

УНІВЕРСИТЕТ ДЕРЖАВНОЇ ФІСКАЛЬНОЇ СЛУЖБИ УКРАЇНИ

СЕРІЯ «ПОДАТКОВА ТА МИТНА СПРАВА В УКРАЇНІ»

Серію «Митна справа в Україні» засновано у 2001 р. Її продовженням є серія «Податкова та митна справа в Україні», яку започатковано у 2015 р.

ІННОВАТИКА НА ФІНАНСОВИХ РИНКАХ

Монографія

*За науковою редакцією
доктора економічних наук, професора С. В. Онишко*

**Ірпінь
2018**

УДК 336:330.341.1
ББК 65.261-21
І-66

*Рекомендовано до друку Вченою радою
Університету державної фіскальної служби України
(протокол № 3 від 29 березня 2018 року)*

Рецензенти:

Давиденко Н. М., доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри фінансів Національного університету біоресурсів і природокористування України;

Кужелєв М. О., доктор економічних наук, професор, директор навчально-наукового інституту фінансів, банківської справи Університету ДФС України;

Примостка Л. О., доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри менеджменту і банківської діяльності ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана».

Керівник авторського колективу д.е.н., проф. С. В. Онишко (вступ, розділ 1, пп. 2.1, 2.2, 2.3, 2.4, 3.1, 3.2, 3.3, 3.4, 4.1, 4.2, 5.1), д.е.н., проф. Ю. М. Коваленко (розділ 6, пп. 5.2), д.е.н., проф. В. В. Виговська (пп. 8.5), д.е.н., проф. В. Г. Маргасова (пп. 8.5), д.е.н., доцент О. А. Лактіонова (пп. 5.3, 5.4), д.е.н., доцент А. А. Олешко (розділ 7), д.е.н., проф. Т. В. Паєнтко (розділ 9), к.е.н. Л. М. Богріновцева (пп. 8.1, 8.2), к.е.н. А. А. Гуменний (пп. 9.2), к.е.н. В. А. Новицький (пп. 4.3, 4.4), к.е.н., доцент С. В. Онишко (пп. 2.5), к.е.н., доцент І. І. Чуницька (пп. 5.5), к.т.н., доцент М. В. Гусятинський (пп. 2.3), к.ю.н., доцент О. В. Онишко (пп. 3.5), старший викладач Т. Г. Венгуренко (пп. 8.3), старший викладач Ю. В. Шевчук (пп. 8.4).

І-66 Інноватика на фінансових ринках : [монографія] / за науковою ред. д.е.н., професора С. В. Онишко. – Ірпінь : Університет ДФС України, 2018. – 466 с. – (Серія «Податкова та митна справа в Україні», т. 110).

ISBN 978-966-337-481-1

У монографії представлено результати дослідження особливостей соціально-економічного розвитку крізь призму інноватизації як новітньої парадигми, що дозволило розширити зміст сучасних трансформаційних процесів. Застосовуючи причинно-наслідковий підхід до з'ясування існуючих зв'язків між фінансовим ринком та розбудовою інноваційної моделі розвитку, проаналізовано роль фінансового ринку як джерела фінансового забезпечення та одночасно обґрунтовано необхідність інноватизації фінансового ринку для досягнення ним стійкості і конкурентоспроможності.

У зазначеному контексті у першій частині досліджено загальнотеоретичні засади інноватизації соціально-економічного розвитку через ключові поняття інноватики та складові інноваційного розвитку як базису і результату інноватизації. Інноваційна діяльність розкрита як предметне поле інноватизації її окремих складових, спираючись на яке можливо віднайти нові грані цієї діяльності, здатні сприяти її активізації.

У другій частині розкрито процеси інноваційних трансформацій на фінансовому ринку та його окремих сегментах, що умотивовують необхідність використання і подальший пошук новітніх інструментів, без яких складно подолати бар'єри на шляху нових викликів прискореної глобалізації.

Для вчених-фахівців, викладачів вищих навчальних закладів, аспірантів і студентів, а також практиків, які цікавляться перспективами соціально-економічного розвитку України щодо впливу на них інноватизації фінансового ринку.

**УДК 336:330.341.1
ББК 65.261-21**

© Онишко С. В., Коваленко Ю. М.,
Богріновцева Л. М. та ін., 2018
© Університет державної фіскальної
служби України, 2018

ISBN 978-966-337-474-1

Розділ 6. Інновації на ринку цінних паперів

6.1. Вплив інновацій на трансформацію сегментування та функції ринку цінних паперів у складі фінансового ринку.

6.2. Еволюційні чинники та наслідки розвитку фінансових інновацій на ринку цінних паперів.

6.3. Інструментарій фінансового інжинірингу на ринку цінних паперів.

6.1. Вплив інновацій на трансформацію сегментування та функції ринку цінних паперів у складі фінансового ринку

Сегментування та функції сучасного ринку цінних паперів впливають насамперед із розуміння та сегментування фінансового ринку, динаміки його інноваційного розвитку. Здебільшого в основі категорії «фінансовий ринок» лежать поняття «фінансові активи», «фінансові інструменти», «фінансові інститути», «фінансові посередники». Лише у різноманітних економічних словниках під фінансовим ринком розуміють:

1) сукупність фінансових інститутів, що скеровують потік коштів від власників заощаджень до позичальників; ринок, на якому здійснюють перерозподіл фінансових ресурсів через фінансових посередників;

2) сферу грошових відносин, що виникають у процесі купівлі-продажу фінансових активів як зобов'язань економічних суб'єктів один перед одним щодо сплати боргів і доходів;

3) сукупність ринкових форм торгівлі фінансовими активами: іноземною валютою, цінними паперами, кредитами, депозитами, похідними фінансовими інструментами;

4) форму організації грошових засобів. Об'єктивною передумовою функціонування є незбіг потреби у фінансових ресурсах з наявністю джерел задоволення цієї потреби у того або іншого суб'єкта;

5) соціально-економічні умови формування пропозиції фінансово-грошових ресурсів, а також умови їх реалізації, використання і відтворення;

6) ринок, на якому відбувається перерозподіл тимчасово вільних грошових ресурсів через фінансових посередників на основі

використання фінансових інструментів і надання фінансових послуг, що об'єднані у формі фінансових продуктів, які є товаром на фінансову ринку;

7) сукупність ринкових інститутів, які скеровують потік коштів від «чистих» власників до «чистих» позичальників¹.

Тобто розуміння фінансового ринку є багатограним і без поділу цього ринку на сегменти, зокрема з виокремленням ринку цінних паперів, зрозуміти сутність останнього неможливо.

У розробленому МВФ Керівництві з грошово-кредитної та фінансової статистики² фінансові ринки різняться характером вимог, що на них обертаються, зокрема грошові, облігацій, інструментів участі у капіталу, похідних інструментів, біржових товарів і валютні ринки. Як зазначається, «вочевидь, тут мають місце неоднорідність типології та подвійний рахунок, оскільки, зокрема, ринки облігацій, ринки інструментів участі у капіталі (акцій) безпосередньо відносяться до ринків біржових товарів»³. Натомість у документах Банку міжнародних розрахунків (Bank International Settlements – BIS)⁴ виділяється валютний, кредитний і фінансовий (ринок цінних паперів і похідних) ринки.

Більшість вчених-економістів дотримується укрупненого поділу фінансового ринку. Наприклад, виділяють кредитний ринок і ринок грошей, за організацією торгівлі – кредитний і ринок цінних паперів тощо. Ці види фінансового ринку дійсно є основними та практично повністю охоплюють сферу його функціонування, хоча це й не дозволяє провести розмежування їх ролі й місця у відтворювальному процесі.

Однак найзапекліші дискусії точаться щодо місця ринку цінних паперів у складі фінансового ринку. Одні з них базуються на грошовому капіталі, інші – на товарному. У сучасних умовах за рахунок широкого використання похідних і структурованих фінансових інструментів відбувається взаємопереплетіння цих видів капіталу, що пов'язано насамперед з поглинанням фінансовим ринком інших ринків, які за

¹Коваленко Ю. М. Структуризація сучасного фінансового ринку // Фінанси України. 2010. № 9. С. 91–99, [92–93].

²Руководство по денежно-кредитной и финансовой статистике. Вашингтон: Международный валютный фонд, 2000. 157 с.

³Рыкова И. А. Вопросы типологии и классификации финансовых рынков и активов // Финансы и кредит. 2014. № 30 (606). С. 11–17, [12].

⁴Bank for International Settlements. URL : <https://www.bis.org>.

сутністю не належать до його економічної природи. «...Грошовий ринок не тотожний ринку короткострокових інструментів, а ринок капіталів оперує не тільки довгостроковими активами... Метою руху фінансових активів (не тільки грошей) в короткостроковому періоді є забезпечення ліквідності ринку, а в довгостроковому – забезпечення потреб у розміщенні (інвестуванні) коштів. Для вирішення цих проблем можуть бути використані активи будь-якого вигляду – безвідносно до їх строкової характеристики»¹. Таким чином, оскільки на ринку цінних паперів обертаються фінансові інструменти різних строків обігу, цей ринок є невід’ємною частиною і ринку грошей, і ринку капіталів.

Зазначимо, що більшість економістів ототожнюють ринок цінних паперів з фондовим. Можна виділити такі основні підходи, що характеризують співвідношення між фондовим ринком і ринком цінних паперів:

- 1) вони тотожні, тобто фондовий ринок включає всі цінні папери;
- 2) фондовий ринок включає тільки акції (пайові цінні папери), що є часткою капіталу компанії;
- 3) фондовий ринок – це механізм забезпечення відтворення основного капіталу, де основними інструментами є акції і середньо-, довгострокові облігації;
- 4) фондовий ринок є механізмом відтворення основного та оборотного капіталу (у цьому випадку використовуються також і короткострокові боргові цінні папери).

Таким чином, виникає необхідність дослідження фондового ринку з позицій теоретико-методологічних засад функціонування фінансового ринку. У цьому випадку необхідно враховувати роль короткострокових позичок не так інструмента відтворення оборотного капіталу, а як засобу покриття поточних витрат і платежів. Причому цей взаємозв’язок нерідко буває таким тісним, що не дозволяє провести чітке розмежування між ними. З іншого боку, розуміння фондового ринку лише як механізму, що забезпечує обіг пайових цінних паперів, не дозволяє повною мірою висвітлити його інвестиційну спрямованість. Надзвичайно велику роль сьогодні тут відіграють облігації, що набули гнучкості у використанні через систему гарантій у виплатах боргу та процентів (з урахуванням інфляційних втрат), можливості

¹Корнеєв В. В. Управління кредитними та інвестиційним потоками на ринках капіталу. К.: НДФІ, 2003. 376, [38] с.

конвертації в розрізі акціонерного капіталу та отримання права голосу тощо.

У Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 зазначено: фондовий ринок (ринок цінних паперів) – сукупність учасників фондового ринку та правовідносин між ними щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів і похідних (деривативів)¹. Але похідні не обов’язково є цінними паперами, тож поняття «фондовий» та «ринок цінних паперів» не можна назвати синонімічними. Крім того, словосполучення «фондовий ринок» міститься тільки у назві регулятора (Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку) та біржі (фондова біржа). Під час перекладу на англійську мову буде застосовано словосполучення Securities Market (ринок цінних паперів), а термін «фондовий» не може бути перекладений дослівно.

Нині існують різні класифікації видів ринку цінних паперів, в основу яких покладено ті або інші вихідні положення, що залежать передусім від практичної значущості та доцільності. Так, у першу чергу, потрібно звернути увагу на види цінних паперів, що слугують критерієм класифікації. У сукупності з іншими критеріями, наприклад емітентом, характером обігу цінних паперів на ринку, організацією торгівлі тощо, вони можуть бути класифіковані як ринки державних, муніципальних і корпоративних цінних паперів, ринки традиційних цінних паперів і деривативів, організовані та неорганізовані тощо.

Проведені дослідження дозволяють нам вважати категорії «фінансовий ринок» і «ринок капіталу» тотожними та сегментувати фінансовий ринок за його основною ознакою, тобто за специфікою фінансових інструментів, на: а) кредитний ринок; б) ринок пайових цінних паперів; в) грошовий ринок. Найбільш інноваційним сегментом фінансового ринку є ринок похідних і структурованих фінансових інструментів як похідний від зазначених ринків (рис. 6.1.2).

На грошовому ринку обертаються грошові кошти та їх еквіваленти, а також високоліквідні фінансові інструменти: готівка та депозити; цінні папери (векселі, казначейські зобов’язання, депозитні сертифікати тощо); сюди ж входить і валютний ринок. Кредитний ринок оперує борговими зобов’язаннями у вигляді угод (кредитні угоди; поруки; гарантійні листи; заставні; коносаменти; акредитиви), а

¹Про цінні папери та фондовий ринок : Закон України: від 23.02.06 № 3480-IV. URL :<http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=3480-15>.

також борговими цінними паперами (облігації, ощадні сертифікати, іпотечні сертифікати тощо). Ринок пайових цінних паперів є сферою торгівлі акціями, інвестиційними сертифікатами, сертифікатами фондів операцій з нерухомістю, іпотечними сертифікатами участі тощо. Зважаючи, що цінні папери увійшли до складу грошового, кредитного ринку та ринку пайових цінних паперів, можна зробити висновок, що всі вони формують ринок цінних паперів.

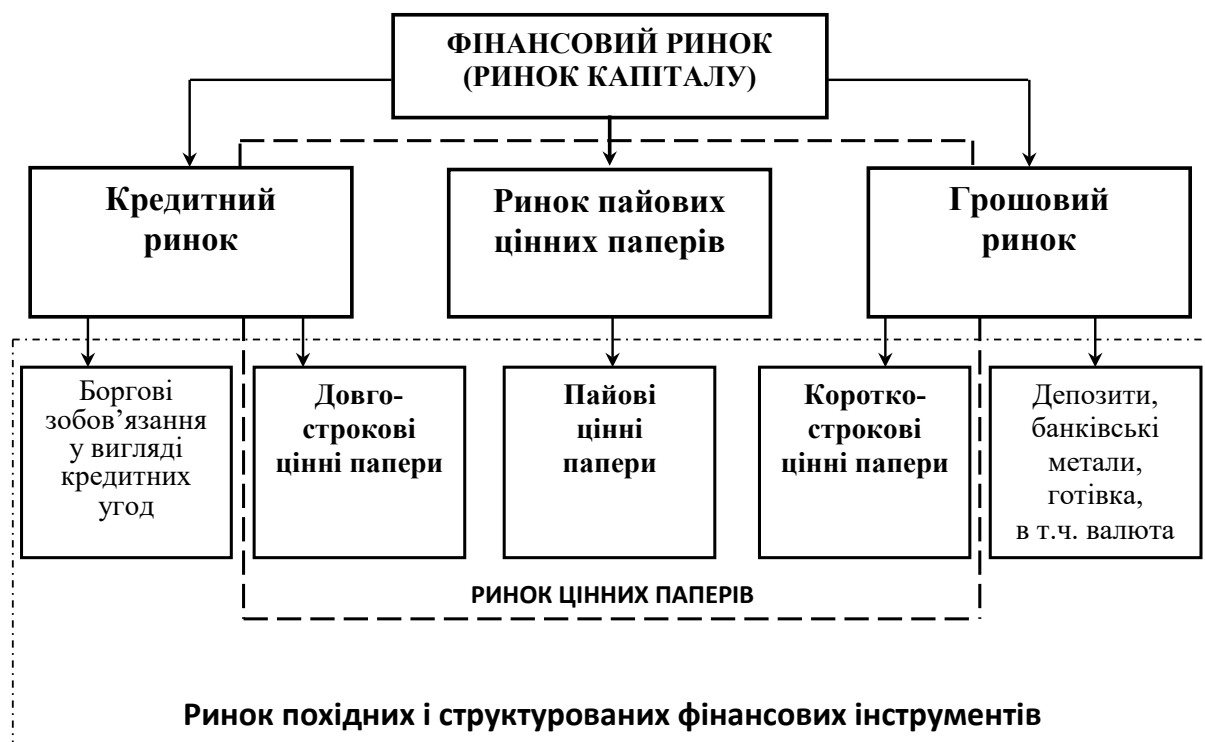


Рис. 6.1.2. Місце ринку цінних паперів в інструментальній сегментації фінансового ринку

Щодо найбільш інноваційних інструментів – похідних фінансових інструментів (деривативів), то їх доцільно виділити в окремий ринок, оскільки він є похідним від інших ринків, що входять до складу фінансового. Базовими активами цих інструментів можуть бути цінні папери, товари, валюта (кошти), строкові контракти, процентні ставки, рівень інфляції, офіційна статистична інформація, показники стану навколишнього середовища, матеріальні, нематеріальні, фінансові або інші активи (базові змінні), значення, що розраховуються на підставі одного або сукупності декількох зазначених у цій частині показників, і від цін (значень) яких залежать зобов'язання сторони або сторін

договору, що є строковим контрактом¹. У докризовий період, тобто за 2000–2007 рр., обсяг глобального позабіржового ринку похідних фінансових інструментів зріс із 95,2 до 595,3 млрд дол., або з 294,4 до 1 067,1 % до ВВП. При цьому глобальна фінансова криза 2008 р. несуттєво позначилась на самому ринку похідних: у посткризовий період його обсяг перевищив світовий ВВП більше ніж у 10 разів².

На Заході останнім часом розвитку набули структуровані фінансові інструменти, або квазігроші – створені на основі сек'юритизації особливі види боргових зобов'язань. Сек'юритизація передбачає формування пулу фінансових активів (наприклад, іпотечних кредитів або автокредитів) і створення або структурування інших боргових цінних паперів, що потім продаються інвесторам. Найбільш поширеними видами структурованих фінансових інструментів є цінні папери, що забезпечені житловою іпотекою (mortgage-backed securities – RMBS), цінні папери, що забезпечені активами (asset-backed securities – ABS), та облігації, що забезпечені борговими зобов'язаннями (collateralized debt obligation – CDO). Тобто існують підстави віднести ці інструменти разом з похідними фінансовими інструментами в окремий ринок. Їх роль на фінансовому ринку недооцінювати не можна, оскільки в сучасних умовах вони стали каталізаторами обвалу фінансових ринків і виникнення глобальної фінансової кризи³.

Сегментування фінансового ринку дає змогу дати визначення самого ринку. У цьому сенсі заслуговує на увагу визначення І. Чуницької, яка під фінансовим ринком розуміє механізм торгівлі на окремих, але пов'язаних ринках конкретними видами фінансових активів під впливом попиту і пропозиції на них, обов'язковими атрибутами якого є чіткі правила торгівлі, наявність професійних учасників та розвинена інфраструктура, яка забезпечує мінімальні витрати і максимальну надійність укладання угод, а у підсумку – сталий соціально-економічний розвиток держави та її громадян⁴. Проте, на відміну від

¹Про похідні (деривативи) : проект Закону України : від 30.05.2011 № 8576. URL : http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/JF6M800A.html.

²Bank for International Settlements. URL : <https://www.bis.org>.

³Коваленко Ю. М. Структуризація сучасного фінансового ринку // Фінанси України. 2010. № 9. С. 91–99.

⁴Чуницька І. І. Фінансовий ринок України: розбудова інфраструктурної компоненти: монографія / ДФС, УДФСУ. Ірпінь, 2017. 332 [43–44] с. (Серія «Податкова та митна справа в Україні, т. 95).

запропонованого, на нашу думку, товаром на фінансовому ринку є не фінансовий актив, а інструмент: «фінансові активи вказують на джерело формування фінансового капіталу, тоді як фінансові інструменти окреслюють сферу його використання на фінансовому ринку»¹. У цьому контексті можна запропонувати визначення ринку цінних паперів як механізму розміщення, обігу та обліку цінних паперів на окремих, але пов'язаних ринках під впливом кон'юнктурних чинників, обов'язковими атрибутами якого є відповідні правила та необхідна інфраструктура, наявність розгалуженої системи професійних учасників, що забезпечують задоволення потреб усіх учасників ринку, а у підсумку – сталий економічний розвиток держави та добробут громадян.

З іншого боку, сьогодні слід погодитися з висновком К. Стрижиченка: «...фінансовий ринок – це не сукупність окремих сегментів, а загальний економічний простір, в якому існують оператори різних видів – ..., які пропонують різні фінансові інструменти і послуги, а також те, що глобалізація і трансформація світової економіки призвели до того, що межі між окремими сегментами розмиваються, а постійна дифузія між ними призводить до їх взаємодії і формування синергетичних ефектів на фінансовому ринку»². Особливо це позначається на функціях сучасного ринку цінних паперів. Зазвичай до основних функцій відносять такі: перерозподіл грошових коштів; перерозподіл ризиків; облікова; контрольна; збалансування попиту та пропозиції; стимуляційна; регулювання. Допоміжними функціями є використання цінних паперів у процесах приватизації та роздержавленні, антикризовому управлінні, структурному зрушенні економіки, стабілізації грошового обігу, антиінфляційній політиці тощо³. У сучасних умовах інноваційного розвитку ринку цінних паперів він має розглядатись як:

1) ініціатор створення нових фінансових продуктів. Стрімкий розвиток фінансової інженерії за останні два десятиліття є наслідком впливу зовнішніх і внутрішніх чинників. Перша група включає в себе посилення коливання цін, глобалізацію ринків цінних паперів, податкові асиметрії, досягнення науки та технології, успіхи фінансової

¹Лацик Г. Сутнісно-теоретичні основи фінансових інструментів // Світ фінансів. 2009. № 1 (18). С. 143–152; [143] с.

²Стрижиченко К. А. Державне регулювання фінансового ринку в умовах нової економіки: [монографія]. Бердянськ: ФО-П Ткачук О. В., 2013. 352 с.

³Інвестиційний аналіз: підруч. / А. А. Пересада, Т. В. Майорова, С. В. Онікієнко та ін. 2 вид., перероб. та доп. К. : КНЕУ, 2008. 544, [332] с.

теорії, посилення конкуренції й операційні витрати. Друга пов'язана з чинниками, що їх суб'єкт господарювання має можливість контролювати¹. Проте «ідея оптимізації ризиків за допомогою фінансового інжинірингу була хибною вже у своїй основі. Адже неможливо зовсім вилучити ризик з фінансової системи, оскільки тоді фінансова система не буде «працювати». Ризик – це душа фінансового ринку, його філософія та інституційне поле діяльності»²;

2) акумулятор фінансових ресурсів для реалізації науково-дослідних і дослідно-конструкторських робіт (далі – НДДКР). Ефективний ринок цінних паперів підвищує віддачу від інноваційної діяльності і дисциплінує працю дослідників, венчурних підприємців завдяки моніторингу їх господарської діяльності. Усунення ринку цінних паперів з фінансування НДДКР буде пов'язане із загрозою недобросовісної поведінки та низькою віддачею на вкладений капітал, що було, наприклад, однією з причин неефективного впровадження результатів НТП у країнах колишнього соціалістичного табору, однак мало місце і у ряді країн з ринковою економікою, наприклад у Японії у період стагнації 90-х рр. ХХ ст.

Прихильники фінансування економіки через ринок цінних паперів і грошово-кредитний ринок часто виступають з критичними оцінками теорій один одного (табл. 6.1.1).

Досліджуючи роль сегментів фінансового ринку, зокрема інноваційну роль ринку цінних паперів, не можна оминати увагою потреби основних секторів економіки у формуванні певної моделі фінансування їх діяльності, кожна з яких має свої переваги та недоліки (табл. 6.1.2). Тож не дивно, що дослідники досі не можуть вирішити, яка з його моделей є найвигіднішою для економічного розвитку. Хоча останні дослідження А. Деміргуч-Кунт, Е. Фейєна, Р. Левіна³ свідчать про те, що зі зростанням економіки послуги ринку цінних паперів стають більш важливими для стимулювання економічної активності, тоді як ті, що їх надають банки, стають менш важливими.

¹Коваленко Ю. М. Вплив фінансової інженерії на глобальну фінансову кризу // Ринок цінних паперів України. 2010. №1–2. С. 57–62, [59] с.

²Лемещенко П. С. Современный экономический кризис и его институционально-антропологическая субстанция // Journal of institutional studies: Журнал институциональных исследований. 2011. Т. 3. № 1. С. 6–82, [77] с.

³Demirguc-Kunt A. The Evolving Importance of Banks and Securities Markets / A. Demirguc-Kunt, E. Feyen, R. Levin. URL : <http://www.nber.org/papers/w18004>.

Таблиця 6.1.1

Концепції фінансування економіки через грошово-кредитний ринок і ринок цінних паперів

Фінансування економіки через грошово-кредитний ринок і критичне оцінювання ринку цінних паперів	Фінансування економіки через ринок цінних паперів і критичне оцінювання грошового-кредитного ринку
Дж. Стігліц: розвинені ринки акцій породжують так звану «проблему без-білетника» (free rider): інформація на таких ринках є більш доступною для інвесторів, що не стимулює пошук найперспективніших компаній. Це знижує вірогідність того, що саме найефективніші проекти отримають фінансування, і це позначається на економічному розвитку країни	Р. Раджан і Л. Зінгалез: викачування своєрідної інформаційної ренти за отримання інсайдерської інформації про компанію; надмірне опікування і надання підтримки фірмам, що відчують труднощі або «провалились». У періоди радикальних перетворень це може призвести до тривалого неефективного використання ресурсів
А. Шлейфер і Л. Саммерс: ліквідні ринки цінних паперів полегшують злиття та поглинання, однак призводять до збагачення корпоративних піратів, а також породження негативних соціальних явищ. Висока ліквідність призводить також і до того, що інвестори мають змогу швидко продати свої фінансові інструменти, що знижує стимули займатись корпоративним управлінням	Р. Морк і М. Накамура, Д. Вейнштейн і Й. Яфех: формування пасивів за рахунок переважно боргових інструментів; проведення достатньо зваженої інвестиційної політики щодо кредитування нових інноваційних проектів із стримуванням тим самим економічного розвитку
	Ф. Аллен і Д. Гейл, Ф. Модільяні і Е. Перотті: успішна реалізація функції збору та обробки інформації, проте неефективність у нестандартних ситуаціях, коли йдеться про нові продукти й технології. Підтвердженням є такі країни, як Гонконг, Корея, Сінгапур, Тайвань, які обирають фінансування через емісію цінних паперів, передусім акцій, а не кредитування
	Е. Венгер і К. Кесерер: концентрація значних пакетів акцій у банках, що порушує принципи економічної демократії та призводить до неефективного корпоративного управління

Джерело: складено на основі¹.

¹Коваленко Ю. М. Розвиток фінансового сектору економіки в умовах інституційних трансформацій : дис. ... доктора ек. наук: 08.00.08. Ірпінь, 2014. С. 250–251.

Таблиця 6.1.2

Потреби секторів економіки у виборі сегмента фінансового ринку

Сектор економіки	Складові	Сегмент фінансового ринку	
		Грошово-кредитний ринок	Ринок цінних паперів
Реальний сектор	Малі та середні корпорації (традиційні)	+	
	Малі та середні корпорації (високотехнологічні)		+
	Великі корпорації (великий борг)	+	
	Великі корпорації (малий борг)		+
Сектор домогосподарств	Високі доходи		+
	Середні доходи	+	
	Низькі доходи	+	
Сектор державного управління	Високий державний борг		+
	Низький державний борг	+	

Джерело: складено на основі¹.

У зв'язку з цим особливу роль відіграють індикатори алокації капіталу у країнах світу. За економетричними дослідженнями Дж. Вюрглера² було розраховано коефіцієнти еластичності інвестицій за доданою вартістю, які визначають чутливість інвестиційних потоків до потенціалу зростання. Так, у країнах з розвиненим грошово-кредитним ринком виявлена більш висока ефективність алокації капіталу³: У Німеччині показник еластичності інвестицій за доданою вартістю становить 0,988 і є найвищим у світі. Японія, Великобританія та США посідають, відповідно, дев'яте (0,819), десяте (0,812) і тринадцяте (0,723) місце у світі. Причому у США зміна потенціалу зростання у

¹Коваленко Ю. М. Розвиток фінансового сектору економіки в умовах інституційних трансформацій: дис. ... доктора ек. наук: 08.00.08. Ірпінь, 2014. С. 250–251.

²Wurgler J. Financial markets and the allocation of capital // Journal of Financial Economics. 2000. Vol. 58. P. 187–214.

³Ефективність алокації капіталу – забезпечення такого розвитку фінансових відносин і процесів в економіці, за яких створюються необхідні умови для ефективного використання консолідованих фінансових ресурсів згідно з стратегією розвитку національної економіки [Коваленко Ю. М. Алокація і консолідація фінансових ресурсів в економіці // Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика : зб. тез доп. VII Міжнародної науково-практичної конференції (24–25 травня 2012 р.) / ДВНЗ «УАБС НБУ». Суми, 2012. С. 80–82].

тій чи іншій галузі лише на 12,6 % визначає потоки інвестицій (для порівняння, у Німеччині – на 36,4 %). Було зроблено висновок, що ринок цінних паперів має позитивний вплив на алокацію ресурсів у межах одного року, тоді як грошово-кредитний домінує за тривалих інвестиційних рішень.

Наразі у країнах з потужними ринками цінних паперів динаміка ВВП суттєвіше за інші країни відчуває коливання. Так, кризові явища на ринках капіталу істотно вплинули на чисті фінансові операції домогосподарств США і Великобританії. У підсумку, ВВП, з одного боку, значною мірою залежить від розвитку ринку цінних паперів, а з іншого – банків як регуляторів грошового обігу. У цьому випадку останні обмежують волатильність ринку і через це згладжують кризи у реальному секторі, що виникають під впливом монетарних чинників.

Щодо інноваційного потенціалу сегментів фінансового ринку, то в Японії венчури мають слабкий потенціал, а більшість з них є дочірніми структурами банків. Фонди ризикового капіталу США інтенсивніше інвестують у високотехнологічні фірми на ранніх стадіях розвитку (37 %), у той час як німецькі фонди зазвичай фінансують фірми на останніх етапах розвитку (11 %) і переважно високі технології, до того ж ускладненим є вихід з венчуру. Німеччина сьогодні стоїть перед проблемою «яйця і курки»: ринок ризикового капіталу потребує наявності ринку цінних паперів, а той, у свою чергу, – наявності підприємців і угод, що вимагають наявності ринку ризикового капіталу. Але головна проблема – одночасне формування та наявність комплексу взаємозалежних інституцій, а також очікування їх дієвості у певний період¹;

3) виробник і споживач різноманітних інвестиційних послуг. У цьому сенсі суб'єкти ринку цінних паперів є не лише посередниками, але й інституційними інвесторами.

Необхідно зазначити, що на Заході поняття інвестиційних послуг виникло раніше за фінансові і традиційно пов'язується з операціями з цінними паперами. Зокрема, першими правовими актами, що забезпечили законодавство у цій сфері, стали американські закони: Закон про банки 1933 р. (Banking Act), Закон про інвестиційні компанії 1940 р. (Investment Companies Act) і Закон про інвестиційних консультантів

¹Коваленко Ю. М. Інституціоналізація фінансового сектору економіки в умовах інституційних трансформацій: монографія. Ірпінь: НУДІПСУ, 2013. 608 с.

1940 р. (Investment Advisers Act). Інвестиційні послуги традиційно протиставлялись так званим банківським послугам, які пов'язувались з прийняттям грошових коштів вкладникам і розміщенням цих коштів у вигляді позичкового капіталу.

Принцип розмежування фінансових послуг на банківські та інвестиційні свого часу впливав на законодавства й інших країн (зокрема, Японії та Південної Кореї) і довгий час його дотримувались у США й інших державах. Однак із розвитком нових інноваційних інформаційних технологій у країнах, де існувало таке розмежування, стало відбуватись поступове відступання від закону Гласса-Стігалла (Banking Act). Прикладом може слугувати компроміс між системою універсальних банківських послуг і системою розмежування банків на комерційні та інвестиційні, що був досягнутий у рамках Директиви ЄС про інвестиційні послуги 1993 р. (Investment Services Directive). Прийняття останньої, а також реформи у сфері фінансових послуг у країнах Південно-Східної Азії сприяли прийняттю у 1999 р. Федерального закону США про модернізацію фінансових послуг (Закон Грема-Ліч-Блайлі), яким було надано дозвіл на операції банків на ринках цінних паперів і страхові послуги через дочірні компанії. Проте тут йдеться не про універсальні банки, а про універсальні банківські холдинги. У цілому, з прийняттям закону Грема-Ліч-Блайлі у США відбулась своєрідна «легалізація», тобто застосування у нормативно-правих актах категорії «фінансові послуги» і «фінансова діяльність»¹.

Початок створення Єдиного ринку інвестиційних послуг пов'язаний з ухваленням у 1985 р. Директиви 85/611/ЄЕС², якою запроваджено основи гармонізації умов ліцензування діяльності та пруденційного нагляду за діяльністю певних категорій фінансових установ. Нині інвестиційними є послуги або види діяльності, винятковий перелік яких наведено у додатку 1 до Директиви 2004/39/ЄС³. Вони

¹Розвиток фінансових посередників у турбулентних умовах функціонування національної економіки: кол. монографія / за заг. ред. В. П. Ільчука. Чернівці : ЧНТУ, 2017. 200, [37] с.

²On the coordination of laws, regulation and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS : Council Directive : of 20.12.85 № 85/611/EEC. URL : http://www.esma.europa.eu/system/files/Dir_85_611.PDF.

³On markets in financial instruments amending : Directive of the European Parliament and of the Council : of 21.04.04 № 2004/39/EC. URL : <http://www.mifidirective.com/mifid-directive.pdf>.

можуть розглядатись як такі відносно певних фінансових інструментів: переказні цінні папери; інструменти грошового ринку; паї колективних інвестиційних фондів; похідні інструменти (опціони, ф'ючерси, свопи, форварди) та похідні контракти на: а) цінні папери, валюти, відсоткові ставки, ставки дохідності, інші похідні інструменти, фінансові індекси тощо; б) метеорологічні умови, що змінюються; ставки фрахту; рівні інфляції та інші офіційні статистичні дані, що мають виконуватись сплатою грошових коштів або можуть бути виконані у такий спосіб за вибором однієї із сторін;

4) механізм згладжування споживання, що сприяє обміну товарів і послуг. Завдяки тому, що більшість інститутів фінансового ринку за розміщення активів акумулюють ресурси інших суб'єктів господарювання, вони можуть собі дозволити повертати частину залучених коштів, підтримуючи свої фінансові активи до закінчення термінів. Західні вчені Д. Даймонд і П. Дібвіг¹ розробили модель раннього і пізнього споживання, що базується на можливості фінансових інститутів, передусім банків, забезпечувати клієнтам додаткову ліквідність. Інвестуючи свої кошти на початку гри, вкладники не знають, коли вони їм знадобляться. Цікавою є також модель фінансового зараження Ф. Аллена і Д. Гейла², які вказують на можливість згладжування споживання у часі та між поколіннями, тобто фінансові установи надають можливість відмовитись від сьогоденного споживання на користь майбутніх виплат і поколінь. Насамперед це стосується іпотечного кредитування, накопичувального пенсійного забезпечення, страхування життя тощо;

5) механізм впливу на економічний розвиток і згладжування (посиливання) амплітуди циклічних коливань. Наприклад, стверджується, що в умовах розвиненого ринку змінність заощаджень (інвестицій і споживання) буде нижчою, ніж в економіці з зародковим його станом. Це відбувається за рахунок більших альтернатив вкладення ресурсів і меншої дисперсії заощаджень³. У 1980-х рр. американськими

¹Diamond D. W. Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity // Journal of Political Economy. 1983. Vol. 91. P. 401–419.

²F. Allen, D. Gale. Financial contagion // Journal of Political Economy. 2000. Vol. 108. № 1. P. 1–33.

³Розанова Н. Влияние фондового рынка на экономическую динамику в модели перекрывающихся поколений // Вопросы экономики. 2007. № 3. С. 67.

економістами Б. Бернанке і М. Гертлером¹ було запропоновано гіпотезу фінансового акселератора – спеціального механізму розповсюдження циклічних коливань через фінансовий ринок, зокрема ринок цінних паперів. Сутність у тому, що зовнішнє фінансування для фірм завжди обходиться дорожче за використання власного капіталу. Різниця у вартості цих видів ресурсів розглядається як премія за використання зовнішнього фінансування, що її сплачує позичальник. З покращенням фінансового становища останнього ця премія зменшується. При цьому фінансовий стан фірм залежить від реальних чинників, негативний шок у реальному секторі економіки може відтворюватися і посилюватися через ринок цінних паперів. Практика показує, що найбільш підпадають під експансію (рестрикцію) сектори економіки з високим ступенем залежності від зовнішніх ресурсів (малий бізнес, інноваційні галузі²). Зокрема, у галузях з часткою зовнішнього фінансування вище середнього економічний спад призводить до скорочення випуску на 1,5–3 %³;

б) механізм ефективного розміщення капіталу, адже ринок цінних паперів буде ефективним тоді, коли він розподілятиме ресурси у найбільш рентабельні проекти або дохідні цінні папери. При цьому цей процес пов'язаний з певними витратами. Для того, щоб фінансувати найбільш прибуткові інвестиційні об'єкти, фінансові посередники здійснюють пошук і моніторинг альтернативних напрямів вкладень. У випадку виявлення об'єктів з високою віддачею на вкладений капітал високі ризики можуть відштовхнути потенційних інвесторів. Отже, ринок цінних паперів може розподілити ризики і спонукати інвесторів вкладати кошти у високоризикові об'єкти інвестування з інноваційною складовою;

7) активізатор відтворення людського капіталу та стимулятор зниження рівня бідності. Це відтворення, з одного боку, забезпечується

¹Bernanke B. Agency Costs, Net Worth and Business Fluctuations // American Economic Review. 1989. Vol. 79. № 1. P. 14–31.

²Під процес фінансової акселерації підпадають також і домогосподарства. Так, за іпотечного кредитування фізична особа з високим рівнем доходу і обсягом майна матиме прийнятні умови кредитування. Однак у стані ендегенного шоку кредитний тягар може істотно зрости, що і сталося у ході іпотечної кризи в США та інших країнах.

³Braun M., Larrain B. Finance and the Business Cycle: International inter-Industry Evidence // Journal of Finance. 2005. Vol. 60 (3). P. 1097–1128.

інвестуванням грошових коштів у високодохідні цінні папери, з іншого – такий капітал адекватно реалізує свою креативність у створенні нових учасників ринку цінних паперів, інструментів, послуг тощо. Тому ринок цінних паперів притягує одночасно і власників людського капіталу, а також сприяє прискореному накопиченню останнього. Як стимулятор зниження рівня бідності, цей ринок відіграє безпосередню роль у фінансуванні сфери соціального захисту через недержавне пенсійне забезпечення.

У контексті здійснення інноватизації соціально-економічного розвитку зазначимо, що ринок цінних паперів і його учасники дозволяють здійснювати такі види трансформації¹:

- заощаджень в інвестиції, коли він поглинає певну частину цих ресурсів, оскільки діяльність учасників ринку цінних паперів пов'язана з трансакційними витратами – спредами, комісійними і платежами за угоди. Звичайно, вони є необхідними для нормального функціонування ринку, однак можуть бути надвисокими через монопольну владу, регулювання тощо. Якщо отримана у такий спосіб квазіреанта витрачається на приватне споживання або неефективне інвестування, то ця втрата ресурсів стримує економічне зростання;

- часову через перетворення коротких грошей на довгі і навпаки. Сьогодні строки надання фінансових ресурсів хоча поступово і зростають, проте не задовольняють потреб усіх суб'єктів господарювання. Якщо сукупна частка ринку цінних паперів у джерелах фінансування економіки і невелика, то його частка в інвестиціях і поготів. Потрібно зважати на деякі дослідження, які показали, що збільшення строків розміщення фінансових ресурсів відбувається переважно за рахунок збільшення строків їх залучення учасниками ринку. Отже, насичення економіки «довгими грошима» відбувається екстенсивно, а не у результаті більш інтенсивної трансформації фінансових ресурсів;

- обсягів через перетворення оптових ресурсів у роздрібні і навпаки. Інституційні інвестори на ринку цінних паперів проводять активні операції з перетворення роздрібних ресурсів в оптові, а останні стають з часом дефіцитними;

¹Коваленко Ю. М. Роль і функції фінансового сектора в економіці // Економічний вісник університету : зб. наук. праць учених і аспірантів. Переяслав-Хмельницький : ДВНЗ «Переяслав-Хмельницький».

– регіональну через організацію територіального розподілу фінансових ресурсів за допомогою механізму функціонування ринку цінних паперів. Її виділення є виправданим для вітчизняної практики, адже гроші у Києві є нерівноцінними грошам у провінції, а міжрегіональний перерозподіл фінансових ресурсів пов'язаний з суттєвими ризиками для фінансових установ¹.

Усі ці види трансформації пов'язані з відповідними ризиками – кредитним, валютним, відсотковим, ліквідності тощо. Вони можуть ініціювати загрозу стійкості ринку цінних паперів, а регулятори мають забезпечувати відповідний моніторинг, а за необхідності – оперативне втручання.

Досліджуючи ринок цінних паперів за допомогою функціонально-структурного підходу (з поєднанням неокласики, інституціоналізму і поведінкових фінансів), на основі аналізу його головної функції (ефективного перерозподілу грошових коштів) можна виділити й інші функції, що полягають у забезпеченні: 1) управління ризиком; 2) клірингу та здійснення розрахунків, що сприяють торгівлі; 3) об'єднання та диверсифікації фінансових ресурсів; 4) постачання ціновою інформацією, що дозволяє координувати процес прийняття рішень; 5) розв'язання проблем стимулювання.

Від розв'язання проблем стимулювання залежать взаємовідносини учасників ринку цінних паперів, що впливатиме на потенціал розвитку останнього. Розрізняють три види цих проблем – «моральний ризик» (безвідповідальність), «несприятливий відбір» і «комітент-комісіонер». Найбільш відомими авторами, які працюють у цій царині, є Дж. Стігліц, В. Бенсівенга, Б. Сміт, Д. Даймонд, Д. Грінвуд та інші.

Проблема «морального ризику» (moral hazard) виникає тоді, коли, наприклад, володіння цінними паперами призводить до того, що управляючий ними припускає більший ризик або менше прагне попередження події, що призводить до втрат. У випадку облігаційних позик власник боргових цінних паперів не знає, чи вчасно емітент поверне борг. Проблема «несприятливого відбору» (adverse selection) зазвичай виникає через нерівномірний обсяг інформації сторін угоди. Наприклад, фізичні особи, які придбали цінні папери з тим або іншим

¹ Хмельницький державний педагогічний університет імені Григорія Сковороди, 2012. Вип. 18/3. С. 134–135.

типом ризику, набагато сильніше за всі домогосподарства у цілому підпадають під цей ризик. Проблема відносин «комітент-комісіонер» (principal-agent problem) полягає у виникненні протиріч між інтересами сторін. Так відбувається, наприклад, коли брокер на ринку цінних паперів займається «збиванням масла», тобто здійснює численні угоди за рахунок клієнта, які не приносять клієнту доходу, але збільшують суму комісійних.

Звичайно, підходи стосовно сутності, сегментації й функцій ринку цінних паперів можуть істотно відрізнятися залежно від країн, наукових шкіл тощо. Але цілком очевидно, що в цілому цей ринок є відкритою динамічною системою, що постійно підлягає інноваційним трансформаціям і не може бути статичною, і з розвитком економіки паралельно відбувається розвиток фінансових відносин, що відображається у зміні підходів до структури цієї системи. У зв'язку з цим для вироблення ефективних форм взаємодії учасників ринку цінних паперів необхідна адекватність фінансової теорії сучасним реаліям інноваційного розвитку. Нині ж в українській та зарубіжній економічній літературі не сформувалось сталих загальноприйнятих підходів до чинників розвитку фінансових інновацій на ринку цінних паперів, що визначають нині його характеристики та роль в економічних процесах.

В аспекті забезпечення впливу інновацій на соціально-економічний розвиток через фінансові інновації науковий інтерес викликають їх наслідки у часовому вимірі.

6.2. Еволюційні чинники та наслідки розвитку фінансових інновацій на ринку цінних паперів

Фінансова діяльність будь-якого економічного суб'єкта є багатогранною і являє собою сукупність взаємопов'язаних напрямів, пріоритетними з яких є конструювання, моделювання та реалізація різноманітних фінансових продуктів, що забезпечують найкращий кінцевий результат. Для задоволення цієї потреби було розширено асортимент фінансових продуктів, основні елементи яких позитивно зарекомендували себе у два докризові десятиліття. Сучасні ринки цінних паперів неможливо уявити без деривативів (опціонів, ф'ючерсів, свопів) і структурованих фінансових продуктів. Оскільки попит на них стимулювався