

## 8. Гроші, фінанси і кредит

УДК 330.3

*Федорович І.М.  
кандидат економічних наук, старший викладач кафедри  
фінансового менеджменту та страхування  
Тернопільського національного економічного університету*

*Вацлавський О.І.  
кандидат економічних наук, старший викладач кафедри  
фінансового менеджменту та страхування  
Тернопільського національного економічного університету*

*Fedorovych Iryna  
Candidate of Sciences (Economics), Senior Lecturer  
financial management and insurance  
Ternopil National Economic University*

*Vatslavskiy Oleh  
Candidate of Sciences (Economics), Senior Lecturer  
financial management and insurance  
Ternopil National Economic University*

### **ОСОБЛИВОСТІ РОЗВИТКУ СВІТОВОГО РИНКУ ДЕРЖАВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ FEATURES OF THE WORLD STATE SECURITIES MARKET DEVELOPMENT**

У статті розглянуто особливості розвитку ринку цінних паперів України та світу. Визначено основні проблеми, які перешкоджають ефективному розвитку ринку цінних паперів України. Запропоновано пріоритетні шляхи інтеграції ринку державних цінних паперів України в світовий ринок цінних паперів та напрями підвищення інвестиційної привабливості ринку державних цінних паперів України. Стратегічною метою ринку державних цінних паперів визначено залучення позикових коштів для розбудови економіки на ринкових засадах та забезпечення безпосередньої підтримки інвестиційно-інноваційного процесу. Для подолання кризового стану ринку запропоновано внести зміни в інституційну структуру ринку державних цінних паперів, розширивши інструментарій накопичення і перерозподілу заощаджень громадян, що

дозволить залучити на ринок нові довгострокові інвестиції і відновити процес перерозподілу заощаджень за допомогою ринку цінних паперів.

**Ключові слова:** державні цінні папери, ринок державних цінних паперів, облігації внутрішніх державних позик, інвестиційні процеси, глобалізація, модель організації ринку цінних паперів.

В статье рассмотрены особенности развития рынка ценных бумаг Украины и мира. Определены основные проблемы, которые препятствуют эффективному развитию рынка ценных бумаг Украины. Предложено приоритетные пути интеграции рынка государственных ценных бумаг Украины в мировой рынок ценных бумаг и направления повышения инвестиционной привлекательности рынка государственных ценных бумаг Украины. Стратегической целью рынке государственных ценных бумаг определены привлечения заемных средств для развития экономики на рыночных принципах и обеспечения непосредственной поддержки инвестиционно-инновационного процесса. Для преодоления кризисного состояния рынка предложено внести изменения в институциональную структуру рынка государственных ценных бумаг, расширив инструментарий накопления и перераспределения сбережений граждан, что позволит привлечь на рынок новые долгосрочные инвестиции и возобновить процесс перераспределения сбережений посредством рынка ценных бумаг.

**Ключевые слова:** государственные ценные бумаги, рынок государственных ценных бумаг, облигации внутренних государственных займов, инвестиционные процессы, глобализация, модель организации рынка ценных бумаг.

The features of the development of the securities market of Ukraine and the world are considered in the article. The main problems that impede the effective development of the securities market of Ukraine are identified, namely the imperfect legislative base, high staff turnover and low qualification of employees of both regulatory bodies and professional participants, considering that the securities market in Ukraine has relatively little work experience, the absence of a legislative

framework that would promote the development of securities as an independent investment environment. Priority ways of integration of the Ukrainian securities market into the world securities market and directions of increasing the investment attractiveness of the Ukrainian securities market, namely creation of necessary conditions for its further strengthening, development of online trading, introduction of new instruments on the market Stock market development, legislative development bases, as well as the activity of foreign investors in the financial market of Ukraine. The strategic goal of the government securities market is to attract borrowing funds to build an economy on a market basis and to provide direct support to the investment and innovation process. To overcome the market crisis, it is proposed to change the institutional structure of the government securities market by expanding the instruments of accumulation and redistribution of citizens' savings, which will allow to attract new long-term investments to the market and restore the process of redistribution of savings through the securities market. The Western European government securities market is one of the most developed markets in the world in terms of infrastructure development and major market indicators (stock market capitalization, liquidity, profitability, transparency) and is second in the world to the US market. Given the differences in the level of market development of the European Union and Ukraine, almost all aspects of the functioning of EU stock institutes can be significant for our country in terms of their application.

**Keywords:** government securities, government securities market, domestic government bonds, investment processes, globalization, model of securities market organization.

**Постановка проблеми.** Однією з основних проблем, що постають в даний час перед вітчизняною економікою, є активізація процесів на ринку державних цінних паперів, ключовим завданням якого є залучення інвестицій і створення капіталу, альтернативного банківському кредиту. Вітчизняний ринок державних цінних паперів можна характеризувати як спекулятивний, ризиковий і неефективний з позиції залучення інвестицій в економіку держави. Також викликає побоювання крайня залежність національного ринку

державних цінних паперів від кон'юнктури світового фінансового ринку, що зумовлює необґрунтоване заниження котирувань цінних паперів емітентів, та негативно впливає на рівень довіри з боку діючих і потенційних інвесторів.

Функціонування ринку державних цінних паперів на інтернаціональному рівні не тільки є неминучим і закономірним для його розвитку. Глобалізація світової економіки призвела до наступних важливих змін на міжнародному ринку цінних паперів: значне зростання розміру міжнародного ринку інвестицій; збільшення на ньому частки портфельних і спекулятивних інвесторів. В контексті прискорення інтернаціоналізації фінансової та економічної діяльності вимоги до ефективності ринку державних цінних паперів, як інституту перерозподілу інвестицій, підвищуються, проте не всі національні ринки однаково ефективні. В результаті цього іноземні інвестиції роблять різний вплив на розвинені та ті, що розвиваються національні ринки цінних паперів.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Проблемам розвитку ринку цінних паперів присвячені роботи досить великої кількості вітчизняних вчених-економістів. До числа вітчизняних вчених відносяться: О. Васильєв, М. Кужелєв, Н. М. Ричка, М. Стецько, Н. Тимошенко та інші.

**Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми.** Незважаючи на значний доробок з питань функціонування світового ринку державних цінних паперів, постійно виникаючі нові проблеми та не вирішені раніше питання потребують подальшого дослідження задля створення та розвитку вітчизняної моделі управління ринком державних цінних паперів України.

**Формулювання цілей статті (постановка завдання).** Метою дослідження є визначення пріоритетних шляхів інтеграції ринку державних цінних паперів України в світовий ринок та напрямів підвищення інвестиційної привабливості ринку державних цінних паперів України.

**Виклад основного матеріалу.** Формування ринку державних цінних паперів розвинених країн відбувалося впродовж тривалого історичного періоду під впливом окремих чинників розвитку економічної та правової системи держави.

В науковій літературі розрізняють дві основні моделі ринку цінних паперів: «англосаксонська» (американська) та «німецька» (європейська або континентальна). Проте подібне уявлення про організацію ринку цінних паперів та основних його учасників є неповним, з огляду на те, що не враховується можливість одночасної участі в якості фінансових посередників як комерційних банків, так і небанківських установ [1, с. 120].

На нашу думку, доцільно виділити три основні моделі ринку цінних паперів в залежності від визначення особливостей фінансових посередників, що функціонують на ринку і формують безпосередньо його інфраструктуру:

1) небанківська модель (США) – банки законодавчо розділені на інвестиційні та комерційні. Разом з цим, комерційні банки приймають кошти у вклади, але не мають права займатися окремими видами професійної діяльності, зокрема брокерською і дилерською. Крім того, комерційним банкам заборонено інвестувати кошти в недержавні цінні папери, оскільки вони мають більш високий рівень ризику. Відтак, в якості фінансових посередників виступають переважно небанківські установи;

2) банківська модель (країни ЄС) – найбільш універсальна, банкам дозволено займатися як традиційними банківськими операціями, так і більшістю операцій на ринку цінних паперів;

3) змішана модель (Японія, Україна) – відповідно до чинного законодавства банки та небанківські установи виступають фінансовими посередниками на ринку цінних паперів.

На сьогодні, для універсалізації своєї діяльності, банківські установи, займаються не тільки кредитуванням реальних секторів економіки (що відрізняє їх від інших учасників ринку), але й є активними професійними учасниками та інвесторами на ринках цінних паперів. Аналізуючи зміни, що відбуваються в організаційній структурі фондового ринку різних країн, а також спостерігаючи процес активізації окремих його учасників, перш за все, банківських установ, слід зазначити про відхід від класичної дефініції сутності комерційних банків лише як основних кредиторів національної/світової

економіки, та розширення сфер їхньої діяльності (в тому числі і професійної – на ринку цінних паперів).

Водночас тенденцію до конвергенції демонструють США і Німеччина, при цьому вони є основними представниками двох абсолютно протилежних моделей організації ринку цінних паперів. Виходячи з прикладів цих країн, в науковій літературі висунуто теорію про наявність «англосаксонської» (американської) та «німецької» (європейської або континентальної) моделей і як наслідок – «змішаної» моделі (Японія, Україна), що представляє собою саме конвергенцію перших двох [2, с. 18].

Такі факти свідчать про наступні зміни в інституційній структурі світових ринків цінних паперів: процеси злиття і поглинання, характерні для всіх секторів сучасної економіки, сприяють активізації та збільшенню масштабів діяльності фінансових установ; орієнтація банків на універсальність виконуваних ними операцій; найбільш сильні позиції останнім часом займають колективні інвестори (страхові компанії, інвестиційні компанії, пенсійні фонди, пайові інвестиційні фонди та ін.), які є найважливішими постачальниками портфельних капіталовкладень; розширення кола професійних учасників на ринку цінних паперів в країнах з англосаксонською моделлю; високий рівень взаємодії фондових бірж на міжнародній основі; створення мегарегулятора, який відстежує і контролює всі операції, що проводяться на ринках цінних паперів як банками, так небанківськими установами; уніфікація діяльності професійних учасників в рамках стандартизації операцій, що проводяться.

Таким чином, під поняттям «змішаної моделі» ринку цінних паперів мається на увазі такий стан ринку, при якому досягається рівноправність професійної діяльності всіх його учасників.

Фундаментом для становлення і розвитку ринку державних цінних паперів в США послужила фінансова система Великобританії. Перш за все, англійське законодавство створило принциповий прецедент фондового права – основою його основ стало забезпечення доступу потенційних інвесторів до інформації про емітента. Всі інші обмеження та регулюючі норми розглядалися як похідні

цього базового підходу. У Великобританії регулювання ринку цінних паперів спочатку вважалося прерогативою центральної влади, а в США довгий час належало до компетенції влади конкретних штатів.

Окремі функції контролю покладалися й на американські банки, так само як і в інших країнах, при цьому їхня сфера впливу поширювалася і на Нью-Йоркську фондову біржу. Однак після світової фінансової кризи, так званої Великої депресії 30-х рр. ХХ ст., в США були прийняті радикальні заходи щодо розмежування традиційних банківських операцій і участі банків на ринку цінних паперів. Відповідно до закону Гласса-Стігала, прийнятим в 1933 р., комерційні банки були позбавлені права брати участь в емісії приватних акцій і облігацій, за винятком ряду випадків. У підсумку, основне місце в американській економіці зайняв великий корпоративний бізнес, структурно представлений переважно акціонерними холдингами.

Виходячи з вищенаведеного, можна визначити такі специфічні особливості ринку державних цінних паперів США: значно переважаюча частка акцій у порівнянні з облігаціями; провідна роль відведена інвестиційним фондам та іншим колективним інвесторам (при цьому кожен фінансовий інститут виконує ключове макроекономічне завдання – створення депозитів, причому в вигляді цінних паперів); в якості основного інструменту фінансування дефіциту державного бюджету використовується випуск цінних паперів; на ринку цінних паперів США переважають небанківські інвестиційні інститути, через функціонування яких відбувається опосередковане кредитування господарюючих суб'єктів, при цьому частка прямого банківського кредиту – 25-30%; високий ступінь лібералізації діяльності, відсутність жорсткого контролю з боку органів державного управління.

У свою чергу, ринок цінних паперів Великобританії впродовж усього процесу становлення та розвитку характеризувався високим рівнем концентрації акціонерного капіталу. Банківські установи спочатку виступали в якості основного джерела фінансування бюджетного дефіциту, згодом перейшли до більш вигідного об'єкта вкладення своїх капіталів – інвестицій в

промисловість і торгівлю, проявляючи особливу активність на організованих ринках.

Щодо «європейсько-континентальної» моделі слід відзначити той факт, що фундаментом всієї фінансової системи були банки, що видавали позики виключно під нерухомість. Таким чином, в Німеччині сформувалася модель, в рамках якої ключовими постачальниками боргового капіталу акціонерних підприємств стали банки. Відтак, німецький ринок державних цінних паперів має такі характеристики: в якості основного джерела залучення капіталу виступають облігаційні випуски; основні оператори ринку – банки, незначне число інвестиційних фондів; переважне використання прямого кредитування на покриття дефіциту державного бюджету, поряд з випуском державою цінних паперів; фінансування суб'єктів національної економіки за допомогою надання банківських кредитів (50-60%); відносно висока частка банківських організацій в статутних фондах промислових підприємств; банки займають домінуюче становище на ринку.

Розрізняють три основні форми участі комерційних банків на ринку цінних паперів, найбільш поширені з них: 1) просто універсальний банк; 2) банк з дочірньою фірмою з цінних паперів; 3) холдингова компанія, якій належить самостійний банк і компанія з цінних паперів. У разі універсального банку операції з цінними паперами здійснюються безпосередньо в рамках самого банку, в інших – в юридично самостійних підприємствах.

Ефективність поділу дуже часто ставиться під сумнів. Однак в тих країнах, де банки мають максимум прав у виборі форм участі, вони вибирають форму універсального банку (Німеччина, Італія, Нідерланди, Швейцарія) або проводять операції з цінними паперами через дочірню компанію з цінних паперів (Великобританія). Модель холдингу реалізується фактично тільки в США. Досвід більшості країн світу свідчить, що спроби обмежити діяльність банків на ринку цінних паперів з метою захисту фінансової системи та інвесторів не є продуктивними і йдуть врозріз із загальносвітовими тенденціями.



Відтак, світовий ринок державних цінних паперів стає менш фрагментованим, відсутні чіткі розмежування між функціями, виконуваними банківськими та небанківськими установами.

Процеси становлення та розвитку вітчизняного ринку державних цінних паперів протікають неоднозначно. Очевидним є факт про недосконалість системи регулювання даного ринку, нездатність чітко визначити цільові орієнтири і напрямки його розвитку. Без створення дієвої системи регулювання результативність інвестиційних процесів, що реалізуються через ринок державних цінних паперів, буде залишатися на низькому рівні [3, с. 345].

Відсутність аналізу специфічних якостей, притаманних системі регулювання ринку державних цінних паперів, та недостатня розробленість наукового підходу до визначення сутності, місця та ролі ринку державних цінних паперів у активізації інвестиційних процесів не дають змогу своєчасно прогнозувати негативні тенденції розвитку вітчизняного ринку державних цінних паперів, і вживати заходів по усуненню функціональних диспропорцій. Указані особливості інтеграцій між секторами історично вважають яскраво вираженою рисою для природної монополії, якщо одна фірма може задовольнити весь ринковий попит на загальну вартість, нижчу ніж у кількох фірм. Через це більшість європейських країн юридично дозволили формувати монополістичний стан в інфраструктурі ринку державних цінних паперів і, здебільшого, із переходом її від державної до приватної власності.

Не менш важливе значення у забезпеченні функціонування ринку державних цінних паперів займає наявність ефективної нормативно-правової бази. Так, європейське законодавство має стати орієнтиром для подальшого розвитку та удосконалення вітчизняного законодавства. Виходячи з цього, проведемо порівняльний аналіз нормативної бази зарубіжних країн. Наприклад, у Франції ринок державних цінних паперів регулюється значною кількістю законів, які приймалися у різні часи з різних питань – стосовно емісії цінних паперів, торгівлі на ринку цінних паперів, створення органів регулювання.

Товариство французьких бірж – Паризька біржа – відповідає за щоденні операції на ринку, надає інформацію інвесторам, перевіряє заявки на лістинг та ін. Французька Асоціація біржових товариств захищає інтереси перед урядом Франції та у ЄС - виконує функції консультанта з фінансових та юридичних питань.

Так, у Німеччині законодавча база регулювання ринку державних цінних паперів ґрунтується на основі таких законів: «Закон про біржі», «Закон про кредитні операції», «Закон про торгівлю цінними паперами», «Закон про зберігання та придбання цінних паперів». Зазначимо, що основними завданнями Федерального управління фінансового нагляду є забезпечення стабільного функціонування ринку державних цінних паперів, здійснення наглядової та контролюючої функцій, запобігання маніпуляцій на ринку, контроль за дотриманням стандартів та ін. При виконанні функцій у сфері нагляду та контролю за банками, управління тісно співпрацює з Федеральним банком [4, с 160].

Ринок державних цінних паперів Італії регулюється спеціальним органом – Комісією з цінних паперів та бірж. Основним законом виступає Консолідований закон про фінансове посередництво, за допомогою якого регулюється діяльність усіх інституційних учасників, порядок випуску цінних паперів, торгівлі цінними паперами, права та обов'язки органів регулювання.

Якщо характеризувати в цілому організацію регулювання ринку державних цінних паперів зарубіжних країн, то необхідно відзначити, що серед більш ніж 30 країн з розвинутими ринками цінних паперів, більше 50% країн мають самостійні відомства з цінних паперів (модель США), приблизно в 15% країн за ринок цінних паперів відповідає Міністерство фінансів, ще в 15% країн – змішане управління. У країнах з банківською моделлю інвестування на ринку державних цінних паперів (Австрія, Бельгія, Німеччина) основну відповідальність за ринок цінних паперів здійснює Центральний банк або орган банківського нагляду. У Швейцарії немає єдиного державного органу, що здійснює централізоване регулювання ринку державних цінних паперів, ці

функції поділені на регіони – Катони. І спеціальні органи, що відповідають за функціонування всіх законодавчих положень на ринку державних цінних паперів відсутні [5, с. 18].

Зазначимо, для українського ринку державних цінних паперів успішна інтеграція у світовий фінансовий ринок значною мірою залежить від розуміння аналогічних процесів саме в Європі. Існуючий досвід європейських структур у регулюванні фінансових ринків дає можливість швидко, оптимально і якісно інтегрувати вітчизняний ринок державних цінних паперів у світовий інвестиційний простір. Відповідно, така тенденція потребує суттєвих змін у державному і корпоративному управлінні та на приватному рівні. Відтак, ринок державних цінних паперів України все ж знаходиться на стадії розвитку та потребує удосконалення всіх його систем. Слід зазначити, що інтеграція у світовий фондовий ринок може бути запорукою як економічного росту так і вдалого зростання вітчизняного ринку цінних паперів, розширення кола його інститутів.

**Висновки.** Проаналізувавши світовий досвід функціонування ринку державних цінних паперів, можна зауважити, що на даний момент, ефективну систему регулювання українського ринку державних цінних паперів ще не створено. Насамперед, це пов'язано із відсутністю дієвого механізму реалізації положень законодавства у даній сфері. Варто зазначити, що головними проблемами в регулюванні ринку державних цінних паперів України є: недосконала законодавча база, висока плинність кадрів та низька кваліфікація співробітників як регулюючих органів, так і професійних учасників, з огляду на те, що ринок цінних паперів України має порівняно малий досвід функціонування, відсутність законодавства, яке б стимулювало розвиток цінних паперів як самостійного інвестиційного середовища. Таким чином, для того щоб максимізувати ефективність ринку державних цінних паперів необхідно реалізувати низку заходів, створити необхідні умови для його подальшого зміцнення, зокрема збільшити обсяги торгів до рівня, який відповідав б завданням щодо піднесення економіки країни загалом,

розвиток інтернет-трейдингу, запровадження новітніх інструментів на біржових ринках, розроблення прогресивної нормативної бази, а також підвищення активності іноземних інвесторів на українському фінансовому ринку. Західноєвропейський ринок державних цінних паперів, є одним з найбільш розвинених ринків у світі, за ступенем розвитку інфраструктури і за основними ринковими показниками (капіталізація фондового ринку, ліквідність, рентабельність, прозорість) і займає друге місце в світі, поступаючись американському ринку. З огляду на наявні відмінності у рівні розвитку ринків Європейського Союзу та України практично всі аспекти функціонування фондових інститутів ЄС можуть бути значущими для нашої країни з точки зору можливості їхнього застосування.

#### **Бібліографічний список:**

1. Тимошенко Н. М. Ринок державних цінних паперів та основні чинники його розвитку в Україні. Науковий вісник Херсонського державного університету. Сер. : Економічні науки. 2016. Вип. 17(4). С. 119-122.
2. Васильєв О. В. Сучасні трансформації інфраструктури фондового ринку України та Європи. Економіка розвитку. 2016. № 4. С. 16-22.
3. Кужелєв М. О. Фондові біржі як елемент інфраструктури національного ринку цінних паперів: тенденції розвитку. Економічний вісник університету. 2017. Вип. 33(1). С. 343-349.
4. Стецько М. В. Фінансовий ринок України у контексті глобальної конкурентоспроможності. Економічний аналіз : зб. наук. праць. Тернопіль : ТНЕУ, 2016. Т. 25, № 1. С. 159-168.
5. Ричка М. А. Фондовий ринок України в умовах євроінтеграції. Причорноморські економічні студії. 2017. Вип. 16. С. 16-20.

#### **References:**

1. Tymoshenko N. M. (2016). Rynok derzhavnykh tsinnykh paperiv ta osnovni chynnyky yoho rozvytku v Ukraini [The market of government securities and the

main factors of its development in Ukraine]. Scientific Bulletin of Kherson State University. Avg. : Economic Sciences, no 17(4), pp. 119-122.

2. Vasylyev O. V. (2016). Suchasni transformatsiyi infrastruktury fondovoho rynku Ukrayiny ta Yevropy [Modern transformations of stock market infrastructure of Ukraine and Europe]. Economics of development, no 4, pp. 16-22.

3. Kuzhelyev M. O. (2017). Fondovi birzhi yak element infrastruktury natsional'noho rynku tsinnykh paperiv: tendentsiyi rozvytku [Stock exchanges as an element of the infrastructure of the national securities market: trends in development]. University Economic Bulletin, no 33(1), pp. 343-349.

4. Stets'ko M. V. (2016). Finansovyy rynek Ukrayiny u hlobal'niy konkurentospromozhnosti [The Financial Market of Ukraine in Global Competitiveness]. Economic analysis, no 25 (1), pp. 159-168.

5. Rychka M. A. (2017). Fondovyy rynek Ukrayiny v umovakh yevrointehratsiyi [The stock market of Ukraine in the conditions of European integration]. Black Sea Economic Studies, no 16. pp.16-20.