

УДК 336. 014. 24

В.П.РЕШЕТИЛО, д-р екон. наук

*Харківська національна академія міського господарства*

## **ФІНАНСОВІ РИНКИ ТА ЇХ ВПЛИВ НА РОЗВИТОК ПІДПРИЄМСТВ РЕАЛЬНОГО СЕКТОРУ ЕКОНОМІКИ**

Виявлено співвідношення понять «фінансовий ринок», «грошовий ринок» та «ринок капіталів», досліджено особливості, функції та роль фінансових інститутів в розвитку трансформаційної економіки, розроблено практичні рекомендації щодо підвищення ефективності регуляторної політики держави на ринку фінансових послуг з урахуванням його складної інституційної структури.

Виявлені соотношення понять «финансовый рынок», «денежный рынок» и «рынок капиталов», исследованы особенности, функции и роль финансовых институтов в развитии трансформационной экономики, разработаны практические рекомендации относительно повышения эффективности регуляторной политики государства на рынке финансовых услуг с учетом его сложной институциональной структуры.

Correlation of concepts «financial market», «money-market» and «market of capitals», is exposed features, functions and role of financial institutes are investigational in development of transformation economy, practical recommendations are developed in relation to the increase of efficiency of regulator policy of the state at the market of financial services taking into account his difficult institutuional structure.

*Ключові слова:* фінансовий ринок, грошовий ринок, ринок капіталів, фінансові інститути, банки, небанківські фінансово-кредитні установи, фондовий ринок, реальний сектор економіки.

Розвиток сучасних підприємств неможливо уявити без фінансового сектору економіки. Фінансові ринки стали як провідним фактором економічного зростання розвинених країн світу, так і основним фактором хаосу і нестабільності, про що доводить світова фінансова криза 2008-2009 рр. Слід відзначити, що в останні роки суттєво збільшився масив наукової літератури, присвяченої розвитку фінансового ринку трансформаційної економіки. В цьому масиві необхідно виділити праці таких вчених, як Бернстайн П., Вайн С., Іваницька О. М., Коваленко Ю. М., Рустамов Е. [1-5] та багато інших. Але, незважаючи на це, при розкритті механізмів функціонування фінансового сектору економіки (у тому числі трансформаційної) недостатньо враховуються можливості його впливу на функціонування та розвиток підприємств реального сектору економіки.

Метою статті є дослідження фінансових інститутів трансформаційної економіки та розробка практичних рекомендацій щодо підвищення ефективності регуляторної політики держави на ринку фінансових послуг з урахуванням його складної інституційної структури.

Історичними попередниками категорії «фінансовий ринок» були

категорії «грошовий ринок» та «ринок капіталів». У поширенні поняття «фінансовий ринок» в сучасному значенні зіграла роль публікація в 1974 р. в США книги Р. Робінсона «Фінансові ринки: накопичення і розміщення багатства». У європейських країнах це поняття поширилося пізніше під впливом американського фінансового ринку, хоча заради справедливості слід зазначити, що у Франції з кінця 1960-х рр. поняття «фінансовий ринок» спочатку використовувалось як синонім ринку капіталу на протигагу грошовому ринку.

Поняття «фінансовий ринок» можна розглядати в двох аспектах – як сукупність інститутів і як систему економічних відносин. У першому випадку фінансовий ринок включає в себе всі організації і установи, призначені для перерозподілу капіталів способами, заснованими на ринкових принципах попиту і пропозиції. У такому сенсі фінансовий ринок – це система інститутів, з яких він складається (учасники ринку – інвестори, емітенти цінних паперів; посередники – біржі та позабіржові організатори торгівлі; інфраструктура ринку – депозитарії, реєстратори, розрахунково-клірингові організації тощо). У другому випадку фінансовий ринок є системою економічних відносин, спрямованих на формування, розподіл та перерозподіл капіталу, тобто фінансовими ринками є всі ринки, на яких, на відміну від товарних ринків, відбувається торгівля капіталом. У широкому сенсі, фінансовий сектор економіки виступає як багаторівнева інституційна система взаємопов'язаних елементів, що забезпечують синергетичний ефект функціонування фінансового сектору шляхом оптимального поєднання економічних інтересів усіх його суб'єктів, об'єднаних цільовою функцією впорядкування руху фінансових потоків, спрямованого на збалансований розвиток реального і віртуального секторів економіки. До цієї системи входять: власне фінансові інститути (гроші, кредит, податки, ліквідність, цінний папір тощо); інститути-організації, що функціонують у фінансовому секторі та безпосередньо забезпечують цей рух (банки, небанківські фінансово-кредитні установи, інститути фондового ринку); держава, яка встановлює формальні правила і норми взаємодії економічних суб'єктів у фінансовому секторі та контролює їх дотримання всіма учасниками; сукупність відповідних формальних правил і норм; загальні неформальні інститути (довіра, сталість, транспарентність, соціальна пам'ять, тіньова економіка, очікування, звичаї, традиції, помилкові уявлення, корупція, мережа, ієрархія тощо).

Фінансовий ринок можна умовно поділити на три сегменти – банківський, сегмент небанківських фінансово-кредитних установ та сегмент фондового ринку. Більш ніж 90% усіх активів фінансового ринку України припадає на банківську систему, і ця частка не демонструє жо-

дних тенденцій до зменшення на користь небанківського сегменту, причому ця картина зберігається упродовж усього періоду незалежного розвитку України (табл. 1).

Таблиця 1 – Динаміка активів фінансового ринку України у 2008-2010 рр.\*

Рік	2008		2009		2010	
	млрд. грн	млрд. грн	млрд. грн	млрд. грн	%/% (з банками/без банків)	
Фінансові посередники						
Комерційні банки	973,3	1001,6	942,1		92,5/0	
Кредитні спілки	6,06	4, 22		3,43	0,3/4,5	
Інші кредитні установи	3,25	3, 09		2,5	0,2/3,2	
Юридичні особи публічного права	3,27	4,51		6,43	0,6/8,4	
Страхові компанії	41,93	41,97		45,24	4,4/59,2	
Недержавні пенсійні фонди	0,61	0,86		1,14	0,1/1,5	
Інститути спільного інвестування (крім венчурних фондів)	н.д.	н.д.		8,76	0,9/11,5	
Довірчі товариства	0,0002	0,0002		0,0002	0,001/0,1	
Фінансові компанії	6,01	7,3		7,9	0,8/10,4	
Ломбарди	0,53	0,62		0,89	0,1/1,2	
Разом, з банками	1034,96	1063,99		1018,39	100,0/0	
Разом, без банків	61,66	62,39		76,29	0/100,0	

\*Складено за: річні звіти та дані з офіційних сайтів ДКЦПФР [6], Держфінпослуг [7] та НБУ[8] за відповідні роки.

У 2010 р. частка банків у загальних активах фінансового ринку склала 92,5%. Решта 7,5% характеризується абсолютним домінуванням страхових компаній (59,2% серед небанківських фінансово-кредитних установ). Питома вага інститутів спільного інвестування склала усього 0,9% від усіх активів та 11,5% від активів небанківських фінансово-кредитних установ. Така ж картина і з кредитними спілками (відповідно, 0,3% та 4,5%), фінансовими компаніями (відповідно 0,8% та 10,4%), недержавними пенсійними фондами (відповідно 0,1% та 1,5%), ломбардами (відповідно, 0,1% та 1,2%).

Неможливо пояснити цю картину виключно тим, що за часів СРСР небанківський сегмент практично був відсутній на фінансовому ринку, і тому домінування банків є своєрідною інерцією, оскільки історія вітчизняного фінансового ринку охоплює період лише 20 з лишком років. За цей період небанківський сегмент мав би наростити достатню потужність, щоб успішно конкурувати на фінансовому ринку з банками. Але в умовах кланово-олігархічної моделі організації економіки і політики в

Україні найбільш привабливими для державної бюрократії є саме великі оператори фінансового ринку, оскільки вони, по-перше, контролюють непропорційно велику (по відношенню до їх кількості) частку сукупних фінансових ресурсів, і можуть без надмірних втрат для себе використати певний їх обсяг для «налагодження стосунків» з чиновниками, в той час як ті ж самі суми для середніх та дрібних операторів стають «непідійомними». По-друге, незначна кількість провідних гравців фінансового ринку є чинником, який полегшує спілкування з бюрократичним апаратом, оскільки це зменшує вірогідність небажаного розголосу фактів наявності корупції. По-третє, штучне зосередження зростаючої частки відповідних видів професійної діяльності на фінансовому ринку у провідних операторів сприяє прискореному витісненню з ринку менш потужних гравців та пригніченню конкуренції, що в цілому негативно впливає на рівень конкурентоспроможності національного фінансового ринку у довгостроковій перспективі.

Розвиток більшості небанківських фінансових посередників в Україні, з тих, що виникли на початку 1990-х рр., пережив декілька хвиль бурхливого зростання та подальшого бурхливого падіння, від якого деякі з них досі не отямилась. Але, з іншого боку, деякі комерційні банки, фінансові компанії та страхові компанії не демонструють подібних коливань, причому динаміка кількості фінансових компаній за період, що піддається спостереженню (тобто з 2003 р.), має явно виражену тенденцію до поступового зростання, незважаючи навіть на світову фінансову кризу.

Аналіз процесу становлення організаційної структури фінансового ринку України дозволяє зробити висновки про те, що поява, кількісне зростання чи зменшення або зникнення тієї чи іншої групи фінансових посередників знаходиться під впливом складної взаємодії різнопланових чинників, головними з яких є наступні:

- виникнення суспільної потреби у певних фінансових послугах;
- суспільні очікування;
- затвердження державою відповідних правових норм та регуляторних механізмів та їх дія;
- якість формальних норм і правил діяльності на фінансовому ринку;
- зовнішній ідеологічний вплив на обрання конкретної моделі розвитку фінансового ринку та його відповідного сегменту;
- ментальні настанови переважної більшості споживачів фінансових послуг, пов'язані, зокрема, із ставленням до ризиків;
- вплив зовнішніх фінансових ринків;
- рівень розповсюдженості опортуністичної поведінки економічних агентів;

- зміни рівня довіри учасників ринку до відповідних інститутів;
- ефективність діяльності системи державного регулювання фінансового ринку, включаючи ефективність кожної з гілок влади.

Цей перелік не є вичерпним, але він показує обмеженість підходів до формування фінансового ринку, зосереджених виключно на започаткуванні світового досвіду розвитку фінансового ринку, без урахування реального інституційного середовища країни, в якій здійснюється таке формування.

Вплив фінансового ринку на розвиток підприємств реального сектору економіки *залежить від рівня комплементарності і цілісності фінансових інститутів*. Типовим прикладом порушення комплементарності фінансових інститутів може слугувати ситуація на ринку банківських кредитів в Україні. Сегмент банківського кредитування, умовно кажучи, можна поділити на три нерівні частини (за критерієм розмірів наданих кредитів) – споживче, іпотечне та корпоративне кредитування (тобто кредитування виробництва та інвестиційних проєктів). Слід підкреслити, що українські банки дуже неохоче займаються корпоративним та іпотечним кредитуванням, хоча саме ці види кредитування найбільш сильно та швидко впливають на темпи економічного зростання національної економіки. На відміну від них, споживче кредитування значно менше сприяє зростанню національного виробництва, оскільки у структурі споживання частка імпорту є дуже великою (особливо це стосується побутової техніки та інших товарів тривалого користування). Слід також зазначити, що гіпертрофоване розростання споживчого кредитування, яке здатне відриватись від поточної динаміки доходів населення, створює додаткові фінансові ризики.

Період, що передував світовій фінансовій кризі 2007-2009рр., характеризувався розростанням споживчого кредитування, причому його «роздування» відбувалось як у розвинених країнах, так і в країнах, що розвиваються, включаючи Україну. Причини такої схильності банків до споживчих кредитів неважко зрозуміти. По-перше, їхні строки є значно коротшими, аніж строки двох інших видів, тобто повернення позичених грошей здійснюється швидше, і загальна прибутковість кредитування зростає. По-друге, відсоткова ставка за цими кредитами є, навпаки, вищою, аніж по більш довгостроковим кредитам, і це додатково приваблює банки. Тому банки в Україні, з одного боку, всіляко ухиляються від проєктів, пов'язаних із розвитком реального сектору економіки, а з іншого боку, їхній комерційний інтерес, окрім споживчого кредитування, направлений також на придбання державних облігацій, що є значно більш безпечним, ніж (знов-таки) вкладення в реальний сектор.

Слід враховувати також, що, окрім суто організаційно-технічних проблем, що створюють переваги для споживчого кредитування, існує низка чинників, які додатково стримують розвиток іпотечного та корпоративного кредитування і впливати на які банківська система та її державний регулятор в принципі нездатні.

До них зокрема, відносяться: відстала структура національної економіки з домінуванням в ній сировинних та низькотехнологічних виробництв; незавершеність структурних реформ в економіці; надмірна енергоємність виробництва; низька продуктивність праці; значна частка (до 40%) збиткових підприємств, яка останні 10 років не демонструє жодних тенденцій до скорочення (табл. 2); неможливість надання держпідприємствами в заставу свого майна; кредитування позичальників; вимивання обігових коштів підприємств внаслідок неповернення державою ПДВ; збочена податкова система, орієнтована на фіскально-репресивні функції, а не на довгостроковий розвиток; розлад судової системи внаслідок суцільної корупції в ній (а також у законодавчій та виконавчій владі), тощо. Тому, в умовах тотальної високої ризиковості кредитування як такого, банки основну активність природно спрямовують саме на ринок споживчого кредитування.

Таблиця 2 – Фінансові результати підприємств України від звичайної діяльності до оподаткування (з урахуванням банків) у 2000-2010 рр. [9]

Рік	Фінансовий результат (сальдо), млн. грн.	Підприємства, які одержали прибуток		Підприємства, які одержали збиток	
		відсотків до загальної кількості підприємств	фінансовий результат, млн. грн.	відсотків до загальної кількості підприємств	фінансовий результат, млн. грн.
2000	13933,0	62,3	36123,4	37,7	22190,4
2005	64370,8	65,8	89165,1	34,2	24794,3
2006	76253,4	66,5	110648,6	33,5	34395,2
2007	135897,9	67,5	182994,4	32,5	47096,5
2008	8954,2	62,8	193669,1	37,2	184714,9
2009	-42414,7	60,1	144059,2	39,9	186473,9
2010	54443,5	59,0	210985,4	41,0	156541,9

Не менш цікавою є проблема *відповідності структури залучення та структури розміщення фінансових ресурсів*. З урахуванням необхідності сталого розвитку фінансової системи (і перш за все, її банківського сегменту), має бути забезпечене адекватне співвідношення між обсягом та структурою залучених та, відповідно, розміщених ресурсів, перш за все, за критеріями терміновості та доступу до кредитних ресурсів різних груп вкладників та позичальників. Банківська система України, на жаль, є доволі вразливою та неефективною за обома цими критеріями.

По-перше, переважання короткострокового сегменту в структурі депозитів об'єктивно стримує розвиток довгострокового кредитування, що суттєво обмежує потенціал впливу банківської системи на довгострокове економічне зростання.

По-друге, при цьому депозити фізичних осіб надають в позику переважно юридичним особам. За даними експертів, станом на 01.04.2012р., банківською системою України було залучено 331 млрд. грн. коштів фізичних осіб, а надано кредитів фізичним особам усього на 138 млрд. грн., тобто майже 200 млрд. грн. коштів фізичних осіб було спрямовано у сектор корпоративного кредитування. При цьому, за деякими оцінками, до 50% від загальних обсягів корпоративного кредитування складають так звані *інсайдерські кредити*, тобто *кредити великим акціонерам самого комерційного банку*. Значна їхня частина входить до категорії проблемних, тобто кредитів, щодо повернення яких немає належних гарантій. Досить показовим є те, що існують доволі жорсткі нормативи регулятора щодо видачі таких кредитів, і формально ці нормативи виконуються, оскільки, за даними офіційної звітності комерційних банків, частка цих кредитів не перевищує 3% [8]. Цей приклад наочно свідчить про розростання процесу заміщення фізичних осіб-позичальників юридичними особами – інсайдерами цих банків, який шкодить виконанню банківською системою своїх природних функцій.

Отже, нагальною потребою розвитку вітчизняної економіки є органічна взаємодія фінансового ринку і розвитку реального сектору економіки. А для цього необхідно створювати належне інституційне середовище не тільки фінансового сектору економіки, але й всередині усєї економічної системи. Це вимагає аналізу інституційних змін у самій державі протягом періоду ринкової трансформації. Зокрема, російські дослідники відзначають, що порівняння інституційних наслідків розвитку фірм, домогосподарств та держави протягом усього періоду ринкових перетворень свідчить про те, що інституційні зміни саме в державі (в системі державного управління) практично відсутні [див.: 10-12]. Дослідження було проведено по шести позиціях функцій держави: взаємодія із суспільством, діяльність із захисту прав власності, виробнича діяльність, розподільча діяльність, інноваційна діяльність та стабільність політичної влади. З цих шести позицій лише по одній – розподільча діяльність держави – відзначається певне поліпшення, хоча боротьба держави з бідністю спирається практично виключно на сприятливу цінову кон'юнктуру світового нафтового ринку. По двох позиціях – виробничій та інноваційній діяльності – ситуація залишилась стабільно поганою, оскільки держава займається виключно пошуком ренти і лише декларує необхідність проведення активної інноваційної політики. А по решті

позицій, що характеризують інституційну роль держави як економічного агента – відносини із суспільством, захист прав власності та стабільність політичної влади – відзначається погіршення ситуації [11, с. 48-67]. Ситуація з системою державного управління в Україні виглядає аналогічною, якщо не гіршою, ніж в Росії.

До останньої світової фінансової кризи панівними були погляди щодо безумовно позитивного впливу державного регулювання на економіку взагалі та на фінансові ринки, зокрема. Але реалії виявились далекими від таких оптимістичних підходів, оскільки регуляторна діяльність державної бюрократії – як у розвинених країнах, так і у країнах, що розвиваються – значною мірою перетворилась у *пошук та привласнення регуляторної ренти*, що збирається як на основі розробки та запровадження корупційних механізмів у регуляторних актах (починаючи з законів), так і в процесі здійснення самої регулятивної діяльності на фінансових ринках. В умовах ринкової трансформації в ряді країн (включаючи Україну) ця діяльність набуває загрозливих масштабів, перерозподіляючи додану вартість на користь олігархічних кланів, що приватизували державу, та спотворюючи фінансові механізми суспільного відтворення.

Підвищення ефективності регуляторної політики держави передбачає оптимізацію взаємодії формальних та неформальних інститутів на фінансовому ринку. Задля запобігання формуванню та посиленню диспропорції у розподілі кредитних ресурсів комерційних банків на користь великих інсайдерів – власників банків доцільно розробити непрямі методи визначення пов'язаності зовнішніх позичальників та інсайдерів за відсутності формальних ознак такої пов'язаності. Ці методи доцільно застосовувати при визначенні дотримання банками нормативів кредитування інсайдерів з можливістю застосування більш жорстких санкцій з боку регулятора за порушення нормативів на користь інсайдерів, аж до відкликання банківської ліцензії.

Важливого значення набуває і приведення системи державного регулювання національного фінансового ринку у відповідність до стану постійної невизначеності та ризиків, швидких катастрофічних потрясінь глобальної фінансової системи. Для цього необхідно скорочувати час на модифікацію діючих формальних норм у разі виникнення потреби у їх зміні під тиском зовнішніх обставин, та законодавчо закріпити обов'язки державного регулятора робити це у разі необхідності, а також запровадити відповідальність відповідних посадових осіб за несвочасне реагування на виникаючі проблеми для забезпечення сталого розвитку фінансової системи. Необхідно законодавчо закріпити необхідність постійної координації регуляторної політики усіма державними регулято-



рами, і посилити мобільність такої координації у кризові періоди. Подальша дерегуляція фінансового ринку можлива і шляхом передачі частини регуляторних повноважень саморегульним організаціям одночасно із запровадженням більш гнучкої системи членства в них професійних учасників фінансового ринку. З метою зменшення обсягів тіньових фінансових потоків в Україні важливо передбачити можливість відмови у реєстрації фінансових установ регуляторами фінансового ринку у випадку неможливості підтвердження засновниками цих установ джерел походження коштів, які вносяться до статутного капіталу при заснуванні фінансової установи та кожного разу при здійсненні збільшення статутного капіталу;

В інтересах повноцінного розвитку фондового ринку доцільно перейти до єдиної моделі руху цінних паперів, яка базується на виокремленні розрахункових, облікових та клірингових операцій та їх функціональному закріпленню за найбільш придатними для цього установами: клірингові операції мають бути закріплені за фондовими біржами, а обліково-розрахункові – за депозитарними установами, причому державна участь у статутному капіталі будь-якої із цих структур не має перевищувати 10% з перспективою її зменшення до нуля.

1. Бернстайн П. Фундаментальные идеи финансового мира. Эволюция / П. Бернстайн – М.: Альпина, 2009. – 256 с.

2. Вайн С. Глобальный финансовый кризис. Механизмы развития и стратегии выживания / С. Вайн. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. – 304 с.

3. Іваницька О. М. Державне регулювання фінансових ринків в Україні у посткризовий період / О. М. Іваницька // Фінанси України. – 2011. – № 2. – С. 35-42.

4. Коваленко Ю. М. Фінансова система і фінансовий сектор: організаційно-інституційний підхід / Ю. М. Коваленко // Фінанси України. – 2011. – № 4. – С. 75-87.

5. Рустамов Э. Финансовые кризисы: источники, проявления, последствия / Э. Рустамов // Вопросы экономики. – 2012. – № 4. – С. 142-150.

6. Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua>.

7. Офіційний сайт Національної комісії з регулювання ринків фінансових послуг [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.dfp.gov.ua>.

8. Офіційний сайт Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua>.

9. Офіційний сайт Державної служби статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>.

10. Экономические субъекты постсоветской России (институциональный анализ): десять лет спустя. Ч. I. Российские домохозяйства / Под ред. д.э.н., проф. Р.М. Нуреева / Р.М. Нуреев. – М.: МОНФ, 2010. – 196 с.

11. Экономические субъекты постсоветской России (институциональный анализ): десять лет спустя. Ч. II. Российские фирмы / Под ред. д.э.н., проф. Р.М. Нуреева / Р.М. Нуреев. – М.: МОНФ, 2010. – 156 с.

*Отримано 20.02.2013*