінансового ринку та окремих його сегментів звертається значна увага у працях вітчизняних та зарубіжних вчених. Так питання впливу фінансового ринку та окремих його сегментів на економічне зростання у розвинених країнах досліджено у працях Т. Бека, Е. Деміргукан-Канта, Х. Казерера, Р. Лівайна, С. Раппа [1, 2, 3], особливості фінансової глобалізації висвітлені О. Мозговим та Н. Стукало [4], місце банків у формуванні моделі фінансового ринку розкрито у роботах В. Міщенко, В. Науменкової, І. Школьник [5, 6], новітні підходи до оцінювання кредитних ризиків проаналізовано О. Терещенко [7]. Вивчення науково-практичних джерел у відповідній царині засвідчує, що дослідження концентруються переважно на особливостях тієї чи іншої моделі фінансування, яка наявна в економічно розвинених країнах, державному регулюванні фінансового ринку та окремих його сегментів, питаннях формування інфраструктури фінансового ринку, напрямках стимулювання розвитку ринку капіталів чи банківської системи. У наукових працях, однак, практично не обґрунтовано найбільш адекватну модель фінансового ринку для країн з перехідною економікою з огляду на її вплив на темпи економічного зростання країни та її глобальну конкурентоспроможність. Водночас, для країн, які відносяться до ринків, що розвиваються (emerging markets), питання вибору моделі фінансування та, відповідно, структури фінансового ринку є надзвичайно актуальним, оскільки недорозвиненість фінансового ринку досить часто є основною причиною низького рівня конкурентоспроможності країни загалом.

Мета дослідження

Метою дослідження є компаративний аналіз фінансового ринку і окремих його сегментів у національному та глобальному вимірах й обґрунтування на цій основі висновків і рекомендацій щодо моделі фінансового ринку, яка б підвищила рівень конкурентоспроможності економіки України.

Виклад основного матеріалу дослідження

При вивченні динаміки процесів глобалізації може здатися, що у виграші від цих процесів залишаються винятково економічно потужні країни. Зокрема, вони розширюють свої ринки, експортні можливості, отримують додаткові прибутки від вкладення капіталів. Водночас, за правильно побудованої фінансової політики, користь від глобалізації економіки можуть отримати і слабкі в економічному плані країни. Одним із способів отримання вигоди від процесів глобалізації є залучення коштів на міжнародних фінансових ринках. З іншого боку, глобалізація інтенсифікує міжнародну конкуренцію, у тому числі за обмежені фінансові ресурси. Сучасне поглиблення фінансової глобалізації відбувається переважно за рахунок зростання обсягів іноземного банківського капіталу, валютних кредитів, іноземних прямих та портфельних інвестицій. У таких умовах необхідно проводити послідовну й адекватну політику, орієнтовану на зростання конкурентоспроможності економіки у контексті базових національних інтересів, активізацію участі у процесах міжнародної фінансової координації, стандартизації вимог, правил і норм, уніфікації та міждержавного узгодження заходів економічної політики, у тому числі й для запобігання і нейтралізації наслідків перманентних фінансових криз [4].

Не потребує доведення та обставина, що для використання переваг від міжнародної фінансової інтеграції слід створити умови, які б забезпечили конкурентні переваги перед іншими країнами. Водночас індекс глобальної конкурентоспроможності (The Global Competitiveness Index, GCI) України, який визначається Всесвітнім економічним форумом, знаходиться на дуже низькому рівні. За GCI, 2015-2016 рр. Україна з індексом 4,0 посіла 79-е місце із 140 країн світу, що на три позиції гірше, порівно з попереднім рейтингом. Не останню роль у глобальній конкурентоспроможності країни займає рівень розвитку фінансового ринку. У таблиці 1 наведено інформацію щодо основних складових, які впливають на рівень розвитку фінансового ринку України. Проведемо порівняльний аналіз індикаторів конкурентоспроможності вітчизняного фінансового ринку з аналогічними показниками країн з подібним економічним потенціалом та зіставними економічними умовами (Польща, Туреччина, Румунія, Казахстан, РФ, Литва), а також з найбільш конкурентоспроможними країнами (Німеччина та Швейцарія).

Із 12 складових, за якими розраховується глобальний індекс, найгірша ситуація в Україні за складовими «Макроекономічне середовище» (134 місце в рейтингу) та «Розвиток фінансових ринків» (121 місце). Фінансовий ринок в Україні є набагато гіршим не лише порівняно з найближчими сусідами (Польщею, Румунією, Литвою та Туреччиною), а й відносно Казахстану та Росії. Практично за всіма індикаторами, що визначають рівень розвитку фінансового ринку, Україна отримала найнижчі індекси. Однак найгіршою є ситуація з надійністю банківської системи, станом регулювання фондового ринку, доступністю фінансових послуг та можливістю залучення ресурсів через локальний ринок капіталів. Причиною такої ситуації є не стільки політична нестабільність, скільки інші чинники. Так до найбільш проблемних факторів, які ускладнюють розвиток бізнесу в країні, належить корупція (16,5 %), рівень оподаткування та його складність (16 %), доступ до фінансування (12,2 %). За рівнем корупції це

найвища частка серед аналізованих країн. Досить близьке значення цього індикатора лише в Росії (14,3) та Казахстану (13,9). Цікавою є ситуація із оцінкою впливу податкових факторів на ведення бізнесу. По всіх аналізованих країнах питома вага цього фактора є вищою, ніж в Україні. Це можна пояснити не стільки досконалістю вітчизняної системи оподаткування, скільки значною часткою у загальній структурі інших факторів, перш за все – рівня корупції, політичної нестабільності, інфляції та поганого доступу до фінансування.

Таблиця 1. Складова фінансового ринку в індексі глобальної конкурентоспроможності України: порівняльний аналіз, 2015-2016 рр. ¹

Показники	Україна	Польща	Казахстан	Туреччина	РФ	Румунія	Литва	Швейцарія	Німеччина
Місце в загальному рейтингу/GCI	79/4,0	41/4,5	42/4,5	51/4,4	45/4,4	53/4,3	36/4,5	1/5,8	4/5,5
Розвиток фінансових ринків: місце в рейтингу/значення індексу	121/3,2	43/4,3	91/3,6	64/3,9	95/3,5	55/4,0	57/4,0	10/5,1	18/4,7
Наявність фінансових послуг	101/3,9	43/4,9	63/4,5	34/5,2	69/4,4	92/4,1	44/4,9	1/6,5	18/5,6
Доступність фінансових послуг	123/3,5	43/4,8	53/4,3	36/4,9	67/4,1	64/4,2	38/4,9	1/6,1	14/5,5
Фінансування через локальний ринок капіталу	118/2,6	68/3,6	91/3,1	60/3,7	88/3,1	100/3,0	71/3,5	10/5,2	17/4,8
Простота доступу до кредитів	87/2,6	89/2,6	44/3,2	65/2,9	57/3,0	60/2,9	91/2,6	28/3,6	35/3,3
Наявність венчурного капіталу	102/2,4	96/2,5	59/2,9	93/2,5	66/2,7	103/2,4	48/3,0	18/3,7	25/3,5
Надійність банків	140/2,6	48/5,4	110/4,2	51/5,3	115/4	82/4,6	84/4,6	20/5,9	46/5,4
Регулювання фондових бірж	135/2,5	48/4,6	87/3,9	65/4,2	97/3,7	99/3,7	76/4,1	12/5,6	26/5,2
Найбільш проблемні фактори для розвитку бізнесу, у %:									
– корупція;	16,6	2,3	13,9	1,5	14,3	8,7	8,8	0,5	1,5
– доступ до фінансування;	12,2	7,8	13,9	12,2	11,7	14,0	7,4	10,6	8,9
– інфляція;	11,5	0,5	13,3	5,1	7,6	1,3	1,2	1,2	0,8
– політична нестабільність;	10,6	5,1	2,2	6,2	2,8	3,3	3,6	7,5	1,6
– податкові фактори	16,0	34,1	17,1	22,4	23,1	23,2	25,0	17,9	31,9
ВВП (млрд дол. США)	90,5	475	173,2	733,6	1325	177,3	41,3	664,3	3357
Чисельність населення, млн	42,6	38,0	17,7	77,7	146,3	19,9	2,9	8,2	81,9

З огляду на проведений аналіз, можна стверджувати, що існує взаємозалежність між розвитком національних фінансових ринків та рівнем глобальної конкурентоспроможності. Що вищим є індекс конкурентоспроможності, то більш інвестиційно привабливою є країна та більший приток капіталу на локальний фінансовий ринок. З іншого боку, розвиток локального фінансового ринку впливає на рівень конкурентоспроможності країни. Для підвищення глобальної конкурентоспроможності вітчизняного

¹ Складено автором на основі інформації The World Economic Forum, The Global Competitiveness Index 2015-2016 [8].

фінансового ринку слід забезпечити його якісний та кількісний розвиток. Йдеться про необхідність покращення всіх індикаторів, які характеризують стан фінансового ринку: надійність банківської системи, якість регулювання ринку капіталів, рівень доступності підприємств до фінансових ресурсів тощо. З'ясуємо, чи впливає домінуюча в країні модель фінансування та структура фінансового ринку на його величину, якісні характеристики та глобальну конкурентоспроможність.

Як зазначалося вище, модель фінансування реального сектору економіки (англосаксонську чи континентальну) визначає структура фінансового ринку. Англосаксонська модель передбачає переважаюче фінансування реального сектору економіки через ринок капіталів. Під ринком капіталів розуміють ринок цінних паперів, у тому числі ринок акцій та ринок облігацій. Ключовими індикаторами розвитку ринку капіталів є його капіталізація та ліквідність. Ринок капіталу конкретної країни визначається як агрегат, що містить емітовані на локальному рівні облігації, прямо чи опосередковано розміщені локальними емітентами облігації на міжнародних ринках та локальний ринок акцій [3].

З огляду на можливі фінансові наслідки для капіталодавців, ця модель є для них більш ризиковою, порівняно з банківським кредитуванням. Ринкові ціни на цінні папери визначають витрати та капітал та регулюють процес його алокації. Модель фінансування підприємств визначає також можливості контролю за їх діяльністю та особливості корпоративного управління. Банки можуть впливати на якість корпоративного управління та діяльність підприємств через рішення щодо видачі кредиту та встановлення кредитних лімітів. Ринок капіталів впливає на підприємства через механізм ціноутворення на цінні папери. Управлінські рішення корпорацій приймаються саме з урахуванням можливого впливу їх наслідків на ринковий курс акцій. Модель ринку капіталів є більш розвинутою в економіках ліберального типу. Прикладом країн, де домінує ця модель, є США, Велика Британія, Данія, Нідерланди, Швеція.

У більшості країн Європи переважає модель фінансування, яка базується на банківському кредитуванні. Так загальна сума балансу європейських банків складає близько 330 % від ВВП відповідних країн. У США відповідний показник коливається в межах 90 %, в Японії – близько 200 %, в Україні, станом на середину 2016р. загальна сума балансу банків складала близько 64 % від річного ВВП. Сума кредитів нефінансовим організаціям, наданих вітчизняними банками (станом на 01.07.2016 р.), складала близько 750 млрд грн, що відповідає 40 % ВВП країни. У США відповідний показник складає 187 %, Німеччині – 111 %, в середньому по країнах OECD – 108 %.

Суттєва різниця між досліджуваними моделями фінансування полягає у способі збору та оперування інформацією щодо об'єктів фінансування. У межах прийняття кредитних рішень банки здійснюють селекцію та моніторинг діяльності підприємств. Обмін інформацією між кредитуючим банком та позичальником здійснюється у приватному порядку та має здебільшого конфіденційний характер [9]. Необхідною умовою доступу підприємств на ринок капіталів є забезпечення транспарентності інформації щодо фінансово-господарської діяльності. Інвестори на ринку капіталів, приймаючи свої інвестиційні рішення, мають використовувати лише публічну інформацію. У разі використання інсайдерської інформації учасники ринку капіталу можуть зазнати серйозних санкцій. Натомість банки та позичальники тривалий час вибудовують довірливі відносини, які дозволяють отримувати кредити навіть за несприятливого рівня кредитоспроможності підприємства. З іншого боку, підприємства є надто залежними від кредитування банків. Відтак останні мають досить сильні позиції у питаннях встановлення відсоткових ставок. Як наслідок, у країнах з домінуванням моделі кредитного ринку відсоткові ставки за кредитами є дещо вищими, ніж у англосаксонській моделі. Окрім цього, за цієї моделі вищими є систематичні ризики, що супроводжуються досить сильною волатильністю обсягів кредитування. У період зростання кредити видаються у тому числі ризиковим позичальникам, що призводить до збільшення проблемної заборгованості та рецесії на кредитному ринку. У період кризи – навпаки, банки можуть відмовляти у кредитуванні ефективних проектів. Таким чином, модель кредитного ринку не завжди виконує функцію ефективного алокації капіталу, а сам ринок розвивається циклічно. Як зазначають С. Науменкова та В. Міщенко, збитки у банківському секторі можуть збільшуватись, коли спаду передують кредитний бум, і це створює замкнене коло: проблеми у фінансовому секторі починають сприяти спаду в реальному секторі економіки, що знову призводить до проблем у банківському секторі. З метою уникнення таких ситуацій та в доповнення до буферного капіталу введено поняття контрциклічного буферу капіталу, який повинен гарантувати, що банківський сектор нараджує свій захист капіталу під час кредитного зростання [6].

Модель кредитного ринку є характерною для економік з посиленим державним регулюванням, а також зі значною часткою малого та середнього бізнесу. До країн, в яких домінує ця модель, слід перш за все віднести Австрію, Бельгію, Іспанію, Німеччину, Фінляндію, Францію. У формуванні європейської моделі значну роль відіграють великі банки. За оцінками експертів, швидке зростання європейської банківської системи здійснюється за рахунок 20 найбільших банків. При цьому відбувається непряма державна підтримка великих банків у континентальній Європі, що робить їх більш захищеними перед загрозою банкрутства, порівняно з банками США та Великої Британії [3]. Таким чином, зростання

банківської системи у багатьох країнах континентальної Європи здійснюється у тому числі за рахунок імпліцитної державної підтримки банків. Імпліцитні державні гарантії, що надаються великим європейським банкам, уможливають низькі витрати на фінансування.

У дискусіях навколо питання, яка із моделей фінансування є більш ефективною, досить часто наводиться аргумент, що банки є досить консервативними у питаннях фінансування інноваційних та ризикових проектів. Відтак, вони стримують інновації. З іншого боку, з огляду на інформаційні ризики для інвесторів та величину накладних витрат, суб'єкти малого та середнього бізнесу у переважній своїй більшості не можуть скористатися інструментами ринку капіталів, а використовують банківське кредитування. Отже, у країнах з високою часткою сімейного, малого та середнього бізнесу (як, наприклад, у Німеччині) повністю виправданим є домінування кредитного ринку, порівняно з ринком капіталів. Надаючи свій капітал підприємствам, потенційно банки можуть брати участь у розподілі збитків позичальника (у разі неповернення кредиту). Інвестори ринку капіталів потенційно є учасниками розподілу як прибутків, так і збитків. Відтак, за моделі банківського кредитування, капітал спрямовується переважно у менш ризикові проекти (селекція за критерієм надійності). За використання моделі ринку капіталів, інвестори вкладають кошти за суб'єктивним критерієм оптимального співвідношення дохідність-ризиковість. Причому пріоритетність віддається здебільшого критерію рентабельності. Отже, за цієї моделі капітал спрямовується переважно в інноваційні проекти, які є більш ризиковими, однак і більш прибутковими.

Важлива наукова проблема полягає в тому, щоб з'ясувати, яка структура фінансового ринку більше сприяє економічному зростанню країни. Мова йде про те, яка модель фінансування підприємств має домінувати: модель ринку капіталів чи модель кредитного ринку. Проведені Т. Беком, Р. Лівайном та іншими дослідження показують, що співвідношення сегментів фінансового ринку значною мірою залежить від рівня доходів у країні. У більшості країн з низьким рівнем доходів сегмент ринку капіталів та інституційних інвестицій є недорозвиненим. З підвищенням рівня доходів розвивається ринок капіталів, причому спочатку зростає капіталізація ринку, а потім його ліквідність. На економічне зростання більше впливає ліквідність ринку капіталів, аніж його обсяг [2]. За допомогою кореляційного аналізу впливу окремих сегментів фінансового ринку на економічний розвиток країни на прикладі 15 найбільш розвинених країн ЄС Т. Бек, Х. Казере та Ш. Рапп підтвердили висновок про те, що в економічно розвинених країнах наявний позитивний кореляційний зв'язок між обсягом ринку акцій та економічним зростанням. Збільшення європейського ринку капіталів на одну третю призводить до довгострокового зростання економіки на одну п'яту. Причому в менш розвинених країнах ЄС зазначений кореляційний зв'язок відсутній [3]. Для країн з перехідною економікою, для яких характерним є низький рівень доходів, нормальною є ситуація, за якої в структурі фінансового ринку переважає кредитний ринок, а банківська система є більш розвинутою порівняно з фондовим ринком. Натомість для економічно розвинених країн типовою є ситуація, коли ВВП країни зростає зі зростанням ринку капіталів.

Дослідимо більш детально стан та перспективи розвитку фінансового ринку України та окремих його сегментів. У середньому за останні п'ять років, загальна потужність вітчизняного фінансового ринку (ринку капіталів та кредитний ринок) знаходиться в межах 50-60 % від ВВП. У США цей показник складає 416 %, в Японії – 298 %, в Німеччині – 195 %, Греції – 141 %, у Польщі – 110 %. Таким чином, як у відносному, так і у абсолютному виразах глибина фінансового ринку України є набагато меншою, ніж відповідний показник в економічно розвинених країнах та в більшості країн з перехідною економікою. Водночас низкою наукових досліджень (Р. Голдсміт, 1969) доведено, що величина (глибина) фінансового ринку позитивно корелює із величиною реального ВВП на душу населення країни. Американський економіст Р. Гольдсміт показав позитивний вплив розвитку фінансового ринку на реальний сектор економіки [10]. Окрім цього, американські вчені П. Ажюн, П. Хауїт та Д. Майер-Фолкес довели, що вплив розвитку фінансових ринків на реальний сектор економіки у країнах, що розвиваються, є вищим, ніж у розвинених країнах [11].

Показники величини фінансових ресурсів, мобілізованих підприємствами на ринку капіталів, формується із загального обсягу капіталізації ринку акцій та ринку облігацій підприємств. За оцінками НКЦПРФ, станом на середину 2016 р. цей показник склав в Україні близько 26 млрд грн, що відповідає лише 6 % від ВВП 2015 року. Враховуючи нестабільність політичної та економічної ситуації останніми роками, на наш погляд, зазначений показник не є репрезентативним. Більш об'єктивними є дані станом на початок кризи, зумовленої військовим конфліктом в Україні. Для оцінки якісних та кількісних параметрів вітчизняного ринку капіталів необхідним є його порівняння з відповідними показниками інших країн. На нашу думку, аналіз слід здійснювати у зіставленні з різними групами країн, зокрема:

- з розвиненими країнами, в яких домінує англосаксонська модель фінансування (a.m);
- з розвиненими країнами, де переважає континентальна модель (k.m);
- з країнами з перехідною (транзитивною) економікою, такими, які належать до ринків, що розвиваються (e.m).

За цим аналітичним принципом сформовано інформацію, наведену в таблиці 2, де містяться окремі показники розвитку локального ринку капіталів за окремими країнами, що репрезентують різні типи економік та моделі фінансування.

**Таблиця 2. Ринок капіталів України у міжнародному вимірі
(усереднені значення за 2011-2014 рр.)¹**

Країна	Капіталізація фондового ринку у % до ВВП	Волатильність фондового ринку	Обсяг емітованих облігацій у % до ВВП	Середній термін погашення корпоративних облігацій, років	Частка банківських кредитів з терміном погашення більше 1 року
Країни, що належать до Emerging markets					
Аргентина	11,8	27,4	0,6	4,6	X
Бразилія	88,1	22,7	1,9	7,5	40,8
Болгарія	14,1	15,1	1,0	5,0	69,7
В'єтнам	15,8	21,3	0,1	4,5	X
Казахстан	28,3	24,5	1,9	18,9	X
Китай	93,0	19,7	4,1	4,7	X
Литва	11,5	15,7	0,6	5,1	77,6
Польща	34,4	20,7	0,4	6,7	69,7
Росія	56,6	23,4	2,8	8,5	72,7
Румунія	14,7	21,1	0,1	6,7	69,7
Сербія	21,1	16,1	1,5	8,2	56,9
Словаччина	9,9	17,3	3,7	16,1	62,1
Туреччина	33,8	23,7	0,4	7,3	X
Угорщина	32,9	24	0,2	7	70,4
Україна	17,9	28,5	1,6	5,5	48,1
Економічно розвинені країни з англосаксонською моделлю фінансування					
Велика Британія	130,8	17,1	4,2	12,9	70,0
Канада	144,2	14,3	3,7	12,1	72,5
Нідерланди	145,8	19,2	3,6	11,4	68,5
США	196,1	17,8	4,6	11,1	3,7
Швейцарія	181,0	16,1	3,5	7,7	X
Швеція	152,8	22,0	3,2	5,5	24,2
Економічно розвинені країни з континентальною моделлю фінансування					
Австрія	70,3	24,9	1,3	9,4	78,3
Греція	48,9	28,5	2,4	5,8	62,9
Італія	55,7	27,4	1,8	12,9	62,6
Норвегія	85,9	22,5	4,2	9,8	X
Німеччина	63,7	21,9	2,7	6,8	84,5
Фінляндія	71,6	23,3	2,6	6,6	86,6
Франція	121,4	23,9	3,5	7,2	80,9
Японія	139,8	20,3	1,6	6,9	X

Ринок капіталів країни характеризується показниками капіталізації, обсягом біржової торгівлі цінними паперами, кількістю цінних паперів, що перебувають в обігу на фондових біржах як в абсолютному вимірі, так у відношенні до ВВП країни. Згідно з аналітичними даними світового банку, середнє значення відношення капіталізації фондового ринку до ВВП в Україні протягом 2008-2010 рр. складало близько 25 %, а за період 2011-2013 рр. – 17,9 %. Для зіставлення, у Польщі цей показник склав 34,4 %; у Румунії – 14,7 %; Угорщині – 32,9 %; Казахстані – 28,3 %, у середньому по країнах OECD – 114 % [13]. Таким чином, за рівнем капіталізації фондового ринку, до початку кризових явищ Україна знаходилася на рівні країн з досить низьким рівнем доходів та економічного розвитку (Болгарія, В'єтнам, Румунія). Очевидно, що за величиною території, кількістю населення та підприємств, величиною ресурсного потенціалу Україна значно випереджає зазначені країни. Відтак більшим має

¹Таблиця складена на основі Звіту Світового Банку: *Global financial development report 2015-2016: long-term finance. Global financial development report. Washington, D. C.: World Bank Group, 2015* [12].

бути і ринок капіталів. Цільовими орієнтирами для вітчизняного ринку капіталів можуть бути показники Казахстану, Туреччини, Польщі. Однак нині індикатори фондового ринку України є значно гіршими, ніж у цих країнах.

Станом на 31.12.2015 р. капіталізація лістингових компаній фондового ринку склала 63,49 млрд грн, а на 30.06.2016 р. відповідний показник склав 26,35 млрд грн, або зменшився майже в три рази. Зниження ринкової капіталізації пояснюється суттєвим підвищенням інвестиційних ризиків в Україні, що знайшло своє втілення у низьких кредитно-інвестиційних рейтингах України, а також погіршенням світової кон'юнктури на світових сировинних ринках. І. Школьник у цьому контексті зазначає, що капіталізація українського ринку великою мірою визначається підприємствами паливно-енергетичного комплексу, металургійної галузі, машинобудування й фінансового сектору. Значна частина підприємств, що входять у цю групу, є експортноорієнтованими, тож їх фінансовий стан залежить від кон'юнктури світових товарних ринків [14]. Відтак рівень капіталізації вітчизняного фондового ринку тісно корелює зі світовими цінами на сировинні ресурси. Ця обставина є додатковим чинником, який зменшує рівень його глобальної конкурентоспроможності. Нестабільність макроекономічної ситуації, коливання цін на сировинних ринках, ризики корупції є причиною того, що волатильність фондового ринку в Україні за період 2011-2013 рр. була найвищою серед усіх країн, які досліджувалися експертами світового банку. Коефіцієнт волатильності фондового ринку склав 28,5. Аналогічне значення коефіцієнта має лише одна країна – Греція, яка тривалий час знаходиться у переддефолтному стані.

З вищевикладеного випливає, що на глобальну конкурентоспроможність країн з перехідною економікою впливає не структура фінансового ринку, а його обсяг та якість. Інформація, наведена в таблицях 1 та 2, засвідчує, що рівень капіталізації фондового ринку Литви, Румунії, Польщі є досить низьким, однак глобальна конкурентоспроможність фінансових ринків цих країн є досить високою.

На наш погляд, досить суперечливим є припущення, що на сучасному етапі складається ситуація, за якої механізм функціонування фінансового ринку залежно від того, яким чином буде надалі здійснюватись державне регулювання та наскільки стабільною буде макроекономічна ситуація в країні, може змінитись з банкоцентричного на орієнтований на ринок капіталу [5]. Вважаємо, що у навіть у довгостроковій перспективі трансформація фінансового ринку України у бік домінування ринку капіталів є неможливою і недоцільною. Численні наукові дослідження доводять, що для таких країн, як Україна, з мізерними доходами та низьким розвитком корпоративної культури, найкращою альтернативою є континентальна модель фінансування.

Нині фінансовий ринок України має усі ознаки банкоцентричної моделі з елементами експліцитної та імпліцитної державної підтримки. Як справедливо зазначає І. Школьник, банкоцентричність вітчизняної фінансової системи обумовлена, по-перше, тим, що основним джерелом фінансування корпоративного сектору економіки є банківські кредити; по-друге, у структурі емітованих цінних паперів, зокрема акцій та корпоративних облігацій, значна частка належить саме банківським установам; по-третє, в операціях купівлі-продажу цінних паперів на ринку капіталу провідна роль належить саме банківським установам; по-четверте, все частіше банки проводять операції андеррайтингу не тільки цінних паперів самих банків, але і суб'єктів господарювання реального сектору економіки [5]. Щоправда аналітичні дані показують, що порівняно з іншими країнами, де переважає модель кредитного ринку, в Україні є досить малою частка банківських кредитів з терміном погашення більше 1 року (всього 48 %), а за рівнем надійності банківської системи країна посідає останнє місце в глобальному індексі конкурентоспроможності. Таким чином, в Україні слід розвивати всі сегменти фінансового ринку, оскільки, незважаючи на домінування банківських кредитів у структурі фінансування, за якісними параметрами вони не забезпечують потреби економіки в інвестиційному капіталі, а сама банківська система є неконкурентоспроможною в глобальному вимірі. Окрім цього, відповідно до міжнародного індексу захисту прав власності (International property rights index 2016) за рівнем доступності кредитних ресурсів Україна посідає лише 81 місце із 128 країн світу, що внесені в рейтинг. Показник індексу склав лише 2,7 пункти із 10 [15].

У таблиці 3 наведено структуру фондового ринку України за окремими фінансовими інструментами за період 2005-2016 рр. З наведеної інформації випливає вкрай незадовільна тенденція щодо змін у алокації ресурсів на вітчизняному ринку капіталів. Левова частка фінансових ресурсів з ринку спрямовується у державні облігації. Причому в останні два роки значна сума коштів була спрямована у депозитні сертифікати НБУ (наведено за позицією «інші фінансові інструменти»). Таким чином, у структурі фінансових інструментів, що мають обіг на вітчизняному фондовому ринку, на державні облігації та на депозитні сертифікати НБУ у 2015р. припадало більше 90 %, а в 2016 р. – більше 95 %. Негативна динаміка відволікання коштів у державні цінні папери спостерігається протягом останніх 9 років. В останні п'ять років, на наш погляд, ситуація є критичною, оскільки більше 50 % ресурсів на фондовому ринку країни спрямовується саме у державні облігації.

Таблиця 3. Структура фондового ринку України за фінансовими інструментами, у % за 2005-2016рр. ¹

Фінансовий інструмент	Акції	Облігації підприємств	Державні облігації	Облігації місцевої позики	Інвестиційні та опціонні сертифікати	Деривативи	Інші	Усього
2005	27,3	39,8	23,6	4,1	1,1	4,1	0	100
2006	23,9	41,8	29,3	3,4	1,1	0,3	0,2	100
2007	38,7	49,4	7,9	2,2	1,2	0,1	0,4	100
2008	31,3	44,0	22,6	1,2	0,5	0,3	0	100
2009	37,6	19,6	22,7	0,1	19,8	-,1	0	100
2010	33,3	5,1	46,4	0,1	12,3	2,8	0	100
2011	29,1	9,1	42,1	0,2	9,4	10,1	0	100
2012	8,2	10,0	67,8	2,4	2,2	9,4	0	100
2013	9,2	10,0	74,7	0,2	1,3	4,6	0	100
2014	4,2	5,4	87,9	0,1	0,6	1,5	0,3	100
2015	2,0	4,7	87,1	0,1	0,9	2,2	3,0	100
2016	0,8	2,9	84,8	0,0	0,6	0,5	10,4	100

Протягом 2012-2016 рр. відбувається стрімке падіння частки капіталу, що спрямовується у корпоративні цінні папери, зокрема в акції та облігації підприємств. Частка коштів, які вкладаються в акції підприємств, зменшилася більш ніж у 10 разів, в облігації – більш ніж у три рази. На наш погляд, така ситуація є наслідком не лише скорочення платоспроможного попиту з боку інвесторів та зростання рівня кредитно-інвестиційних ризиків, а й ефектом витіснення з ринку корпоративних цінних паперів державними облігаціями. Останні є більш привабливими для інвесторів, порівняно з корпоративними цінними паперами, як з точки зору ризику, так і з позиції прибутковості. Так доходність за депозитними сертифікатами НБУ на середину 2016 р. склала 15,5 %, а за ОВДП – близько 16,5 %. Найбільші інституційні інвестори в особі банківських установ вкладають кошти в державні облігації, у тому числі тому, що вони можуть слугувати забезпеченням у разі рефінансування НБУ.

Зменшення частки корпоративних цінних паперів на ринку пояснюється також тим, що протягом 2014-2016 рр. НКЦПРФ здійснює очищення ринку від спекулятивних, мало ліквідних та непорядних емітентів. Протягом цього періоду НКЦПРФ вилучила з ринку цінні папери більше 100 емітентів, стосовно яких були ознаки маніпулювання. Нині на ринку наявна значна кількість цінних паперів, емітованих підприємствами без чітко вираженої спеціалізації. Такі емітенти досить часто використовують кошти, залучені шляхом розміщення облігацій, не за напрямами, вказаними в проспекті емісії. Крім того, для їх випусків характерні недостатня забезпеченість номіналу і відсотків за облігаціями, що зумовлює високий рівень боргового навантаження. Інвестиції в такі інструменти є високоризиковими, що в більшості випадків підтверджується кредитними рейтингами спекулятивних рівнів.

Висновки та перспективи подальших розвідок

Низький рівень глобальної конкурентоспроможності в Україні значною мірою є наслідком недорозвиненості фінансового ринку. Ключові індикатори розвитку ринку (надійність банківської системи, стан регулювання фондового ринку, доступність фінансових послуг та можливість залучення ресурсів через локальний ринок капіталів) є набагато нижчими, ніж у інших країн аналізованого сегменту.

Структура фінансового ринку тісно пов'язана із домінуючою моделлю фінансування (банкоцентрична або континентальна чи ринку капіталів або англосаксонська). За англосаксонської моделі фінансування підприємств здійснюється в результаті емісії боргових цінних паперів та корпоративних прав. Вона є більш відкритою до фінансування ризикових та інноваційних проектів. Водночас в Україні домінуючою є модель кредитного ринку. Основні причини недостатнього поширення моделі фінансування на основі ринку капіталів криються як на боці інвесторів, так і у самих підприємствах. У результаті проведеного дослідження доведено, що домінуюча в країні модель фінансування та структура фінансового ринку не впливають на його глобальну конкурентоспроможність. Дискусії відносно того, яка модель фінансування є більш ефективною, слід перевести у площину, як можна найбільш раціонально поєднати ці дві моделі, щоб досягти позитивного народногосподарського ефекту. Обидві моделі час від часу дають збої та призводять до фінансової кризи, однак конкурентоспроможність фінансового ринку країни

¹ Складено автором за даними звітності НКЦПРФ.

визначається його обсягом та ліквідністю. Останні залежать від якості регулювання ринків капіталів та кредитного ринку, їх доступності, надійності та загальної інвестиційної привабливості. Враховуючи низький рівень доходів, потребу у фінансуванні малого та середнього бізнесу, традиційну схильність до використання непублічної інформації для прийняття фінансових рішень навіть у віддаленій перспективі в Україні буде збережена модель банкоцентричного фінансового ринку. Інструментарій ринку капіталів має доповнювати зазначену модель. Однак структура фондового ринку України є деформованою через критично високу частку присутності на ньому державних облігацій. Через дію ефекту витіснення значно зменшуються обсяги інвестицій у корпоративні цінні папери. Для нейтралізації цього ефекту слід суттєво зменшити доходність державних цінних паперів. У цьому разі інвестори будуть мати стимули вкладати кошти у більш ризикові, однак і набагато дохідніші корпоративні цінні папери.

Список літератури

1. Beck, T. H. Industry growth and capital allocation: Does having a market- or bank-based system matter? / T. H. Beck, R. Levine // *Journal of Financial Economics*. – № 64(1). – 2002. – pp. 147-180.
2. Beck, Th. Finance, Firm Size, and Growth / Th. Beck, A. Demirguc-Kunt, L. Laeven, R. Levine // *Journal of Money, Credit and Banking*. - Blackwell Publishing, - vol. 40(7). – 2008. – pp. 1379-1405.
3. Beck, Th. Beteiligungs und Kapital markt finanzierung im deutschen Finanz system: Zustand und Entwicklungsperspektiven [Електронний ресурс] / Th. Beck, Ch. Kaserer, M-S. Rapp // *Studie im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie*. – 2015. – 216 S. – Режим доступу: <http://bmwi.de/DE/Mediathek/publikationen>.
4. Мозговий О. М. Інтегративно-індексний метод оцінювання рівня фінансової глобалізації країн світу / О. М. Мозговий, Н. В. Стукало // *Міжнародна економічна політика*. – 2009. - № 8. – С. 5-26.
5. Школьник, І. О. Роль банків у процесі формування національної моделі фінансового ринку / І. О. Школьник // *Вісник Української академії банківської справи*. – 2008. – № 1 (24) – С. 64–70.
6. Науменкова, С. В. Сучасні проблеми капіталізації банківської системи України / С. В. Науменкова, В. І. Міщенко // *Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики*. – 2013. – № 2(15). – С. 3-11.
7. Терещенко, О. О. Оцінка кредитних ризиків: відповідність новацій НБУ міжнародній практиці / О. Терещенко // *Вісник НБУ*. – 2012. – № 9. – С. 4-8.
8. The Global Competitiveness Index 2015-2016 // *The World Economic Forum*. – Режим доступу: <http://widgets.weforum.org/global-competitiveness-report-2015/>
9. Song, F. Notes on Financial System Development and Political Intervention [Електронний ресурс] / F. Song, A. Thakor // *World Bank Policy Research Working Paper No. 6350*. – 2013. – P.491-513. - Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2210301>
10. Goldsmith, R. W. Financial structure and development / Raymond W. Goldsmith. – New Haven: Yale University Press, 1969. – 561p.
11. Aghion, P. The Effect of Financial Development on Convergence: Theory and Evidence / P. Aghion, P. Howitt, D. Mayer-Foulkes // *Quarterly Journal of Economics*. – 2005. - Vol.120. – p.173–222.
12. World Bank. 2015. Global financial development report 2015-2016: long-term finance. Global financial development report. Washington, D.C.: World Bank Group. [Електронний ресурс]. Режим доступу: <http://documents.worldbank.org/curated/en/955811467986333727/Global-financial-development-report-2015-2016-long-term-finance>.
13. Benchmarking Financial Systems around the World [Електронний ресурс] / Martin Čihák, Aslı Demirgüç-Kunt, Erik Feyen, Ross Levine // *Policy Research Working Paper 6175*. The World Bank Financial and Private Sector Development Vice Presidency & Development Economics Vice Presidency August 2012. – 56p.
14. Школьник, І. О. Капіталізація фондового ринку України в контексті світових тенденцій / І. О. Школьник // *Фінанси України*. – 2011. – № 4. – С. 65–74.
15. International property rights index 2016 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://internationalpropertyrightsindex.org>.

References

1. Beck, T. H., Levine, R. (2002). Industry growth and capital allocation: Does having a market- or bank-based system matter? *Journal of Financial Economics*, 64(1), 147-180.
2. Beck, Th., Demirguc-Kunt, A., Laeven, L., Levine, R. (2008). Finance, Firm Size, and Growth. *Journal of Money, Credit and Banking*, 40(7), 1379-1405.
3. Beck, Th., Kaserer, Ch., Rapp, M-S. (2015). *Beteiligungs und Kapitalmarktfinanzierung im deutschen Finanzsystem: Zustand und Entwicklungsperspektiven. Studie im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie*. Retrieved from: <http://bmwi.de/DE/Mediathek/publikationen>.
4. Mozhovyy, O. M., Stukalo, N. V. (2009). Intehratyvno-indeksnyy metod otsynuyannya rivnya finansovoyi hlobalizatsiyi krayin svitu. *Mizhnarodna ekonomichna polityka*, 8, 5-26.

-
5. Shkol'nyk, I. O. (2008). Rol' bankiv u protsesi formuvannya natsional'noyi modeli finansovoho rynku. *Visnyk Ukrayins'koyi akademiyi bankivs'koyi spravy*, 1 (24), S. 64–70.
 6. Naumenkova, S. V., Mishchenko, V. I. (2013). Suchasni problemy kapitalizatsiyi bankivs'koyi systemy Ukrainy. *Finansovo-kredytna diyal'nist': problemy teorii ta praktyky*, 2(15), 3-11.
 7. Tereshchenko, O. O. (2012). Otsinka kredytnykh ryzykiv: vidpovidnist' novatsiy NBU mizhnarodniy praktytsi. *Visnyk NBU*, 9, 4-8.
 8. The Global Competitiveness Index 2015-2016. (2015). *The World Economic Forum*. Retrieved from: <http://widgets.weforum.org/global-competitiveness-report-2015>.
 9. Song, F., Thakor, A. (2013). Notes on Financial System Development and Political Intervention. *World Bank Policy Research Working Paper*, 6350, 491-513. Retrieved from: <http://ssrn.com/abstract=2210301>.
 10. Goldsmith, R. W. (1969). *Financial structure and development*. New Haven: Yale University Press.
 11. Aghion, P., Howitt, P. Mayer-Foulkes, D. (2005). The Effect of Financial Development on Convergence: Theory and Evidence. *Quarterly Journal of Economics*, 120, 173–222.
 12. World Bank. 2015. (2015). Global financial development report 2015-2016: long-term finance. Global financial development report. Washington, D.C.: *World Bank Group*. Retrieved from: <http://documents.worldbank.org/curated/en/955811467986333727/Global-financial-development-report-2015-2016-long-term-finance>.
 13. Martin Čihák, Aslı Demirgüç-Kunt, Erik Feyen, Ross Levine (2012). Benchmarking Financial Systems around the World. *Policy Research Working Paper 6175. The World Bank Financial and Private Sector Development Vice Presidency & Development Economics Vice Presidency*.
 14. Shkol'nyk, I. O. (2011). Kapitalizatsiya fondovoho rynku Ukrainy v konteksti svitovykh tendentsiy. *Finansy Ukrainy*, 4, 65–74.
 15. *International property rights index 2016*. (2016). Retrieved from: <http://internationalpropertyrightsindex.org>.

Стаття надійшла до редакції 06.10.2016 р.