

его положения, возникшего вследствие девяти лет «роевропейского» курса страны. Парадокс ситуации состоит в том, что это недовольство используется оппозицией и западными государствами для пропаганды европейской мечты как легкого решения всех проблем Украины. Поэтому чрезвычайно важны усилия Общественного движения «Украинский выбор», Коммунистической партии Украины, ряда видных политиков и ученых по разъяснению населению рисков от подписания Соглашения об ассоциации и преимуществ сотрудничества Украины с Российской Федерацией, Беларусью и Казахстаном. Выход из политического кризиса может быть только в смене экономического курса.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ:

1. Декларация о евразийской экономической интеграции от 18 ноября 2011 г., Москва. – 2011. - [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://kremlin.ru/ref_notes/1091
2. Соглашение о формировании Единого экономического пространства от 19 сентября 2003 г., Ялта. – 2003. - [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://archive.kremlin.ru/text/docs/2003/09/52478.shtml>
3. Кротов М. Экономика Украины: необходимость нового курса // Хвиля. – 2014. - [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://hvylya.org/analytics/economics/ekonomika-ukrainyi-neobhodimost-novogo-kursa.html>
4. Закон Украины «Об основах внутренней и внешней политики» от 01.07.2010 г. // ВВР, №40. – 2010, С. 527.
5. Договор о Зоне свободной торговли в СНГ. – 2011. - [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://rtpp.com.ua/4business/13/1858.html>

УДК 657.422.1

ГНУЧКІСТЬ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ В ЗАБЕЗПЕЧЕННІ АКУМУЛЯЦІЇ І ТРАНСФОРМАЦІЇ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ

Лактіонова О.А., к.е.н., доцент кафедри фінансів і банківської справи ДонНУ, докторант

Лактіонова О.А. Гнучкість фінансової системи в забезпеченні акумуляції і трансформації фінансових ресурсів

В умовах циклічного економічного розвитку із домінуванням впливу на його траєкторію динаміки фінансових параметрів, забезпечення фінансовою системою акумуляції та трансформації фінансових ресурсів є вкрай важливим завданням. Прояв екстремальної динаміки фінансового ринку в обох його напрямках завдає негативного впливу на усі сектори економіки. Проходження інститутів і фінансового ринку крізь стадії економічного і фінансового циклів потребує відповідного регулювання в частині формування резервів їх адаптації із намаганням подолання їх «наделастичності» та «наджорсткості» з метою належного виконання ними функцій фінансового забезпечення економічних агентів, зниження фінансових ризиків. Гнучкість фінансової системи у реалізації цих функцій проявляється у гнучкості до відновлення і розширення функціональної спроможності фінансового ринку, а також гнучкості до стримування надластичності фінансового ринку. Гнучкість розглянута як додаткова властивість до основних характеристик - масштабу, ефективності, стабільності і доступу до фінансового ринку.

Ключові слова: гнучкість фінансової системи, фінансовий ринок, трансформація фінансових ресурсів, фінансовий цикл, діловий цикл.

Лактіонова А.А. Гибкость финансовой системы в обеспечении аккумуляции и трансформации финансовых ресурсов

В условиях циклического экономического развития с доминированием влияния на его траекторию динамики финансовых параметров, обеспечение финансовой системой аккумуляции и трансформации финансовых ресурсов крайне важной задачей. Проявление экстремальной динамики рынка в обоих его направлениях оказывает негативное влияние на все сектора экономики. Прохождение институтов и финансового рынка через стадии экономического и финансового циклов требует соответствующего регулирования в части формирования резервов их адаптации с попыткой преодоления их «сверхэластичности» и «сверхжесткости» с целью надлежащего выполнения ими функций финансового обеспечения экономических агентов, снижения финансовых рисков. Гибкость финансовой системы в реализации этих функций проявляется в гибкости к восстановлению и расширению функциональной способности рынка, а также гибкости к сдерживанию сверхэластичности рынка. Гибкость рассмотрена как дополнительное свойство к основным характеристикам - масштабу, эффективности, стабильности и доступа к финансовому рынку.

Ключевые слова: гибкость финансовой системы, финансовый рынок, трансформация финансовых ресурсов, финансовый цикл, деловой цикл

Laktionova O. The flexibility of financial system in accumulation and transformation of financial resources

In terms of economic development with cyclic dominance effect on the trajectory of dynamics of financial parameters, to ensure the financial system of accumulation and transformation of financial resources is extremely important. Extreme market dynamics in both directions causes negative floating on all sectors of the economy. Passage of institutions and financial markets through stages of economic and financial cycles requires appropriate regulation in regard to the reserves of their adaptation to attempt to overcome their "extreme elasticity" and "extreme rigidity" for the proper performance of the functions of financial support economic agents to reduce financial risks. Flexibility of the financial system in the implementation of these functions appears in flexibility to the recovery and expansion of the functional ability of the market, as well as flexibility to restrain extreme market. Flexibility is considered as an additional property to the basic characteristics - scale, efficiency, stability and access to financial market.

Key words: flexibility of the financial system, financial market, transformation of financial resources, financial cycle, business cycle.

Постановка проблеми. Фінансовий ринок охоплює кругообіг фінансових ресурсів та є важливою складовою фінансової системи країни, сполученою ланкою через яку здійснюється рух фінансових ресурсів. Основними функціями фінансового ринку є акумулювання, рух і трансформація фінансових ресурсів в економіці держави. Будучи оптимальним розподільчим механізмом, фінансовий ринок стимулює економічне зростання країни, забезпечує зниження фінансових ризиків і витрат руху капіталу, підвищує ефективність інвестиційних вкладень в умовах невизначеності. Забезпечення фінансовими ресурсами в необхідному обсязі, з адекватними терміновістю і вартістю капіталу, є сьогодні ключовою проблемою, як в економіці України, так і економіці багатьох держав, у тому числі розвинених.

В першу чергу, здатність економіки забезпечити пропозицію довгострокових фінансових ресурсів залежить від її здатності генерувати заощадження, а також залучати та утримувати ПІІ. В Україні ресурси, що акумулюються фінансовим сектором і вкладаються за допомогою банківської системи в економіку країни незначні (рис. 1). Фінансування капіталоформуючих інвестицій в Україну переважно реалізується на основі власних фінансових ресурсів. Незважаючи на це, необхідно відзначити позитивну тенденцію зростання основного джерела кредитних ресурсів - депозитів населення в посткризовому періоді протягом 2010 - 2013 рр., що говорить про існування певної довіри до банківської системи України в цей період. Разом з тим, низький реалізований потенціал показали інші джерела пропозиції ресурсів, а прямі іноземні інвестиції були на порядок нижче державних інвестицій.

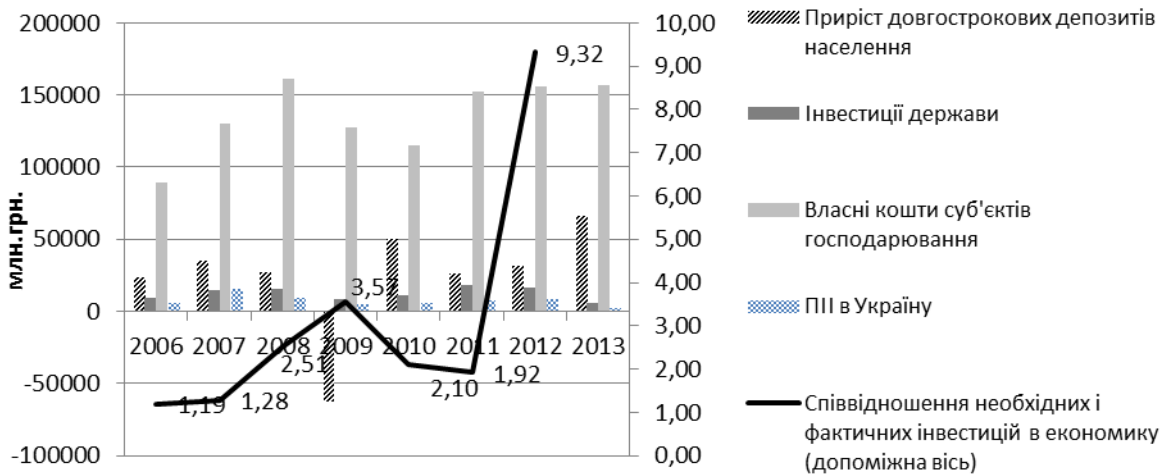


Рис. 1 Основні показники попиту та пропозиції на фінансові ресурси економіки України

В свою чергу, здатність економіки генерувати такі довгострокові фінансові ресурси залежить від здатності фінансової системи ефективно і результативно направляти заощадження компаній, домашніх господарств, держави до перспективних об'єктів інвестування на основі використання відкритих і конкурентних ринків.

Як показано на рис. 2 фінанси, залучені на внутрішньому ринку капіталу суб'єктами господарювання були на порядок нижче обсягів їх капітальних вкладень: покриваючи 72-74%, в 2010-2011 рр. знизившись до 41 і 43%, і в 2013 р. і досягнувши 19% в 2012 р. При цьому в наявності істотна деформація його ролі в частині банківського кредитування в посткризовому періоді - частка довгострокового кредитування в капвкладеннях знизилася в 2-3 рази, досягнувши рівня 9 % в 2013 р.

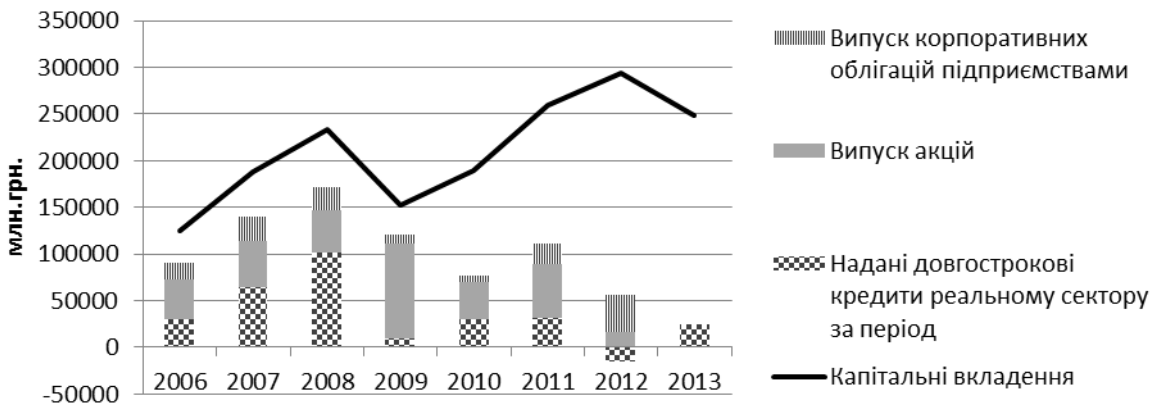


Рис. 2 Динаміка забезпечення інвестицій фінансовими ресурсами, що акумулюються на внутрішньому фінансовому ринку (банківського кредитування та фондовому) в Україні

Досить суттєву роль в залученні капіталу грав і фондовий ринок (якщо не враховувати структуру емісії акцій у розрізі секторів економіки). За винятком 2008 р., його роль у перерозподілі капіталу домінувала над банківським довгостроковим кредитуванням, визначаючи від 18% в 2011 р. до 48% в 2006 р.

Разом з тим, представлені обсяги участі фінансового ринку не показують повної картини його функціональної ефективності, її рівня і динаміки. У свою чергу, саме показники функціональної ефективності фінансового ринку можуть стати основою для подальшого дослідження ступеня гнучкості фінансової системи в забезпеченні руху і трансформації фінансових ресурсів при розгляді її з позиції ступеня адекватності та своєчасності адаптації фінансового ринку до умов циклічного економічного розвитку держави, повноцінності відновлення виконуваних ним функцій з позиції, в першу чергу, фінансового забезпечення реального сектора економіки із збереженням при цьому фінансової стабільності, як у самому фінансовому секторі, так і фінансової стійкості економіки в цілому.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Треба зазначити, що особливості функціонування фінансового ринку в умовах циклічності економічного розвитку, та відповідної потреби у його регулювання останнім часом досліджували ряд іноземних і вітчизняних вчених, таких як Боріо К., Гальчинський А., Зимовець В., Камінські Г., Окампо Дж., Савлук М., Савченко К., Садиць В., Шелудько Н. та ін. Фінансовий ринок в цих дослідженнях в найбільшому є об'єктом регулювання з боку грошово-кредитної політики або фіскальної. При цьому вітчизняні автори визначають особливості формування попиту та пропозиції на фінансові ресурси в Україні, а саме, значний накопичений за роки незалежності незадоволений попит з боку реального сектора економіки, що визначає неефективність використання рестрикційних методів регулювання.

Невирішена проблема. Подальшого дослідження потребують, як інструменти, так і фактори формування гнучкості фінансової системи, її спроможності у пристосуванні в частині виконання функції акумуляції та трансформації на фінансовому ринку ресурсів. При цьому, вдосконалення механізму функціонування фінансового ринку, що відбувається в міру зростання фінансового розвитку (ефективності, стабільності, масштабу та доступності), неможливе без формування потенціалу його адаптивності до циклічності економіки. Це визначить «якість» фінансового розвитку та його позитивний вплив на інші сектори економіки.

Отже, **метою** статті є визначення основних елементів гнучкості фінансового ринку та загальних положень із її формування в залежності від стадії ділового та фінансового циклу.

Результати дослідження. Не ставлячи за мету проведення повномасштабного аналізу ефективності функціонування фінансового ринку в Україні, позначимо основні закономірності даних процесів, що лежать на поверхні:

- відповідно до високих показників динаміки зростання кредитування економіки в докризовому періоді тренд на збільшення фінансування повільно відновлюється – середній темп зростання за останні 5 років склав 9%. Низькі темпи відновлення зростання ВВП та валової доданої вартості визначають і низьку віддачу від вкладених коштів: якщо в 2006 р. на кожну гривню банківського кредитування

реального сектору приходилося 1,67 грн. доданої вартості в економіці, то в 2012 р. тільки 1,22 грн., в 2013 р. передбачається ще нижче. Відповідно, не зменшується боргове навантаження на економіку України – в реальному секторі воно склало максимально в 2008 р. – 62%, потрохи знизившись до 2013 р. до 49%. Про відсутність відновлення виконання своєї функції фінансування економіки ринком банківського кредитування свідчить і низькі значення показника частки довгострокових кредитів реальному сектору до величини капітальних вкладень – із 48% у 2008 р. до 10% у 2013 р. Разом із тим про нагальну потребу у відновленні такого фінансування свідчать загрозові показники рівня зносу основних активів в Україні, що в 2012 р. досягли безпрецедентно 76,7%. Отже, співвідношення необхідних інвестицій (розраховані, виходячи із оптимального 50% рівня зносу) до фактичних у 2013 р. досягло 9,32. Відповідно, розмір потреби у незадоволеному гіпотетичному попиту склав 2442,5 млрд. грн. Насторожує також зниження частки кредитування промисловості – в загальному обсязі кредитування реальному сектору у 2013р. вона склала тільки 26%. Разом із тим, позитивним є зниження співвідношення між кредитами домашнім господарствам і реальному сектору економіки – із максимальних 61% у 2009 р. вона знизилася до 26% на сьогодні. Відповідно, невелике і боргове навантаження на населення (14% до ВВП у 2013 р.) у порівнянні із такими країнами, як Ірландія – 124%, Великобританія – 98%, Португалія – 94%, США – 87%, Іспанія – 82%, Греція – 62%, Німеччина – 60%. Незадовільним є фінансове обслуговування кредитним ринком малого бізнесу – частка такого фінансування у загальній величині склала в 2013 р. 4%. Досить повільно відновлюється спроможність кредитного ринку задовольняти потреби економіці у більш менш дешевих ресурсах – із врахуванням кредитів у іноземній валюті реальна відсоткова ставка за ними знизилася у 2013 р. тільки до 12,2% (з 2009 р. – на 2,68 в.п.). Одним із впливовіших внутрішніх для самого кредитного ринку факторів, що визначають таку вартість ресурсів є збільшення частки прострочених кредитів у їх загальному обсязі – з 3,88 у 2008 р. до 16,54% у 2013 р.;

- повільно та нестабільно йде відновлення своєї основної функції – акумулювання фінансових ресурсів ринком депозитів – середнє зростання за останні 4 роки склало 20%. Разом із тим, більш чутливими до кризи закономірно були середньострокові і довгострокові депозити, які в 2009 р. впали на 15%, в 2010 р. – на 4%. Разом із тим такі депозити більш швидко відновлюють і свою динаміку, збільшившись за три наступні роки майже у 2 рази - на 113%. На відміну від інших секторів фінансового ринку гнучкість до відновлення в більшій мірі тут пов'язана саме із недостатньою розвинутістю інших сфер ринку, відсутністю альтернативи отримувати стабільний та високий дохід. На певну увагу заслуговує зменшення ефективності трансформації фінансових ресурсів на фінансовому ринку за їх строками залучення та вкладання, про що свідчать показники часток довгострокових депозитів населення та довгострокового кредитування реальному сектору економіки як найбільш продуктивного та важливого з точки зору економічного розвитку держави. В останні роки частка довгострокового кредитування (в 2013 р. - 48%) стала навіть меншою за частку відповідних депозитів (в 2013 р. - 53%). Відповідно, і негативна більша залежність від не депозитних джерел фінансових ресурсів в банківській сфері, частка яких в 2012-2013 рр. зроста відповідно до 58% та 64% відповідно. Треба також зазначити дуже нестабільну еластичність зміни об'ємів депозитів населення по відношенню до зміни цінової політики, що визначає суттєвий вплив нецінових чинників утворення ресурсів на депозитному ринку;

- за об'ємами залучення капіталу на фондовому ринку за рахунок випуску облігацій він значною мірою програє ринку банківського кредитування. Протягом 2008-2010 рр. намітився стійкий тренд зниження його впливу на капітальні вкладення реальному сектору – частка випуску облігацій в цей період складала від 10% у 2008 р. до 0,4% у 2010 р., об'єми самого випуску впали на 75%. Про погіршення функціональної ефективності також свідчить той факт, що частка випуску облігацій, що здійснювався п'ятьма найбільшими емітентами стрімко збільшилася в 2011-2012 рр. та склали відповідно 51,6% та 58,7%. Таким чином ринок облігацій не можна назвати масовим і, отже ліквідним. За 2008-2009 рр. падіння торгів облігаціями склало 65,6%. За два наступні роки збільшення склало 78%, але це не відновило номінальні об'єми операцій, що залишаються в два рази меншими у порівнянні до 2008 р.;

- досить вагомим є падіння показників ринку акцій в Україні у посткризовому періоді. У 2012 р. країни за рейтингом розвитку цього сегменту опинилася на 58 місці серед 62 країн, що аналізуються Світовим економічним форумом. Рівень капіталізації з 2008 р. зменшився з 76% до 20% у 2012 р. від ВВП, відбивши декілька разове зниження фондового індексу. Показник відношення об'єму торгів до ВВП в 15 разів нижче, ніж у Польщі, у 24 ніж у Італії, у 67 ніж у Індії, у 150 разів ніж у Китаю. Загалом, тільки 6 країн із 62 мають показник, менший за Україну. Треба зазначити, що вказані показники випуску акцій, включають значну частку емісії цінних паперів фінансовим сектором економіки, що не приймає безпосередньої участі у фінансуванні капіталовкладень. Так, в 2012р. частка цього сектору в загальній емісії склала 23% (3,643 млрд. грн.), частка операцій з нерухомим майном – 20% (3,168 млрд. грн.), безпосередньо ж на переробну і добувну промисловість, виробництво та розподілення електроенергії, газу та води – 24% (3,802 млрд. грн.), будівництво – 19% (3,009 млрд. грн.). Потреба у реструктуризації балансів та підвищення фінансової стійкості банків в 2012 р. визначили ще більшу частку у емісії акцій – 65,77% (38,250 млрд. грн.); на переробну і добувну промисловість, виробництво та розподілення електроенергії, газу та води – 7,02% (4,082 млрд. грн.). Загалом, випуск акцій нефінансовими корпораціями знизився з 2006 р. майже у три рази з величини 35,14 млрд. грн. до 12,09 млрд. грн. у 2012 р., що безперечно засвідчує низьку функціональну ефективність ринку акцій у створенні фінансового потенціалу для реальному сектору. Таким чином, після врахування емісії фінансового сектору у загальній емісії показник співвідношення випуску акцій до капітальних вкладень суттєво відкоригується. Так, частка емісії акцій нефінансовими корпораціями у капітальних вкладеннях поступово знижувалася з 28% у 2016 р. до 4% у 2012 р. Маючи більш детальну інформацію про структуру емісії акцій в 2011-2012 рр. можна стверджувати, що фінансування інвестицій за рахунок емісії акцій у промисловості не перевищувало 2% та 1% відповідно.

Вплив на функціонування складових фінансової системи циклічних процесів, що характеризують світову та внутрішню економічну кон'юнктуру вимагають її своєчасної та адекватної адаптації до таких викликів. Відсутність такої можливості означає функціональну неспроможність фінансової системи забезпечити рух та трансформацію фінансових ресурсів у країні, що відповідно буде перешкоджати економічному зростанню, скоротить економічні можливості і дестабілізує економіку.

Отже, поряд із такими характеристиками розвитку фінансового сектору економіки, як масштаб (глибина), ефективність, стабільність та доступність капіталу, які визначаються Світовим банком [1], доречно додати характеристику гнучкості (рис. 3).

Як правильно зазначають вчені кожна з вказаних характеристик окремо не може повною мірою забезпечити виконання всіх функцій фінансового ринку. А саме, стабільність не означає ефективності, рівною мірою як і доступності капіталу. І, навпаки, значні масштаби функціонування (глибини) ринку не визначають його стабільності. Так, до країн, що мають високі масштаби кредитного ринку, але низьку стабільність відносяться: Естонія, Ісландія, Греція, Ірландія, Чилі, Кіпр. Україна входить до групи країн із середнім рівнем масштабів кредитного ринку, але має низьку стабільність банків. До тієї ж групи можна включити Казахстан, Литву та Латвію. Таку ситуацію, між тим, можна виправдати самою методологією оцінки Світового банку – показник глибини кредитного ринку визначається показником співвідношення приватних кредитів до ВВП, який одночасно є показником боргового навантаження яке, відповідно, може дестабілізувати становище кредиторів. Для фондового ринку така ситуація характерна для Бразилії, Фінляндії, Ісландії, Кореї, Норвегії. До країн, що мають високу ефективність кредитного ринку та одночасно низьку стабільність кредиторів відносяться Бразилія та Перу, до країн, що мають високу ефективність, але визнають нестабільності фондових ринків – Росія, Угорщина, Швеція, Норвегія [1]. Закономірно припустити, що кожна з цих характеристик коливається у своїх значеннях в залежності від стадії економічного циклу, та має різну значимість з боку їх врегулювання. При цьому відповідні закономірності будуть проявлятися в більшій мірі із співпадінням економічного і фінансового циклів (кредитного, коливання цін на акції) – саме така ситуація визначає більшу тривалість та глибину економічних наслідків останніх криз у світі. Треба також додати, що для фінансового циклу характерно самопосилуючий взаємовплив між сприйняттям вартості та ризиком учасниками фінансового ринку, відношення до ризику та фінансових обмежень, що відповідно призводить до бумів та падінь [2].

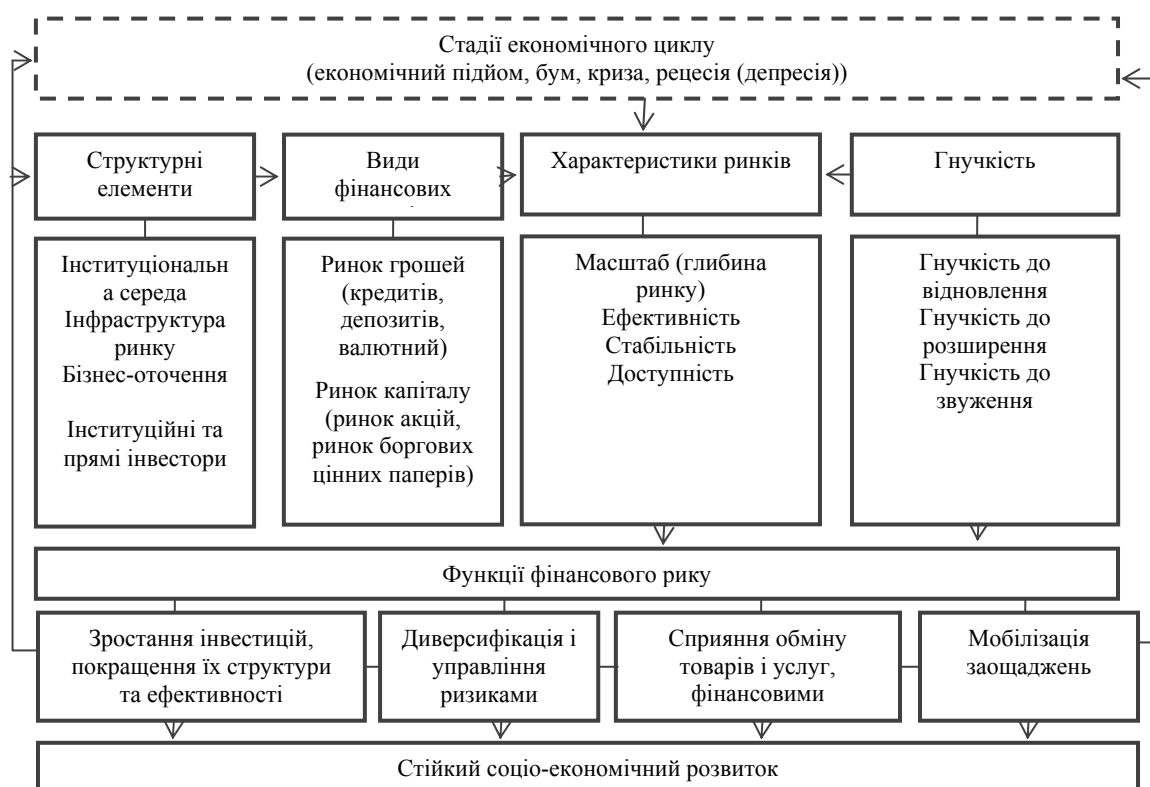


Рис. 3. Зв'язок функцій, характеристик фінансового ринку та стадій економічного циклу

На стадії підйому ділової активності, що на більш пізніх етапах підігриваються кредитною експансією, параметри розміру або глибини фінансового ринку набувають максимальних значень. При цьому в період економічного буму, коли за визначенням Мінські Х. відбувається кредитування «понци» (максимального доступу до капіталу), ці параметри можуть набути свої екстремальних значень – на кожну гривню ВВП буде приходиться більше боргів із поступовим зменшенням ефективності їх використання. Паралельно за рахунок збільшення цін на акції відбувається зростання розміру ринку акцій (капіталізації). В умовах існування проциклічного регулювання капіталу кредиторів на цій стадії проциклічного характеру набуває і ефективність фінансового ринку. Між тим, деякі параметри макроекономічної стабільності наближаються до граничних із екстремальними значеннями в стадії кризи.

Ключовою проблемою в період рецесії або депресії є проблема делевериджу і, отже, зниження параметрів доступу до капіталу. Намагання кредиторів відновити стабільність та ефективність діяльності стримує кредитну ініціативу за рахунок використання різного роду якісних обмежень, що виявляє низьку еластичність попиту відповідно до зміни вартості фінансування. Неспроможність сформувати резерви стабільності на попередніх стадіях економічного циклу, а також неефективність структури спрямування потоків капіталу та темпів їх зростання, визначають тривалість та глибину найгірших етапів ділового циклу, його асиметричність та амплітуду.

Як додаткова характеристика функціонування фінансового ринку, його гнучкість потребує наступних положень:

1) *гнучкість у забезпеченні руху та трансформації фінансових ресурсів* у країні визначає його адекватну та своєчасну адаптацію до умов циклічного економічного розвитку, повноцінне відновлення функцій, що виконує фінансовий ринок з позиції фінансового забезпечення, в першу чергу, реального сектора економіки із збереженням при цьому фінансової стабільності, як в самому фінансовому секторі, так і фінансової стійкості економіки у цілому. При цьому посилення гнучкості – це формування умов та резервного потенціалу ефективної та своєчасної адаптації для відновлення або розширення *функціональної спроможності* фінансового ринку (глибини (розміру), ефективності, стабільності та доступності капіталу). В цьому аспекті, характеристики «фінансового розвитку» фактично корелюють із характеристиками «функціональної спроможності», але повинні бути посилені на основі врахування більш тісного їх зв'язку із соціо-економічним розвитком країни. В аспекті функціональної спроможності, розмір ринку повинен розглядатися з позиції достатності фінансових ресурсів для економічного розвитку; ефективність фінансового ринку – з позиції ефективної структури розподілу ресурсів між секторами, галузями економіки, їх ефективності строкової структури; доступність фінансових ресурсів – за рівнем якісних обмежень фінансування малого і середнього бізнесу;

2) посилення гнучкості фінансового ринку, яка є характеристикою його динамічного розвитку, і в цьому зв'язку фінансового циклу, повинно враховувати *кумулятивність процесів фінансового розвитку* - фінансовий бум не тільки передують фінансовому стисненню або падінню, але є їх причиною. Таким чином, гнучкість (швидкість або обтяженість адаптації) визначається ступенем досягнутої функціональної спроможності фінансового ринку на попередніх стадіях економічного циклу, яке виявляється у створенні тих чи інших фінансово-економічних дисбалансів: на стадії економічного підйому – неефективності структури інвестицій, надмірному зростанні масштабів спекулятивних операцій у фінансовому секторі на фондовому ринку, накопиченні значного боргового тягаря, зростанні ступеня доларизації економіки; на стадії фінансової кризи – масштабами накопичення у фінансовому секторі «поганих» боргів, ціною досягнення стабільності національної грошової одиниці, ліквідністю банків та інституційних інвесторів, масштабами охопту фінансовою кризою фінансового сектора; на стадії економічної рецесії – перегрівом фондового ринку і ринку нерухомості;

3) формування резерву адаптації у вигляді гнучкості фінансового ринку являє собою *проактивність*, яка є об'єктом свідомого та раціонального управління. З боку органів регулювання важливим є формування відповідних умов функціонування фінансового ринку. Разом із тим, гнучкість фінансової системи у забезпеченні руху та трансформації фінансових ресурсів через фінансовий ринок розглядається нами з боку формування внутрішньої спроможності (резервів), що визначають гнучкість саме механізму функціонування фінансового ринку. Політика регулювання попиту та пропозиції фінансових ресурсів з боку держави знаходиться у сфері монетарної політики, гнучкість реагування фінансового ринку на яку потребує окремого дослідження;

4) відповідно до стадій економічного циклу доцільно визначити такі види гнучкості фінансової системи у забезпеченні руху та трансформації фінансових ресурсів:

- *гнучкості до відновлення функціональної спроможності фінансового ринку* – здатність фінансового ринку відновити величину потенціалу до його рівня, що сформувався до дестабілізуючих впливів в умовах виникнення валютної, кредитної чи банківської криз, що супроводжуються «раптовим, найчастіше непередбачуваним колапсом довіри до банківської системи, або тієї чи іншої частини

фінансового сектору із суттєвими реальними економічними ефектами» [3]. Незважаючи на можливий широкий охват різних сегментів фінансовою кризою, за ствердженням авторів найбільш поширеними є кризи кредитного та депозитного ринків, валютного ринку, ринків акцій та облігацій [4]. При цьому до подій, що провокують кризові явища відносяться: стрімке падіння цін на акції, курсів валюти, розміру золотовалютних резервів, неплатоспроможність учасників фінансового ринку, дефолт за суверенними та корпоративними боргами, суттєве підвищення відсоткових ставок, збільшення волатильності доходності на фінансовому ринку. Треба також зазначити, що за своїм змістом накопичення потенціалу адаптації фінансового ринку до впливу таких шоків у всіх його ланках є антикризовим, а політика із його формування близька до антикризової. Завдяки ній фінансова система набуває стійкості, яка за висловом В. Зінченка також забезпечує не тільки виконання нею своїх функцій, але й спроможність відновлювати такий стан після будь яких відхилень від безпечних параметрів, викликаних дією кризових моментів [5]. Як вже зазначалося нами, згідно загальної методології формування гнучкості фінансової системи, до факторів та інструментів її формування відносяться: 1) контрциклічне резервування фінансових активів; резервування можливостей перерозподілу напрямів інвестування фінансових ресурсів; ліквідація існуючих структурно-пропорційних дисбалансів. Сутність цього підходу за визначенням К. Боріо зводиться до формування буферного запасу у добрі часи, та використання його у період реалізації фінансової нестабільності [6]. Разом із важливістю усіх цих заходів, суміщення фінансового і ділового циклів визначають недостатність націленості на підтримання тільки стабільності фінансового ринку, а особливості динаміки фінансового циклу та його впливу на економіку потребують інших видів його гнучкості або адаптації до потреб економічного розвитку;

- *гнучкість до розширення функціональної спроможності фінансового ринку* – означає здатність розширити, перш за все, довгострокові джерела формування, та обсяги трансформації фінансових ресурсів в обмежений термін та із мінімальним негативним ефектом (в т.ч. у вигляді інфляції). При цьому довгострокові інвестиції – це формування стійкої пропозиції та відповідного доступу до довгострокового капіталу, що забезпечує відтворення матеріальних та нематеріальних активів та утворюють суспільні блага, генерують доходи для суспільства, збільшують стандарти життя. Найбільша потреба у такому виді гнучкості є на етапі економічної рецесії. Особливо тривалою та масштабною за кількістю країн, що її зазнали, виявилася остання економічна рецесія, отримавши назву «Великої рецесії». Така економічна ситуація сформувала клімат несприйняття економічного ризику та невизначеності, негативних ділових очікувань. Отже, фінансова політика багатьох країн, в тому числі країн ЄС, поставила за свою мету відновлення функції фінансового забезпечення реального сектору економіки з боку фінансового ринку та інститутів із врахуванням при цьому їх стабільності.

Гнучкість до розширення функціональної спроможності фінансового ринку складається з таких елементів: гнучкості банків у забезпеченні економіки довгостроковими кредитними ресурсами; гнучкості небанківських інституціональних інвесторів у забезпеченні економіки довгостроковими кредитними ресурсами; спроможності фондового ринку до перерозподілу довгострокових ресурсів.

Як вже зазначалося вище, комерційні банки в Україні є найбільш капіталізованим учасником фінансового ринку (рис. 4). На кінець 2013р. розмір активів склав 91% від ВВП. Між тим, спостерігається і суттєве сповільнення зростання розміру цього ринку. Якщо номінальний ВВП за 2009-2013рр. зріс майже у 2 рази, активи банків – тільки на 38%, що визначає спрямованість банків на намагання підтримки надійності та стабільності в банківській системі, відповідного скорочення кредитного потенціалу і, отже гнучкості з боку банківської системи.

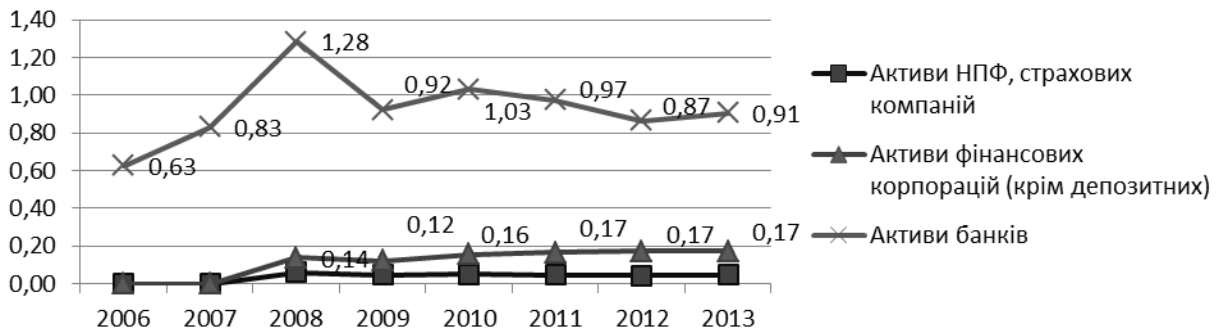


Рис. 4 Співвідношення активів банків та недепозитних фінансових корпорацій із ВВП

Факторами гнучкості банків у забезпеченні економіки довгостроковими кредитними ресурсами є:

- фактичний рівень монетизації економіки, що визначається величиною банківських резервів та їх терміною структурою. Теоретично, чим вищим є рівень монетизації, тим меншою у грошовій масі повинна буди частка готівки і більша частка довгострокових коштів. Зменшення частки готівки сприяє посиленню дії грошово-кредитного мультиплікатора, а саме, нарощенню пропозиції кредитних ресурсів банківськими установами, що відповідно покращує термінову структуру, збалансованість попиту та пропозиції фінансових ресурсів. Частка готівки в грошовій масі визначає також залежність від зовнішніх фінансових ресурсів;
- співвідношення між фактичним депозитним мультиплікатором (співвідношення між безготівковою грошовою масою та резервами) та простим депозитним мультиплікатором (величина, обернена нормі обов'язкового резервування для банків). Перевищення простого мультиплікатора над фактичним означає наявність додаткових резервів у банків [7];
- відповідність термінової структури попиту та пропозиції на грошовому ринку країни;
- ступінь залучення банками валових заощаджень населення, що визначає ступінь довіри населення до банків країни;
- ступінь накопиченого боргового навантаження на банки країни, що потребує відповідних дій із реструктуризації їх балансів;
- спроможність банків до трансформації ресурсів за строками з боку жорсткості регулювання ліквідності банків;
- спроможність банків до концентрації коштів для задоволення попиту у крупному капіталі, що визначається величиною регулятивного капіталу, рівнем відповідного нормативу та величиною фактичних капіталовкладень в країні;
- спроможність до поглинання збитків, яка залежить від величини регулятивного капіталу першого рівня та резервів відповідно до величини низькоякісних активів;
- ступінь незалежності від оптових та зовнішніх джерел фінансових ресурсів банків або їх забезпеченість внутрішніми депозитними ресурсами;
- якість активів банків, що визначають кредитний ризик та потребу у відповідній компенсації, спроможність зниження вартості кредитування;
- дохідність діяльності банків та рівень її відповідності беззбитковому рівню, рівень відсоткової маржі, що визначає потенціал можливого скорочення відсотків за кредит;
- реальна вартість кредитування реального сектора, яка, з одного боку не повинна бути надто високою (із позиції наявності потреби у значному її зниженні), так і надто низькою, що не дає можливості скористатися потенціалом вартісного стимулювання попиту на кредитні ресурси;
- ступінь еластичності попиту на кредит відносно зміни відсотків за кредит, яка визначає потенціал використання цінової політики для впливу на попит на кредит;
- наявність у країні державних банків розвитку та їх частка у кредитуванні капіталовкладень, які грають роль каталізатора у

зростанні довгострокового кредитування та підтримують ефективність фінансових ринків. На протипагу іншим банкам їх кредитування може біти націлено на досягнення безпосередньо цілей суспільства та нарощування економічних, соціальних та екологічних благ;

- п) кредитний рейтинг державних облігацій, що визначається на вартості її зовнішніх запозичень;
- р) боргове навантаження реального сектора економіки.

Вагому роль у фінансовому забезпеченні та формуванні додаткового потенціалу, підтриманні ліквідності фондового ринку країни грає небанківські фінансові установи в частині інституційних інвесторів. Їх розвиток паралельно із банківським сектором є важливим моментом у збільшенні гнучкості фінансового ринку на основі зростання диверсифікованості джерел залучення ресурсів реальним сектором економіки. В Україні, як і в більшості країн Європи, цей сегмент інститутів грає значно меншу роль відносно банків. Так, частка активів недепозитних корпорацій в Україні не перевищувала 17% від ВВП, що майже у 5 разів менше участі банків у формуванні ВВП та його фінансуванні. Частка страхових компаній та недержавних пенсійних фондів ще менше та склала 5% ВВП на кінець 2006 р., так і не досягли її рівня 2006 р. Треба зазначити, що не зважаючи на недорозвинутий фондовий ринок відносно англосаксонської фінансової моделі, в Європі рівень активів таких інститутів досягає 100% ВВП. Особливістю цих інститутів є висхідне нагромадження довгострокових ресурсів, що не потребує їх строкової трансформації із відповідними ризиками. Це значно збільшує потенціал вкладення коштів у менш ліквідні активи.

До факторів гнучкості небанківських інституціональних інвесторів у забезпеченні економіки довгостроковими кредитними ресурсами віднесемо:

- а) ступінь ділової активності небанківських інституціональних інвесторів у фінансуванні потреб економіки, що визначається фактичним розміром активів інституціональних інвесторів відповідно до ВВП та їх роль у формуванні ВВП;
- б) рівень ділової активності венчурних фондів відносно розміру капітальних вкладень;
- в) ступінь диверсифікованості активів інститутів спільного інвестування та недержавних страхових компаній;
- г) доходність діяльності небанківських інституціональних інвесторів;
- д) жорсткість нормативів ліквідності, що визначаються для небанківських інституціональних інвесторів;
- е) ступінь концентрації інвестицій небанківських інституціональних інвесторів на фінансуванні боргу держави (частка відповідних облігацій до активів), що визначає рівень відволікання фінансових ресурсів із реального сектора економіки.

Вагому роль у можливостях адаптації фінансової системи грає також фондовий ринок. Ефективний фондовий ринок позитивно впливає на диверсифікацію економіки, зниження системних ризиків, ефективність розподілу фінансових ресурсів, збільшує можливості реалізації крупних та довгострокових проєктів, ефективність ціноутворення активів, збільшує прозорість діяльності емітентів. Спроможність фондового ринку до розширення перерозподілу довгострокових ресурсів визначається:

- а) фактичним рівнем глибини фондового ринку, що визначається капіталізацією ринку акцій відповідно до ВВП, об'ємами випуску цінних паперів до ВВП та капітальних вкладень країни. Так, оптимальним рівнем залучення ресурсів на допомогу випуску облігацій реальним сектором економіки вважається 10-15% від ВВП;
- б) розмір національної економіки країни, що визначає відповідно потенціал розширення ринку державних облігацій, який, в свою чергу, є основою для розвитку ринку корпоративних боргових зобов'язань. Відповідно до досліджень Рейхарда К. та Рогофа К.[8], мінімальний розмір ВВП країни як основа для формування та розвитку ринку облігацій складає 85 млрд. дол. США (виходячи з розрахованого ними оптимального рівня боргового навантаження для країн, що розвиваються – 30-60% від ВВП, та мінімального масштабу ринку облігацій – 50 млрд. дол.);
- в) масштаби ринку державних облігацій. Як зазначають вчені, мінімальний розмір випуску державних облігацій для підтримання його розвитку та ліквідності складає 50-100 млрд. дол. США [9];
- г) ліквідність вторинного ринку облігацій внутрішнього державного боргу, що корелює із розміром емітованих облігацій;
- д) ділова активність крупного та середнього бізнесу (частка крупного та середнього бізнесу у виробництві ВВП), що визначає попит на ресурси фондового ринку з боку реального сектора економіки;
- е) розмір власного капіталу крупного та середнього бізнесу, що визначає можливості здійснювати великі об'єми випуску цінних, які задовольняють потребу у економії на масштабі. Так, за розрахунками економістів мінімальний розмір емісії облігацій складає 20-50 млн.дол.США. Розрив вартості випуску облігацій під час залучення 15 та 100 млн.дол.США складає 2,2 в.п. [10];
- ж) інвестиційний потенціал інституціональних інвесторів, що визначається розміром їх активів і обмеженнями вкладень у цінні папери;
- з) ступінь концентрації торгових операцій на фондовому ринку стосовно компаній-емітентів цінних паперів;
- і) ступінь концентрації випуску цінних паперів відповідно компаній емітентів;
- к) рівень інституціонального забезпечення, що визначається ступенем лібералізації фондового ринку, рівнем корпоративного управління корпорацій, ступенем захисту прав кредиторів і міноритарних акціонерів.

Гнучкість до стримування надластичності фінансового ринку – є актуальною у період кредитного буму, який часто супроводжує економічний підйом та виражається у зростанні інвестицій, виробництва та споживання. Актуальність обмеження надмірного швидкого зростання визначається тривалістю та масштабністю рецесії, яку слідує за періодом кредитної експансії. За висновками досліджень, у 75% випадків кредитних бумів у країнах, що швидко розвиваються, їх продовження є банківська криза, у 90% випадків – валютна [11]. Абсолютна більшість таких випадків реалізується у подальшому у жорсткій «безкредитній» рецесії у вигляді суттєвого падіння, як інвестицій, так і споживання. При цьому валютна криза є наслідком сформованого у період буму негативного сальдо торгового балансу – активні інвестиційні процеси збільшують імпорту устаткування, споживання – імпорту іноземних товарів, а зростання потоку іноземного позикового капіталу в умовах зростаючої відкритості економіки, її лібералізації, знижують курс іноземної валюти, стимулюючи доларизацію економіки в частині зобов'язань суб'єктів господарювання і населення.

Контрциклічна монетарна, фіскальна та макропруденційна політика заснована на пошуку компромісу регуляторної політики між позитивними ефектами від кредитної експансії та її негативними наслідками, відокремленням ситуації швидкого зростання кредитів, яке ефективно відновлює накопичений незадоволений попит на гроші, від ситуації кредитного буму.

До факторів, що збільшують вразливість фінансового ринку або його еластичність до надмірного зростання відносяться:

- проведення фінансових реформ у вигляді фінансової лібералізації, збільшення трансграничних відносин банків, відкритість економіки. Як визначають дослідження третина кредитних бумів є наслідком або співпадає із лібералізацією фінансового ринку;
- лібералізація рахунку капіталу у платіжному балансі, що зменшує фінансові обмеження для фінансових інститутів. Приріст іноземного капіталу в такі країни в середньому склав 1 в.п. від ВВП;
- дотримання режиму фіксованого валютного курсу, що знижує валютні резерви центрального банку, та збільшує від'ємне сальдо платіжного балансу, збільшує залучення іноземного капіталу резидентами. Під час же глобального зниження відсоткових ставок, в таких економіках є підстави для зниження і ставок в країні, що підтримують кредитну експансію, бум на ринку акцій і нерухомості;
- боргове навантаження та відповідна слабкість балансів в нефінансовому секторі – необхідне збільшення відсоткових ставок для стримування кредитного буму збільшить загрозу стабільності;
- відсутність перегріву економіки із наявністю кредитного буму (несліппадіння ділового і фінансового циклу).

Висновки та пропозиції. Таким чином, фінансовий розвиток, що визначає функціональну спроможність фінансового ринку для економіки країни на основі його ефективності, масштабів, стабільності та доступності, відповідно до циклічності економічної динаміки, повинен забезпечувати зниження амплітуди та тривалості негативних проявів, формування резервів адаптації для менш витратного та

руйнівного впливу на економіку. Врахування гнучкості фінансового ринку в цьому процесі засновано на логіці самої циклічності, відповідно до якої стан тієї чи іншої економічної системи визначається накопиченим потенціалом на попередніх стадіях економічного або фінансового циклу. Подальшого дослідження при цьому потребують фактори та інструменти фінансової політики, що збільшують гнучкість фінансового ринку та його функціональну спроможність, характерні для країн із економікою що зазнала трансформаційних викликів.

СПИСОК ДЖЕРЕЛ:

1. Global Financial Development Report 2013 «Rethinking the Role of the State in Finance» [Electronic resource]. - Access mode: https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2012/spr/pdf/DK_p.pdf
2. Borio C. The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt? [Electronic resource] / Claudio Borio. – 2012. - Access mode: <http://www.bis.org/publ/work395.pdf>
3. Bartholomew P. Fundamentals of Systemic Risk in Banking, Financial Markets, and Systemic Risk/ Bartholomew Philip, and Gary Whalen// Research in Financial Services: Private and Public Policy, 1995, Volume 7 of JAI Press, pp. 3–17.
4. Bordo M. Aggregate Price Shocks and Financial Instability: an Historical Analysis/ M. Bordo, M. Dueker, D. Wheelock / NBER Working Paper 7652. - Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
5. Зінченко В.О. Сутність і поняття стійкості банківської системи/ В.О. Зінченко// Вісник УАБС. – 2007. - №2(23). – С. 83-86.
6. The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt? [Electronic resource]/ Claudio Borio. – 2012. - Access mode: <http://www.bis.org/publ/work395.pdf>
7. Фінансово-монетарні важелі економічного розвитку: В 3 т. (Т. 2.: Механізми грошового та фондового ринків і їх вплив на розвиток економіки України)/ За ред.чл.-кор. АН України А.І. Даниленка. – К.: Фенікс, 2008. – 442 с.
8. Reinhart C. Growth in a Time of Debt / Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff // American Economic Review: Papers & Proceedings. - 2010. – May. – P. 573–578
9. McCauley R. Special Feature: Size and Liquidity of Government Bonds / R. McCauley, E. Remolona // BIS Quarterly Review. - 2000. - November.
10. IMF (International Monetary Fund): Development of Corporate Bond Markets in Emerging Market Countries. Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues [Electronic resource]. - Access mode: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2005/02/pdf/chp4.pdf>
11. Dell’Ariccia D. Policies for Macrofinancial Stability: How to Deal with Credit Booms [Electronic resource] / Giovanni Dell’Ariccia, Deniz Igan, Luc Laeven, Hui Tong. – 2012. - Access mode: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2012/sdn1206.pdf>

УДК330.322:332.021.

ПРАВОВІ АСПЕКТИ ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ІНВЕСТИВАННЯ ІННОВАЦІЙНИХ ПРОЄКТІВ В УКРАЇНІ

Лапшина К.О., асистент кафедри менеджменту Донецького національного університету

Лапшина К.О. Правові аспекти державного регулювання інвестування інноваційних проєктів в Україні.

В статті доведено, що проведення ефективної державної економічної політики, націленої на створення ефективного ринкового порядку, припускає наявність відповідної мотивації у державних агентів, представників законодавчої і виконавчої влади. Відсутність такої мотивації є не менш серйозною перешкодою і обмеженням для створення інноваційної економіки, чим мотивація власника. Зміна відношення підприємств до інновацій - це, передусім, проблема зміни існуючого господарського порядку і його інститутів.

Ключові слова: державне регулювання, інвестування, інноваційний проєкт, правові аспекти

Лапшина Е.А. Правовые аспекты государственного регулирования инвестирования инновационных проектов в Украине.

В статье доказано, что проведение эффективной государственной экономической политики, нацеленной на создание эффективного рыночного порядка, предполагает наличие соответствующей мотивации у государственных агентов, представителей законодательной и исполнительной власти. Отсутствие такой мотивации является не менее серьезным препятствием и ограничением для создания инновационной экономики, чем мотивация собственника. Изменение отношения предприятий к инновациям - это, прежде всего, проблема изменения существующего хозяйственного порядка и его институтов.

Ключевые слова: государственное регулирование, инвестирование, инновационный проект, правовые аспекты

Lapshina K. Legal aspects of state regulation of innovative investment projects in Ukraine.

In the article it is proved that an effective state economic policy aimed at establishment of effective market order implies the availability of adequate motivation of state agents, representatives of legislative and Executive power. The absence of such a motivation is not less serious obstacle and constraint to create innovative economy than the motivation of the owner. The change of attitude of enterprises to innovate is, first of all, the problem of changing the existing economic order and its institutions.

Keywords: government regulation, investment, innovative design, legal aspects

На сьогоднішньому етапі розвитку економіки світу національну безпеку держави, конкурентоспроможність її на ринках послуг і товарів, рівень життя людей визначають здатність до науково-технічного прогресу, вміння винаходити й масово засвоювати результати інтелектуальної діяльності. Конкуренція між розвиненими країнами перетворилася на конкуренцію у сфері науки, технологій та освіти. При цьому ефективність функціонування сектору генерації знань визначається якістю його результатів.

Ситуація в середовищі інноваційної діяльності на даний момент полягає в тому, що хоча і є нормативно-правові основи для введення на український ринок різних новаторських рішень, але немає системної зацікавленості в них з боку держави. Бракує фінансової підтримки, через що доводиться шукати приватних інвесторів. Але кожен інвестор бажає вкладати свої кошти в потенційно цікавий для нього проєкт, рідко хто займається підтримкою науки з альтруїстичних мотивів. Тому дуже часто складаються ситуації безконтрольного порушення зобов'язань інвесторами, що може призводити до передчасного завершення проєкту. А на сьогоднішній день України, як ніколи потрібні інноваційні проєкти, що реалізуються, тому що в сучасних умовах застарювання устаткування на виробництві, занепаду у багатьох сферах господарювання, інноваційна діяльність - це один з напрямів, який може врятувати положення національної економіки від занепаду. Також іншою проблемою в інноваційній діяльності є політичні і економічні інститути українського суспільства, асиметрія економічної влади і виростає на її основі господарський порядок. Те, що є умовою максимізації прибутку при рентному шляху - приватна економічна влада - є одночасно основною перешкодою для інноваційного розвитку. Саме у цьому і полягає актуальність цієї теми роботи.

Серед вітчизняних та зарубіжних авторів, які займалися розробкою та аналізом питань щодо інноваційного розвитку нашої країни, державного її регулювання треба зазначити Амошу О.І., Вишневецького В.П., Гребьонкіна С.С., Гриньову Б. В., Демент'єва В.В., Дутчак Ж.І., Ілляшенко С. М., Микитюка П.П., Ногіна В.І., Семіноженка В. П., Седова А.О., Федулову Л. І., Шовкалюк В. С.

Змістом інноваційної діяльності в економічній сфері є створення і поширення нововведень в матеріальному виробництві. Вона є ланкою між науковою і виробничою сферою, в результаті взаємозв'язку, яких реалізуються техніко-економічні потреби суспільства.