

Олександра ЛАКТИОНОВА

АНАЛІЗ ДИСФУНКЦІЙ ФІНАНСОВОГО СЕКТОРУ УКРАЇНИ

Розглянуто проблему посилення дисфункціональності фінансового сектору України у порівнянні з цим явищем в інших країнах в умовах активізації процесів відриву його розвитку від розвитку реального сектору економіки та посилення його спекулятивності. Проаналізовано кредитний і ринковий канали впливу дисфункцій фінансового сектору на нефінансові корпорації.

Постановка проблеми. Питання дисфункціональності фінансового сектору набули сьогодні вкрай важливого характеру на тлі розгортання фінансової кризи, відповідних розроблення й застосування механізмів і засобів приборкання кризових процесів, запровадження інструментів раннього розпізнавання та випереджувального реагування на негативні процеси в економіці.

І хоча вплив розвитку фінансового сектору економіки та його структури на ефективність і динаміку інших підсистем нині є безсумнівним, питання ендогенності формування чинників кризових явищ у ньому та відповідного їхнього негативного впливу на розвиток “реальної” економіки, а також трансмісійного механізму конструктивного впливу та його підтримки з боку фінансової влади є поки що не вирішеними та вкрай актуальними.

Серед класичних функцій фінансового сектору, які пропонують різні автори, таких як інформаційна, контролю та моніторингу й ін., серед основних є перерозподіл грошово-фінансових ресурсів, їхнє спрямування в пріоритетні сфери, управління і зниження фінансових ризиків в усій економічній системі.

Натомість виконання цих функцій, як це доводять події останнього часу, значною мірою обмежується діючим інституціональним забезпеченням регулювання фінансових процесів, коли провідною метою центральних банків країн є, як правило, забезпечення сталості національної грошової одиниці або стримування інфляційних процесів у державі. Історія подій останнього десятиріччя вказує на те, що досягнення цих завдань не гарантує стабільності не тільки економічного розвитку країни, а й стабільності самої фінансової системи.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Дослідженню різних аспектів впливу розвитку фінансового сектору економіки на розвиток економіки країни присвячені роботи таких вчених, як А. Гальчинський, В. Геєць, О. Барановський, А. Галетовик, Дж. Олівієр, Дж. Гурлі, Е. Шоу, М. Бінсвангер, Дж. Тобін, Дж. Стігліц, Х. Мінскі, Р. Раджан, Л. Сингалез. Досліджуючи це питання, науковці висвітлюють такі аспекти цієї проблеми, як екзогенність, ендогенність формування кризових явищ стосовно фінансової системи, особливості впливу фінансового сектору на нефінансові сектори залежно від його структури, особливості характеристик реального сектору як факторів ступеня критичності для нього підвищення масштабів і ефективності функціонування фінансових інститутів та ін. Разом із цим, питання зростання дис-

функціональності фінансового сектору в процесі набуття ним гіпертрофованої динаміки розвитку досліджено недостатньо, зокрема їхні особливості в Україні.

Формулювання цілей статті. Метою статті є здійснення аналізу прояву дисфункціональності фінансового сектору стосовно розвитку нефінансових корпорацій, що проявляється на кредитному та фондовому ринках України.

Виклад основного матеріалу. Незважаючи на високі темпи зміни показників фінансового розвитку багатьох країн, починаючи з кінця 1990-х рр. – початку останнього десятиріччя ХХ ст., індикатори економічного розвитку країн мали доволі скромні значення. В багатьох випадках, незважаючи на позитивну динаміку забезпечення фінансовими ресурсами економічних процесів, було не тільки збережено неефективну структуру економіки в частині її конкурентоспроможного потенціалу (країни СНД), а й погіршено (більше стосується розвинутих країн).

Таблиця 1

Середні показники розвитку нефінансових корпорацій за 2000–2009 рр.
(розраховано на основі [1, 2])

Країна	Середнє зростання витрат на дослідження і розвиток	Середня частка витрат на дослідження і розвиток у ВВП	Середнє зростання продуктивності на одного працюючого, %	Середнє зростання формування оборотних активів (2006–2009 рр.)
Італія	1,048	0,07	0,93	0,99
Японія	1,013	0,024	1,41	1,03
Великобританія	1,042	0,012	1,18	0,97
США	1,044	0,018	1,41	1,01
Франція	1,036	0,015	0,72	1,04
Німеччина	1,028	0,019	0,77	1,01
Україна	1,21	0,0013	10,02	1,13

Так, середнє зростання витрат на дослідження і розвиток нефінансових корпорацій в розвинутих країнах не перевищувало 5% за рік. Більш високі темпи збільшення таких витрат показали країни, що швидко розвиваються (в Китаї цей показник становив 25,9%, Росії – 21,2%). В Україні зростання таких витрат більш обумовлено дуже незначною їхньою величиною на виході і відповідно низькою часткою в структурі ВВП. Звертає на себе увагу і ще більш низькі темпи зростання продуктивності праці – із вказаних країн найбільш низькі темпи спостерігаються в Німеччині (0,77%) та Італії (0,93%).

Незважаючи на кредитний бум, аналогічну динаміку має і нарощення необоротних активів або основного капіталу нефінансових корпорацій.

Разом із цим, вплив фінансового сектору в економіці помітно посилюється, а в розвинутих країнах відповідно до структури ВВП цей сектор давно вже займає провідні позиції порівняно з промисловістю. Виходячи з діаграми (рис. 1), максимальний розрив між вкладками фінансового і реального секторів мають Франція (3,4% та 9% ВВП відповідно) та США (33,3% і 12,1%), мінімальний – Японія (27% і 19,9%), Німеччина (29,5% і 22,1%). У Франції, США і Великобританії помітно знизилася частка промисловості у створенні ВВП за останніх 8 років.

В Україні роль фінансового сектору у створенні ВВП порівняно з вищезгаданими країнами поки що невисока – від 5% у 2005 р. до 8% у 2009 р. Відповідно частка нефінансового сектору становила 78% та 73%. Частка промисловості в середньому за цей період становила 67%, в тому числі в 2009 р. – 62%. Разом із цим, звер-

тають на себе увагу темпи підвищення ролі фінансового сектору у ВВП. Беручи до уваги високу волатильність його результативності, така динаміка буде збільшувати уразливість економіки України до глобальних змін у фінансовому середовищі.

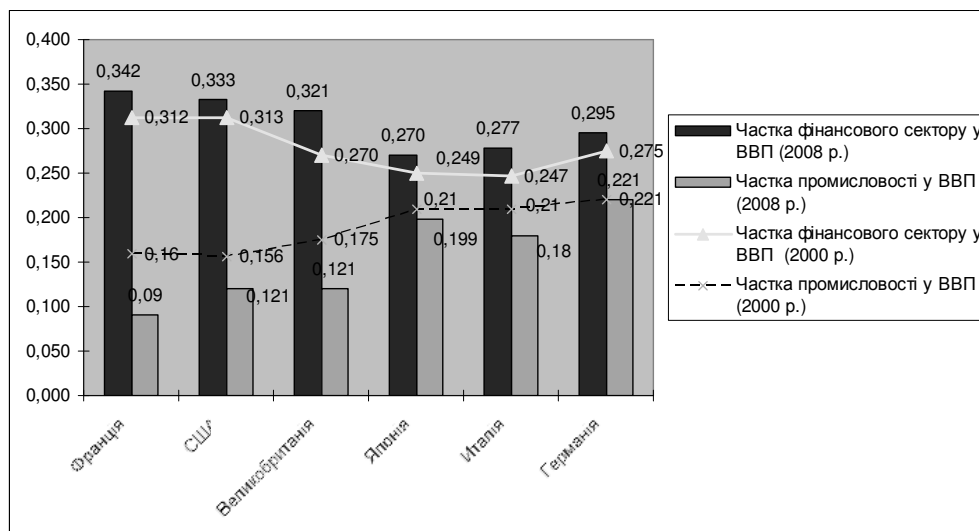


Рис. 1. Частки фінансового сектору економіки та промисловості у структурі ВВП у деяких розвинутих країнах у 2000 р. і 2008 р.

Треба зазначити, що прості моделі аналізу впливу розвитку фінансового сектору на основні результати економіки країни не дають відповідей на питання визначення особливостей трансмісійного механізму, але дають узагальнене уявлення про найбільш впливові фінансові чинники. Так, побудова регресійної моделі вказує на превалюючу роль в економічному розвитку таких факторів, як обсяги кредитування і масштабність торгів на фондовому ринку:

$$GDP = 0,31 M1 + 0,53 CREDIT + 0,51 Torgy + 0,29 Capit + 165266,$$

$$R^2 = 0,999.$$

де GDP – реальний ВВП;

$Torgy$ – обсяг торгів на фондовому ринку;

$Capit$ – капіталізація підприємств;

$CREDIT$ – обсяг кредитних вкладень в економіку України;

$M1$ – грошовий агрегат $M1$.

Основні показники фінансового розвитку, на основі яких побудовано кореляційно-регресійну модель, вказано в табл. 2.

Для зменшення ефекту масштабу виміру кожного чинника стандартизуємо параметри кореляційно-регресійної моделі для визначення вагових коефіцієнтів факторних ознак. Отримані вагові коефіцієнти становили: фактора грошового агрегату $M1$ – 0,10; фактора кредитних вкладень – 0,41; обсягу торгів на фондовому ринку – 0,11 та величини капіталізації – 0,38. Такі результати свідчать про вагому роль в економічному розвитку як кредитної складової, так і ринкової.

Разом із цим, кредитний та ринковий канали взаємозв'язку фінансового і реального секторів економіки є провідниками не тільки позитивних зрушень у їхній динаміці, а й негативних. Гіпертрофований розвиток фінансової складової економіки як у частині провокування кредитного буму, так і формування цінової бульбашки

на фондовому ринку, ведуть до таких дисфункціональних проявів фінансового сектору, як: асиметрія інформації; зростання "морального" ризику; фальсифікація фінансової звітності; зростання нестабільності фінансової системи; перерозподіл фінансових ресурсів із реального у фінансовий сектор; накопичення фінансових дисбалансів; накопичення фінансових ризиків у нефінансових секторах економіки (рис. 2).

Таблиця 2

Основні індикатори фінансового розвитку та рівень ВВП в Україні, млн. грн.

[2, 3, 4]

Роки	ВВП	Грошовий агрегат M1	Обсяг кредитних вкладень в економіку	Капіталізація, млн. грн.	Обсяг торгів на фондовому ринку
2000	170 070	20 762	19 574	9 300,59	36 394
2001	204 190	29 796	28 373	6 892,75	59 235
2002	225 810	40 281	42 035	15 752,97	102 066
2003	267 344	51 541	67 835	25 932,37	205 373
2004	345 113	67 090	88 579	64 743,20	312 775
2005	441 452	98 573	143 418	133 009,49	426 001
2006	544153	123276	245230	216 491,73	492800
2007	720731	181665	426867	564 371,79	745310
2008	948056	225127	734022	128 364,53	883390
2009	913345	233748	723295	130 796,67	1067260
2010	1094607	596841	732823	313 292,32	1537790

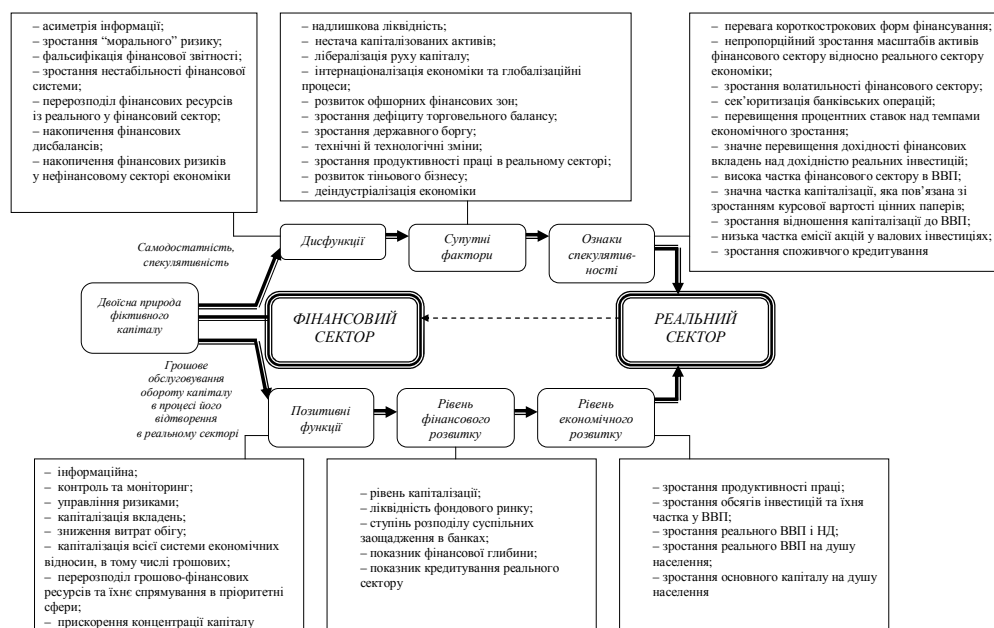


Рис. 2. Позитивний і негативний впливи фінансового сектору економіки на реальний сектор

Аналіз найбільших світових та регіональних фінансових криз вказує на те, що саме гіпертрофованість фінансового розвитку є в багатьох випадках вагомим чинником, імпульсом до їхнього виникнення. При цьому гіпертрофований розвиток, що супроводжується відірваністю динаміки ключових індикаторів фінансового і реального секторів, свідчить про набуття фінансовим сектором таких характеристик, як самодостатність і спекулятивність. Між тим, така самодостатність не передбачає можливості "окремого" буття цих секторів. Економічні агенти реального сектору в зростаючих процесах "фінансализації" економіки, по-перше, стають активними учасниками фінансових операцій, по-друге, опосередковано чи безпосередньо відчувають дефіцит фінансового забезпечення під час надмірного відволікання фінансового потенціалу в суто "фінансові" операції. В цьому аспекті особливої актуальності сьогодні набуває точка зору тих вчених, які на основі емпіричного аналізу висловлюють думку, що не збігається з класичним монетарним поглядом на роль фінансового сектору в економіці, таких як С. Майер, Дж. Стігліц, М. Деверукс, Дж. Сміт, Н. Катореллі, М. Гамбер, Дж. Мінскі, а саме:

- поліпшення якості фінансової системи не змінює моделі виробництва і торгівлі. В розвинутій економіці зміцнення фінансової системи збільшує загальний обсяг зовнішнього фінансування, але це не приводить до збільшення ВВП. Такі заходи тільки збільшують обсяг фінансового ринку. Для економіки ж із низьким рівнем інститутів фінанси є ключовим фактором реальної економіки та порівнювальної переваги [5];
- ліквідність фондового ринку не посилює ініціативу з придбання інформації про підприємства або корпоративне управління [6];
- посилення розподілу ризику через міжнародний фондовий ринок може насправді знизити ставку накопичення і тому знизити економічне зростання [7];
- добре розвинуті ринки швидко розповсюджують інформацію, що знижує ініціативу визначення (пошуку) інформації для індивідуальних інвесторів, і тому пошуку найбільш вигідних проектів. Значний розвиток в умовах ліквідного ринку також може знижувати ініціативу ретельного моніторингу управлінців.

Незважаючи на особливості протікання кредитного буму в різних країнах, загальними характеристиками його наслідків стали такі:

- зростання цін на активи, особливо нерухомість;
- зростання внутрішнього попиту, що реалізувався, або в зростанні імпорту, або у посиленні інфляційних процесів;
- погіршення платіжного балансу;
- зростання боргового навантаження усіх економічних агентів.

При цьому в розвинутих країнах особливостями кредитного буму стали такі:

- тривалий період кредитного буму. Наприклад, у США його тривалість становила близько 13 років;
- концентрація буму в секторі домашніх господарств на більш пізніх етапах його протікання, а на перших етапах – у секторі нефінансових корпорацій;
- стабільність низької динаміки ВВП та рівня інфляції.

Так, виключаючи Японію і Німеччину, де було зафіксовано зниження кредитної активності банківської системи (табл. 3), в США і Франції непропорційно відносно реального сектору зросли за період 2000–2008 рр. кредити домашнім господарствам, більшу частку яких було спрямовано на фінансування операцій з нерухомістю.

Таблиця 3

Зміни кредитування нефінансового приватного сектору
за період 2000–2008 рр. відносно ВВП, % [8]

Країна	Домашні господарства		Нефінансові приватні корпорації	
	п. п.	%	п. п.	%
США	29	32	9	11
Японія	-9	-11	-26	-18
Німеччина	-9	-12	-1	-6
Великобританія	31	36	34	36
Франція	12	31	18	13

Боргове навантаження нефінансових корпорацій було збільшено: відношення боргу до власного капіталу збільшилося у США з 45,1% в 2004 р. до 56,4% у 2009 р., в Європі – з 68,4% до 77, 8%; відношення відсоткових платежів до прибутку у США зросло з 7,7% до 11,8%, в Європейських країнах – з 14,4% до 17,8% у 2008 р. [9]. Водночас високе боргове навантаження японських нефінансових корпорацій трохи зменшилось: відношення боргу до власного капіталу – з 121,3% до 99,7%. Незважаючи на це, навантаження відсоткових платежів на прибуток збільшилося з 22% до 25,6%. Значно перевищує відсоткові платежі до доходів домашніх господарств аналогічний показник в інших розвинутих країнах, зокрема у США за цей період його максимальний розмір становив 13,9% у 2007 р.

Незважаючи на прогресивну динаміку кредитної активності фінансових інститутів, динаміка ВВП у цих країнах була повільною (табл. 1). Окрім цін на житлову нерухомість, рівень яких із 2000 р. у країнах ОЕСР збільшився на 25%, рівень інфляції для таких процесів був незначним, що зумовило так звану “монетарну бездіяльність” (monetary relaxation) державної політики, помилкове відчуття фінансової стабільності.

Ці процеси значною мірою підтверджують “гіпотезу фінансової нестабільності”, авторами якої є представники посткейнсіанської наукової школи Х. Мінскі і Ч. Кінлдебергер. Відповідно до цієї гіпотези капіталістична економіка внутрішньо, ендогенно нестабільна, джерелом чого є властивий їй перехід від кредитування для хеджування до спекулятивного кредитування. Поява фінансових інновацій в період економічної стабільності провокує прийняття більш ризикованих фінансових рішень.

Трохи іншими були наслідки кредитного буму в країнах-нових членах ЄС (табл. 4).

Розглянемо детальніше ці процеси в Україні, порівнюючи показники динаміки розвитку фінансового і реального секторів (табл. 5). Аналіз динаміки показників фінансового і реального секторів свідчить про безумовне домінування темпів зростання першого по відношенню до другого за всіма показниками. На особливу увагу заслуговують динаміка доходності цих секторів та зміна їхніх активів. Більш висока волатильність фінансових результатів фінансового сектору підтверджує тезу про більш значну ризикованість операцій його інститутів. На думку деяких вчених, така ситуація зазвичай притаманна логіці функціонування фінансових корпорацій. Але це не знімає питання про визначення допустимих порогових значень цих показників для кожної країни окремо з урахуванням їхніх особливостей.

Більш детально зупинимось на аналізі динаміки кредитування економіці банківською системою України (табл. 6).

Таблиця 4

Зростання кредитів відносно ВВП у нових країнах ЄС
і рівень інфляції (2003–2008 рр.), % (розраховано за даними [10])

Країна	Зростання кредитів нефінансовим корпораціям	Зростання кредитів домашнім господарствам	Відношення кредитів до ВВП	Відношення кредитів нефінансовим корпораціям до ВВП (2008 р.)	Відношення кредитів домашнім господарствам до ВВП (2008 р.)	Співвідношення кредитів нефінансовим корпораціям і кредитів домашнім господарствам	Зростання реальних цін на житлову нерухомість, %	Зростання інфляції, %
Чехія	8	13	47	29	18	1,61	55	6
Румунія	9	14,5	39	20	19	1,05	нд	7,7
Угорщина	10	16	63	41	22	1,86	3	5,7
Болгарія	29	18	78	48	30	1,60	95	11,8
Латвія	21	26	82	52	30	1,73	157	15
Естонія	15	32	95	51	44	1,16	155	9,9
Польща	5	16	42	21	21	1,00	85	4,1
Словаччина	1	12	41	25	16	1,56	25	4

Таблиця 5

Порівняльний аналіз показників розвитку фінансового та реального секторів
економіки України (розраховано за даними [2, 3])

Показники	Роки									
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Темп зростання ВВП, %	9,20	5,20	9,60	12,10	2,70	7,10	7,9	2,3	-14,8	4,2
Позичковий відсоток, %	9,69	6,81	8,64	12,31	14,40	13,9	13,1	15,5	18,0	14,1
Динаміка, %	-21,00	-20,00	-16,00	-13,00	-4,00	-3,47	-5,76	18,32	16,13	-21,67
Рентабельність реального сектору (ROE), %	нд	нд	нд	нд	0,4	0,7	0,13	-0,7	-0,05	-1,1
Динаміка, %	-	-	-	-	17,02	85,40	77,33	-155,9	106,73	2384,79
Рентабельність фінансового сектору (ROE), %	2,4	3,3	4,5	7,0	10,4	13,5	12,7	8,5	-32,5	-14,8
Динаміка, %	37,92	40,2	35,32	54,1	49,2	29,81	-5,93	-33,07	-482,35	-54,46
Темп зростання індексу ПФТС, %	37,92	40,2	35,32	54,1	49,2	29,81	-5,93	-33,07	-482,35	-54,46
Темп зростання активів реального сектору, %	9,00	9,00	7,00	16,00	10,00	27,73	35,37	30,12	13,27	-26,08
Темп зростання активів фінансового сектору, %	37,02	46,89	62,71	35,19	60,02	59,61	74,91	57,35	3,09	8,80
Темп зростання кредитів реальному сектору економіки, %	44,95	48,15	61,38	30,58	48,20	51,31	62,29	70,33	4,18	8,38
Реальна відсоткова ставка (відповідно до індексу споживчих цін), %	-11,1	5,91	1,04	-8,19	-2,3	4,3	-6,4	-20	11,5	-6,8
Реальна відсоткова ставка (відповідно до індексу цін виробників), %	3,59	7,41	0,44	0,01	4,1	2,3	-3,5	-6,8	5,7	5

Таблиця 6

Динаміка і структура кредитування економіки України
(розраховано за даними [3])

Показники	2005 р.	2006 р.	2007 р.	2008 р.	2009 р.	2010 р.
Динаміка кредитів нефінансовим корпораціям	1,482	1,513	1,623	1,703	1,042	1,084
Динаміка кредитів домогосподарствам	1,211	2,300	1,956	1,749	0,860	0,869
Динаміка кредитів іншим фінансовим корпораціям	1,211	1,617	2,206	1,650	1,432	0,958
Частка кредитів нефінансовим корпораціям строком до 1 року в загальній їхній величині	0,44	0,45	0,41	0,43	0,43	0,42
Частка кредитів нефінансовим корпораціям строком від 1 року до 5 років	0,56	0,55	0,49	0,46	0,45	0,45
Частка кредитів на поточну діяльність в кредитах нефінансовим корпораціям у довгострокових (від 1 року до 5 років)	нд	0,76	0,79	0,76	0,77	0,83
Співвідношення кредитів нефінансовим корпораціям і кредитів домашнім господарствам	2,97	1,96	1,62	1,58	1,92	2,39
Відношення кредитів нефінансовим корпораціям до ВВП	0,24	0,29	0,36	0,47	0,51	0,46
Відношення кредитів домашнім господарствам до ВВП	0,08	0,15	0,22	0,30	0,26	0,19
Відношення кредитів нефінансовим корпораціям і домогосподарствам до ВВП	0,32	0,45	0,58	0,76	0,77	0,65

Аналіз даних, наведених у таблиці, дають змогу дослідити такі закономірності:

- кредити домашнім господарствам значно перевищують динаміку кредитів реальному сектору. Так, у 2006 р. їхнє зростання становило 2,3 разу порівняно з 1,5 реальному сектору. Разом із цим, вплив кризи вказує на більш високе корегування кредитів домогосподарствам (зниження становило 14% в 2009 р. і 13,1% в 2010 р.). Співвідношення цих кредитів мінімальне в 2007–2008 рр. – 1,62 та 1,58 відповідно. Такі значення відповідають рівню цього показника в країнах ЄС, в яких кредитний бум відбувався найбільшою мірою. Незважаючи на зменшення кредитів фізичним особам, рівень вказаного показника не досяг його величини, що спостерігалася в 2005 р.;
- звертає на себе увагу спрямування і строковість кредитування реального сектору. Частка короткострокових кредитів у загальній їхній величині мала найбільшу в 2005 р. із досліджуваного періоду – 44%, і найменшу в 2007 р. – 41%. Однак і в середньо-, і в довгострокових кредитах найбільшу частку займають не інвестиційні потреби, а фінансування поточної діяльності – в 2010 р. на них припадає 83% довгострокових кредитів;
- у результаті більш повільного зростання ВВП порівняно зі зростанням кредитних процесів, постійно збільшувався і показник співвідношення кредитування до величини ВВП. Максимального значення він набув в 2009 р. – 77%, що більше середнього аналогічного показника в нових країнах ЄС;

- деякою мірою зазнала деформації і структура кредитування за видами економічної діяльності (табл. 7) – більше 51% було видано кредитів підприємствам із діяльністю, пов'язаною з торгівлею та операціями з нерухомістю, з наданням послуг підприємцям, переробної промисловості було надано тільки 25% від загальної суми кредитів. Відповідно ж до структури прострочених кредитів кредитування торгової діяльності має більш високий відсоток прострочених (14%). Ці показники є дещо вищими, ніж частка простроченої заборгованості нефінансових корпорацій банкам у США – 5,6%, в Японії – 2,5%, в Європі – 4,9% [9];
- незважаючи на паритетний розподіл прострочених кредитів між кредитами в національній та іноземній валюті, треба зазначити, що значна частка кредитів в іноземній валюті припадала на галузі, що не мали валютних надходжень (56% загальної величини кредитів [11]). Цим визначається і така висока частка простроченої заборгованості в переробній промисловості, в галузях торгівлі та операцій із нерухомістю. Крім цього, 50% іпотечних кредитів, що отримали суб'єкти господарювання, було здійснено в іноземній валюті. Наслідком неочікувано високої доларизації банківських активів стало значне зниження імунітету підприємств реального сектору до впливу валютних ризиків.

Таблиця 7

Структура простроченої заборгованості банкам підприємствами
за видами їхньої економічної діяльності, на кінець 2010 р.
(розраховано за даними [3])

Вид економічної діяльності	Структура кредитів у загальних кредитах	Структура прострочених у загальних прострочених кредитах	Структура прострочених у кредитах відповідної галузі	Частка прострочених кредитів у національній валюті в загальних прострочених у національній валюті	Частка прострочених кредитів в іноземній валюті у загальних прострочених в іноземній валюті
Сільське господарство	0,05	0,05	0,13	0,07	0,03
Добувна промисловість	0,03	0,01	0,04	0,01	0,01
Переробна промисловість	0,25	0,24	0,13	0,19	0,29
Виробництво й розподіл електроенергії і води	0,03	0,00	0,02	0,01	0,00
Будівництво	0,09	0,12	0,18	0,12	0,12
Торгівля	0,36	0,37	0,14	0,38	0,36
Діяльність транспорту й зв'язку	0,04	0,03	0,10	0,03	0,04
Операції з нерухомістю, оренда, послуги підприємцям	0,16	0,15	0,13	0,18	0,12

Ще більш викривленою була структура кредитування домогосподарств, де 72% кредитів припадало на валютні (максимальне значення – на 2008 р.).

Як видно з табл. 4, величина реальної відсоткової ставки упродовж тривалого періоду мала або дуже низькі або від'ємні значення. На думку вчених австрійської наукової школи, кредитний бум підтримується саме різницею між реальною і номінальною процентними ставками. В Україні така ситуація призвела до стрімкого збільшення фінансового левериджу – в 2009 р. частка запозиченого капіталу в пасивах підприємств становила 64,17%, відповідно власного – 35,83. Частка власного капіталу в торгівлі становила 8,9%, у промисловості – 37,4%.

Далі дослідимо вплив ринкового каналу на реальний сектор економіки та відповідно його дисфункції.

Одним з основних показників, що відображають, з одного боку, рівень фінансового розвитку країни, а з іншого – рівень спекулятивності фондового ринку, є показник співвідношення величини капіталізації і ВВП (табл. 8).

Таблиця 8

Величина капіталізації відносно ВВП деяких країн у 2006 – 2009 р., % [12]

Країна	2006 р.	2007 р.	2008 р.	2009 р.
Бразилія	65,3	100,3	35,7	73,2
Чехія	34,1	42,1	22,06	27,07
Франція	107,2	106,8	52,3	74,4
Німеччина	56,1	63,2	30,05	39,0
Греція	78,9	85,5	25,08	16,06
Гонконг, Китай	471,4	561,4	617,6	1,088,3
Індія	86,1	146,4	53,1	85,6
Італія	55,1	50,7	22,07	15,0
Японія	108,3	101,7	65,9	66,6
Нідерланди	115,0	122,9	44,4	68,5
Росія	106,8	115,6	23,08	69,9
Швеція	143,6	132,4	51,8	106,5
Швейцарія	309,9	293,6	171,7	217,7
Великобританія	155,5	137,9	69,6	128,6
США	145,7	141,9	81,7	106,8
Україна	39,8	78,3	13,5	14,3

Про рівень сформованої цінової бульбашки на фондовому ринку свідчить величина падіння цього показника. В 2008 р. найбільшого зниження цей показник зазнав у Росії – 5,01, Чехії – 3,49, Греції – 3,41, Бразилії – 2,81, Франції – 2,04. В Україні зменшення капіталізації до ВВП становило 6 разів (з 78,3% до 13,5%). За рік падіння капіталізації становило 436007,26 млн. грн. В 2006–2007 рр. відношення приросту обсягів торгів до приросту капіталізації становило 0,8 і 0,72, засвідчуючи те, що основне зростання капіталізації відбулося за рахунок цінового фактора.

Корисними для аналізу рівня спекулятивності є також показники співвідношення ціни на акцію і прибутку корпорацій (price earnings ratio – PER), ціни до власного капіталу на акцію (price to book ratio – PBR). Найбільшого піку показник PER у США зазнав у 2000 р., коли ціна на акції, що входять у розрахунок індексу S&P 500 у 43,77 разу перевищувала показник доходів на акцію. В 2007 р. цей показник зменшився до величини 15,17. В інших країнах цей показник зазнав менш кардинальних змін. Рівень показника PER має дуже високі значення – в середині 2008 р. він становив 115,8, в 2011 р. – 139,6 [13]. Це свідчить про відсутність взаємозв'язку ціни фіктивного капіталу і фінансових результатів корпорацій та про дезінформаційність фондового ринку. Показовим є також значення показника ціни до власного капіталу на акцію – в Україні в середині 2008 р. це значення становило 16,29, в той

же час як рівень цього індикатора в Росії становив 1,47, Франції – 1,41, Польщі – 1,66, Німеччині – 1,6, Великобританії – 2,01, США – 2,22. Така ситуація в Україні свідчить про те, що дисфункціональність фондового ринку є результатом не тільки тих негативних процесів, що характерні для більшості розвинутих економік, а й дуже слабкої інституціоналізації фінансових відносин у цій сфері, наявності інституціональних бар'єрів, що перешкоджають цивілізованому розвитку фондового ринку. Наслідком цього є маніпулювання цінами та інформацією.

Для визначення ролі фондового ринку в інвестиційних процесах зіставимо величину випуску акцій і облігації нефінансовими корпораціями з інвестиціями в цьому секторі. Частка акцій нефінансових корпорацій в 2008 р. відносно капітальних інвестицій в Україні становила 6,6%, у 2009 р. – 20 %, у 2010 р. – 8,9%. Разом із цим, емісія акцій є дуже монополізованою – 41% всього обсягу акцій, що емітовано, припадає на випуск в 2009 р. ПАТ НАК "Нафтогаз України", в 2010 р. – 44%. Відношення обсягу випуску облігацій підприємствами до величини капітальних вкладень було зафіксовано в 2008–2010 р. на рівні – 8,9%, 5,2%, 3,4 % відповідно, що свідчить про закономірне зниження застосування цього інструмента в залученні фінансових ресурсів внаслідок високого боргового навантаження на нефінансові корпорації.

Висновки. Із вищезазначеного зробимо такі висновки:

- ендогенні ринкові процеси, що зазнають неефективного регулювання з боку національної і наднаціональної фінансової влади, час від часу призводять до значних коливань результативності фінансового сектору економіки, його відірваності від розвитку "реальної" економіки, його дисфункцій (асиметрії інформації, зростанню "морального" ризику, неефективного перерозподілу фінансових ресурсів в економіці, накопичення фінансових дисбалансів і значних фінансових ризиків у нефінансових секторах економіки). Накладаючись на вкрай недосконалий за своєю експортною та інноваційно-інвестиційною структурою економіку країни, особливо з боку уразливості до глобальних шоків, фінансовий сектор сприяє збереженню такої ситуації;
- на даний час для України важливим є консолідація монетарної і фіскальної політики в частині стимулювання мотивації суб'єктів господарювання до спрямування фінансових ресурсів в інноваційно-інвестиційну діяльність, що буде слугувати одним із екзогенних механізмів стримування спекулятивних процесів у фінансовому секторі.

Література

1. *Офіційний сайт Організації з економічного співробітництва і розвитку [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://stats.oecd.org/index.aspx>*
2. *Офіційний сайт Державної служби статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ukrstat.gov.ua/>*
3. *Офіційний сайт Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.bank.gov.ua*
4. *Офіційний сайт Світового банку [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://data.worldbank.org/country/ukraine>*
5. *Jianbong Ju. When is quality of financial system a source of comparative advantage? [Електронний ресурс] / Ju Jianbong, Wei Shang-Jin // NBER Working paper. – 2008. – № 13984. – 48 p. – Режим доступу : faculty-staff.ou.edu/J/Jiandong.Ju-1/.../fd-cadvantage-2008-04-22-wb.pdf*
6. *Stiglitz J. The role of State in Financial markets. Proceeding of the Annual Bank Conference on Development Economics [Електронний ресурс] / J. Stiglitz. –*

1993. – P. 19–52. – Режим доступу : <https://gsbapps.stanford.edu/researchpapers/library/RP1467.pdf>
7. Devereux M. *International Risk sharing and Economic Growth* [Електронний ресурс] / M. Devereux, G. Smith // *International Economic Review*. – 1994. – 35(4). – P. 535–550. [– Режим доступу : <http://www.jstor.org/pss/2527072>.
 8. Hume M. *The global credit boom: challenges for macroeconomics and policy* [Електронний ресурс] / Michael Hume, Andrew Sentence Andrew // *External MPC Unit Discussion paper #27*. Bank of England 2009. – Режим доступу : www.bankofengland.co.uk/publications/.../extmpcspaper0027.pdf
 9. *Global financial stability report*. IMF. October 2010 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.imf.org/external/pubs/ft/.../2010/.../index.h...
 10. Bakker B. *The credit Boom in the EU new member states: bad luck or bad policies?* [Електронний ресурс] / Bass B. Bakker, Ann-Marie Gulde // *IMF working paper*. – 2010. – May. – Режим доступу : courses.essex.ac.uk/ec/ec330/.../wp10130-Bakker%20and%20Guide.pdf
 11. Лактіонова А. А. *Аналіз степені чутливості підприємств к впливу фінансових ризиків в Україні* / А. А. Лактіонова, О. А. Українська // *Економіка і організація управління* : зб. наук. праць. Вип. 4 ; за заг. ред. П. В. Єгорова. – Донецьк : ДонНУ, Каштан, 2008. – С. 38–57.
 12. *Market capitalization of listed companies (% of GDP)* [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS/countries/1W?page=1&order=wbapi_data_value_2006%20wbapi_data_value%20wbapi_data_value-first&sort=asc&display=default
 13. *Interactive Map of Global PE and Price to Book Ratios* [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://advisoranalyst.com/glablog/tag/pe-ratio/>