

360-й річниці
Львівського національного університету
імені Івана Франка
присвячено

MINISTRY OF EDUCATION AND SCIENCE OF UKRAINE
IVAN FRANKO NATIONAL UNIVERSITY OF LVIV

I. M. KRUPKA

**Theoretical and Methodological Principles
and Specific Features of the
Ukrainian Financial Market Performance**

Monograph

LVIV
IVAN FRANKO NATIONAL UNIVERSITY OF LVIV
2019

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ЛЬВІВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ІМЕНІ ІВАНА ФРАНКА

І. М. КРУПКА

**Теоретико-методологічні засади
та особливості функціонування
фінансового ринку України**

Монографія

Львів
ЛНУ імені Івана Франка
2019

УДК [336.7:339.7:336.11] (477)"20"
К 84

Рецензенти:

Варналій З. С., доктор економічних наук, професор, Київський національний університет імені Тараса Шевченка;

Грабчук О. М., доктор економічних наук, доцент, Дніпровський національний університет імені Олеся Гончара;

Нікіфоров П. О., доктор економічних наук, професор, Чернівецький національний університет імені Юрія Федьковича;

Пасічник Ю. В., доктор економічних наук, професор, Державний науково-дослідний інститут інформатизації та моделювання економіки

*Рекомендовано до друку Вченою Радою
Львівського національного університету імені Івана Франка
(протокол № 58/11 від 28 листопада 2018 р.)*

Крупка І. М.

К 84 Теоретико-методологічні засади та особливості функціонування фінансового ринку України: монографія / І. М. Крупка. – Львів: ЛНУ імені Івана Франка, 2019. – 823 с.

ISBN 978-617-10-0426-9

Висвітлено теоретичні засади, сутність і значення фінансового ринку в економічному розвитку, розкрито сучасний інструментарій дослідження, оцінено вплив економічної політики держави на ефективність його функціонування. Розглянуто актуальні проблеми, стан та особливості модернізації вітчизняного фінансового ринку крізь призму суспільно-економічних трансформацій в умовах інтеграції у світовий фінансовий простір. Досліджено специфіку формування попиту на грошові кошти та їхньої пропозиції в розрізі різних сегментів фінансового ринку України. Обґрунтовано необхідність удосконалення механізму державного регулювання фінансового ринку в руслі глобальних тенденцій економічного розвитку та з реагуванням на поточні виклики й загрози. Запропоновано стратегічні напрями його реформування та підвищення рівня ліквідності для зміцнення конкурентоспроможності національної економіки.

Для наукових працівників, викладачів, підприємців, політиків, аспірантів, студентів, які вивчають сучасні реалії і перспективи розвитку фінансової складової вітчизняної та світової економіки, а також широкого кола читачів, які цікавляться питаннями фінансового ринку.

УДК [336.7:339.7:336.11] (477)"20"

© Крупка І. М., 2019

ISBN 978-617-10-0426-9

© Львівський національний університет
імені Івана Франка, 2019

ЗМІСТ

ВСТУП	7
Розділ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ТА РОЛЬ ФІНАНСОВОГО РИНКУ В СИСТЕМІ ЕКОНОМІЧНИХ ВІДНОСИН	13
1.1. Економічна природа, значення і сегменти фінансового ринку.....	13
1.2. Суб'єкти та інфраструктура фінансового ринку.....	42
1.3. Теоретичні засади та роль міжнародного переміщення фінансового капіталу в умовах формування світового фінансового простору.....	73
Розділ 2. МЕТОДОЛОГІЯ ДОСЛІДЖЕННЯ ФІНАНСОВОГО РИНКУ	117
2.1. Методологічні підходи до дослідження фінансового ринку.....	117
2.2. Фінансовий ринок та інституційні засади його функціонування.....	134
2.3. Науково-методичні особливості оцінювання фінансового ринку.....	150
Розділ 3. СУЧАСНИЙ ІНСТРУМЕНТАРІЙ ДОСЛІДЖЕННЯ ФІНАНСОВОГО РИНКУ	166
3.1. Інструменти дослідження фінансового ринку на мікро- та мезорівні економіки.....	166
3.2. Поведінкові аспекти діяльності економічних суб'єктів на фінансовому ринку.....	193
3.3. Концепції та інструментарій дослідження фінансового ринку на макрорівні економіки.....	222
3.4. Сучасні науково-прикладні засади інтеграції фінансового ринку у світовий фінансовий простір.....	265

Розділ 4. ГЕНЕЗИС ТА ОЦІНКА СТАНУ ФІНАНСОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ ЗА УМОВ ПОСИЛЕННЯ ГЛОБАЛІЗАЦІЙНИХ ПРОЦЕСІВ.....	296
4.1. Еволюція вітчизняного ринку боргових цінних паперів.....	296
4.2. Залучення грошового капіталу на ринку пайових цінних паперів.....	322
4.3. Оцінка діяльності фінансових посередників на кредитному ринку.....	359
Розділ 5. ОСОБЛИВОСТІ ТА СУПЕРЕЧНОСТІ ІНТЕГРАЦІЇ ФІНАНСОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ У СВІТОВИЙ ФІНАНСОВИЙ ПРОСТІР.....	397
5.1. Домінантні тенденції та суперечності інтеграції фінансового ринку України у світовий фінансовий простір.....	397
5.2. Іноземний капітал у структурі вітчизняного фінансового ринку.....	428
5.3. Особливості та проблеми доларизації фінансового ринку України.....	459
Розділ 6. СТРАТЕГІЧНІ НАПРЯМИ ТА РЕГУЛЯТОРНІ ЧИННИКИ РОЗВИТКУ ФІНАНСОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ.....	483
6.1. Системні ризики та фінансова безпека України в умовах глобальних викликів і гібридних загроз.....	483
6.2. Пріоритетні напрями та проблемні аспекти інтеграції вітчизняного фінансового ринку в глобальний фінансовий простір.....	506
6.3. Нові вектори державного регулювання фінансового ринку України за умов поглиблення інтеграційних процесів.....	531
ВИСНОВКИ.....	550
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	567
ДОДАТКИ.....	644

*“Економічний стан народу – се головна підстава
цілого його життя, розвою і поступу”*

Іван Франко, Лист до О. Рошкевич 1878 р.

ВСТУП

За умов посилення євроінтеграційних процесів щораз більшого значення набуває наявність належно організованого фінансового ринку, який є природним і водночас проблемним середовищем фінансової діяльності держави, корпорацій та домогосподарств. Як невід’ємна складова національної економіки, фінансовий ринок виник унаслідок об’єктивної потреби в мобілізації коштів для фінансування інвестиційних і споживчих видатків економічних суб’єктів, може успішно розвиватися лише в разі конкурентних умов діяльності його учасників і сприяє підвищенню ефективності функціонування всіх її сфер та галузей, а також зростанню рівня життя населення.

В Україні доволі тривалий час не вдається вирішити низки важливих завдань з розбудови національної економіки, тому сьогодні перед країною постають, окрім нагромаджених господарських і соціальних, також нові проблеми, спричинені глобалізацією, європейською інтеграцією та російською агресією. Швидкість і повнота їхнього подолання залежатиме від того, наскільки реалістичними є програми подальшого реформування вітчизняної економіки в ході ринкових перетворень. Як свідчить досвід попередніх років, подібні програми часто були непослідовними, а їхнє втілення відбувалося вибірково та надто повільно, адже залежало від політичної кон’юнктури. Унаслідок цього, після остаточного вибору європейського вектора, Україні доводиться одночасно вирішувати як нагромажені, так і нові завдання щодо організації національної економіки, а відтак – перейти до інноваційної моделі її розвитку та сформувати надійний фундамент зростання добробуту населення.

Незважаючи на досягнуті позитивні зрушення в національній економіці за роки незалежності, її подальший сталий і динамічний розвиток стане можливим за умови модернізації матеріально-технічної бази, що потребує відповідного фінансування за рахунок отримання коштів від широкого кола вкладників: вітчизняних та іноземних фізичних і юридичних осіб, держав, міжнародних фінансових інституцій. Загалом економіка України могла б виходити з кризового стану і структурно перебудовуватись завдяки лише власним фінансовим ресурсам, проте, за оцінкою фахівців, це тривало б десятиліття. Пришвидшити цей процес можливо на засадах модернізації національного фінансового ринку та його інтеграції в європейський і загалом світовий фінансовий простір.

Успішність процесів європейської інтеграції залежить від послідовності та інтенсивності формування ринкових відносин в Україні. Найгостріше у цьому контексті, на наш погляд, постає питання підвищення ліквідності та стабільності функціонування фінансового ринку. Гібридна війна з Росією призвела до збільшення попиту на позикові кошти з боку уряду, ускладнення їхнього залучення на міжнародному ринку та до обмеженості коштів для фінансування реформ. Водночас реформований, високоліквідний та ефективний вітчизняний фінансовий ринок дасть змогу мінімізувати цей вплив та сприятиме стабільному й прогнозованому розвитку всіх секторів національної економіки. Це спонукає Україну до пошуку взаємовигідних механізмів інтеграції вітчизняного фінансового ринку передусім у європейський та світовий фінансовий простір, що можливе за умов проведення комплексної оцінки його стану й розроблення конструктивних пропозицій. Зазначене зумовлює необхідність виконання теоретичного аналізу й узагальнення світового досвіду регулювання розвитку фінансового ринку та визначення перспектив його застосування в Україні. З огляду на це дослідження основних проблем функціонування фінансового ринку України та способів їхнього вирішення є актуальним.

Фінансовий ринок – предмет постійних наукових пошуків іноземних та вітчизняних учених. На особливу увагу заслуговують праці класиків економічної думки, зокрема: Д. Акерлофа, Е. Бріггема, Л. Вальраса, Г. Габбарда, Дж. Герлі, Дж. Гікса, П. Друкера, У. Зильбара, Д. Канемана,

Дж. Кейнса, Дж. Кокса, Дж. Лінтнера, Г. Марковіца, Р. Мертона, Ф. Мишкіна, М. Міллера, Ф. Модільяні, Ж. Моссена, А. Сміта, Д. Стігліца, Н. Талеба, Д. Тобіна, М. Туган-Барановського, М. Фрідмана, У. Шарпа, М. Шолз, Й. Шумпетера та ін. Серед вітчизняних учених, які в процесі вивчення еволюції фінансового ринку України досліджували економічну природу, проблематику організації його функціонування та державного регулювання і висвітлили це в наукових працях, доцільно виокремити О. Абакуменко, Л. Алексеєнко, В. Базилевича, О. Барановського, І. Бланка, З. Варналія, О. Василика, З. Васильченко, О. Ватаманюка, У. Владичин, О. Вовчак, А. Вожжова, Ю. Воробйова, А. Гальчинського, В. Гейця, О. Грабчук, О. Данілова, А. Єпіфанова, Т. Заболоцького, В. Зимовця, О. Іваницьку, Г. Калач, М. Карліна, Р. Квасницьку, М. Коваленка, Ю. Коваленко, О. Колодізева, В. Корнєєва, Ю. Кравченко, В. Лагутіна, С. Лондара, І. Лук'яненко, В. Лук'янова, О. Любкіну, І. Лютого, В. Міщенко, С. Науменкову, П. Нікіфорова, С. Онишко, В. Опаріна, С. Панчишина, Ю. Пасічника, О. Підхомного, Н. Приказюк, Л. Примостки, Б. Пшика, С. Реверчука, І. Рекуненка, О. Рожка, М. Савлука, В. Смагіна, О. Солодку, Г. Терещенко, В. Унінець-Ходаківську, В. Федосова, В. Шелудько, І. Школьник, І. Чуницьку, С. Юрія. Водночас проблеми взаємодії та інтеграції національного й міжнародного фінансового ринків досліджували С. Боринець, Т. Богдан, Н. Внукова, Ж. Гарбар, Л. Волощенко, Я. Жаліло, В. Кабанов, Д. Лук'яненко, З. Луцишин, О. Мозговий, С. Мошенський, О. Рогач, А. Філіпенко, І. Шкодінна та ін. Незважаючи на значний доробок учених, низку аспектів фінансового ринку ще не з'ясовано, оскільки це складна динамічна система, що постійно зазнає трансформацій.

Результати проведених досліджень не можуть повною мірою задовольнити потреби теорії і практики розвитку вітчизняного фінансового ринку в умовах євроінтеграції. Не вирішеними є проблеми визначення місця та ролі фінансового ринку в цифровій економіці, недостатньо розкриті питання захисту національних інтересів України у фінансовій сфері в разі негативного впливу зовнішніх чинників та гібридних загроз. Також важливе врахування впливу процесів європейської інтеграції на системні трансформації вітчизняного фінансового ринку, визначення їхніх наслідків і значення для фінансових відносин у державі. Водночас динамічні зміни в

розвитку економічних відносин завдяки впровадженню новітніх досягнень науки, техніки й технологій зумовлюють потребу осмислення й теоретичного та методологічного обґрунтування питання реформування механізму державного регулювання фінансового ринку зокрема та всієї фінансової системи України загалом за умов фінансової глобалізації, посилення процесів конвергенції та фінансіалізації вітчизняної і світової економіки. Необхідність вирішення окреслених проблем фінансового ринку України та її фінансового простору є підтвердженням актуальності й практичної значущості цього напряму наукових досліджень у контексті нових викликів та суспільних запитів.

Метою дослідження є обґрунтування теоретико-методологічних основ і розроблення практичних рекомендацій щодо вдосконалення функціонування вітчизняного фінансового ринку за умов гібридних загроз та інтеграції до світового фінансового простору задля розширення його можливостей фінансування реального сектора та зміцнення на цій основі конкурентоспроможності економіки України.

Об'єкт дослідження – фінансовий ринок України. Предметом дослідження є теоретико-методологічні, методичні та практичні аспекти функціонування фінансового ринку України в умовах інтеграції до світового фінансового простору.

З урахуванням зазначеного вище монографія відрізняється від низки інших праць з проблематики фінансового ринку і виконана на основі комплексного підходу, що дало змогу розкрити наукову позицію автора, відповідно до якої формування економічної системи відкритого типу практично неможливе без прозорого та високоліквідного фінансового ринку і вільного міжнародного переміщення фінансового капіталу. Реалізація цієї концептуальної максими – зростання рівня адаптивності вітчизняного фінансового ринку до інтеграційних процесів у глобальному фінансовому просторі. Тому сучасні процеси розвитку фінансового ринку оцінено в розрізі таких параметрів інтегрованості, як відкритість, доступність, єдність, а також мобільність, ліквідність, прозорість, інформаційна асиметрія та ін.

У монографії узагальнено та поглиблено теоретичні основи дослідження фінансового ринку, визначено його особливості та роль в економіч-

ній системі, критично переосмислено й уточнено економічний зміст поняття “фінансовий ринок”, розкрито його складові та інструментарій. Розглянуто мотиви і психологічні аспекти ухвалення рішень економічними суб’єктами та їхній вплив на стабільність функціонування фінансового ринку. Наголошено, що зростання потреб економічних суб’єктів у коштах для забезпечення своєї життєдіяльності зумовлює пошук нових форм їхньої мобілізації (придбання), тобто постійно відбувається процес створення інноваційних фінансових інструментів. З огляду на те, що економічна система України стала більш відкритою, розглянуто різні організаційно-економічні форми міжнародного переміщення фінансового капіталу та чинники, які на нього впливають, а також методологічні підходи до оцінки інтеграції вітчизняного фінансового ринку у світовий фінансовий простір.

Виділено структурні складові методології дослідження фінансового ринку, сформульовано його основні напрями, розглянуто та систематизовано принципи, підходи, методи й етапи. Удосконалено схеми інституційної структури фінансового ринку та його інституційного механізму. Розроблено поетапну систему оцінювання фінансового ринку, для кожного з яких виокремлено відповідні методи і показники. З огляду на різноманітність методів та інструментів для цілісного дослідження фінансового ринку аргументовано необхідність їхнього поєднання та комплексного застосування в межах усталених загальнонаукових методологічних підходів – системного, інституційного, синергетичного, біхевіористського та програмно-цільового.

Висвітлено науково-методичні основи аналізу й дослідження закономірностей, особливостей і чинників формування моделей фінансової поведінки економічних суб’єктів. Розглянуто теоретичні підходи до процесу формування попиту на грошові кошти і їх пропозиції на макrorівні економіки. Схарактеризовано й оцінено вплив центрального банку на формування рівноважної ціни грошей (процентної ставки) на фінансовому ринку країни, а також запропоновано науково-обґрунтований підхід до вдосконалення методології визначення Національним банком України обсягу грошової маси. Крім того, наведено чинники впливу на формування валютного курсу національної грошової одиниці у довготерміновому та короткотерміновому періодах.

Визначено специфіку вітчизняного фінансового ринку в розрізі таких його сегментів, як ринок боргових цінних паперів, ринок пайових цінних паперів, а також діяльність фінансових посередників на кредитному ринку, з'ясовано загальний рівень його розвитку в державі. Розглянуто процес формування фінансової інфраструктури й архітектури ринку, роль інституційних інвесторів у його розвитку. Проаналізовано міжнародні фінансові потоки й обставини інтеграції фінансового ринку України у світове глобалізоване фінансове середовище, оцінено їхній вплив на структурні зрушення в національній економічній системі. Досліджено сучасні особливості вітчизняного фінансового ринку в руслі тенденцій його доларизації та висвітлено вплив цих процесів на соціально-економічний розвиток країни.

Обґрунтовано необхідність підвищення рівня економічної безпеки фінансового ринку та фінансових посередників за умов зростання нестабільності й гібридних загроз. Наголошено, що утвердження європейської моделі розвитку держави і надалі є системною основою посилення конкурентоспроможності національної економіки та її динамічного поступу, з огляду на що визначено пріоритетні напрями інтеграції фінансового ринку України у світовий фінансовий простір та розглянуто можливі перспективи й загрози. У контексті фінансового забезпечення економічного розвитку сформульовано нові вектори та механізми регулювання фінансового ринку України.

Аргументовано, що дієвість та результативність застосування тих чи інших інструментів регулювання фінансового ринку значно залежить від виваженості фінансової політики держави, у цьому разі важливим є поглиблення міжнародної економічної інтеграції та узгодження національного законодавства з європейським. Безсумнівно, що саме це і є підґрунтям для сталого економічного розвитку на засадах інвестиційно-інноваційної моделі, подальшої модернізації перспективних галузей і виробництв національної економіки з урахуванням особливостей та потенціалу всіх регіонів України.

Розділ 1

ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ТА РОЛЬ ФІНАНСОВОГО РИНКУ В СИСТЕМІ ЕКОНОМІЧНИХ ВІДНОСИН

1.1. Економічна природа, значення і сегменти фінансового ринку

На сучасному етапі розвитку цивілізації провідну роль у процесі забезпечення економічного зростання більшості країн світу відіграють фінансова та інноваційна системи, оскільки забезпечують структурні зрушення у національних економіках. Усвідомлення того, що вирішення складних політико-економічних, науково-технічних і соціально-демографічних проблем розвитку ринкової економіки неможливе без відповідного фінансування, зумовлює необхідність ґрунтовного теоретико-методологічного дослідження фундаментальних економічних категорій фінансової науки, фінансових відносин та послідовного удосконалення національного фінансового простору в контексті реалізації стратегічного курсу розвитку країни і підвищення ефективності механізмів акумулювання й перерозподілу коштів у вітчизняній економічній системі. Інноваційні процеси в сфері фінансів та реформування фінансових систем у розвинених країнах упродовж останніх десятиріч значно пришвидшилися, що сприяло модернізації виробництва, соціалізації фінансово-економічних відносин, підвищенню рівня життя населення.

Системне реформування вітчизняної соціоекономічної системи за умов посилення глобалізаційних процесів, зовнішніх гібридних загроз і викликів та досягнення Урядом України стратегічних цілей розвитку зумовлюють необхідність вибору пріоритетних напрямів адекватних змін в економічній і фінансовій системах країни, а підвищення ефективності функціонування фінансового ринку є одним із найважливіших завдань урядової середньотермінової програми розвитку держави [388].

Світовий досвід неодноразово засвідчив, що нормальне функціонування і розвиток національної економіки неможливі без належного регулювання державою значної частини фінансово-економічних відносин. Стан фінансових відносин безпосередньо впливає на економічне зростання та є вагомим чинником формування конкурентного середовища, упровадження

інновацій, зростання рівня зайнятості населення, підвищення ефективності функціонування національної економіки, унаслідок чого зростає міжнародний авторитет суверенної держави. Досягнення зазначеної мети цілком можливе за виваженої фінансової політики, що спрямована на підтримку сталого соціоекономічного поступу й модернізацію вітчизняної економіки.

Особливість ринкової економіки проявляється в тому, що питання господарської діяльності вирішуються взаємодією попиту і пропозиції, які формуються в різноманітних сегментах національного ринку. За сучасного розмаїття ринків і пропонованих ресурсів пріоритетним нині, на наш погляд, є власне фінансовий ринок, який безпосередньо відображає ефективність функціонування інших ринків та найбільше зумовлює рівень розвитку економічної системи країни. Фінансовий ринок як важлива складова фінансової системи сприяє ефективному функціонуванню інших сфер і ланок національного господарства.

У сучасних умовах розвиток національної економіки значно залежить від ефективності фінансової системи, під якою іноземні вчені-економісти [730, с. 34] розуміють (рис. 1.1) мережі ринків та інститутів, які є посередниками між заощадниками і позичальниками. Водночас сукупність сегментів фінансового ринку і фінансових посередників визначають як структуру фінансової системи, у складі якої фінансовий ринок та фінансових посередників розглядають як дві її сфери [141, с. 36].

За допомогою фінансового ринку суб'єкти господарювання та домогосподарства мають змогу безпосередньо за певну плату передати позичальникам у користування тимчасово вільні кошти¹ [493, с. 595]. Передання грошей² засвідчують відповідними правовими документами³ (борговими

¹ Під тимчасово вільними коштами розуміємо гроші, які перебувають у вільному розпорядженні економічних суб'єктів, тобто для: домогосподарств – це нагромаджені у грошовій формі заощадження і та частина поточних доходів, яка не витрачена на споживання; суб'єктів господарювання – кошти в касі, а також ті, які перебувають на поточних (розрахункових) рахунках у фінансових установах; держави (органів державної влади) – кошти на рахунках, за якими не закріплено цільове використання (профіцит бюджету).

² Грошові кошти (гроші) – готівка, кошти на рахунках у банках та депозити до запитання [377].

³ Ці документи називають “Фінансовими інструментами (*financial instrument*)” – це будь-який контракт, результатом якого є створення фінансового активу в одного суб'єкта господарювання і фінансового зобов'язання або інструменту власного капіталу в іншого суб'єкта господарювання [280].

розписками, кредитними договорами, облігаціями тощо), які підтверджують фінансово-економічні відносини між заощадниками й позичальниками і є активами⁴ для перших та зобов'язаннями для других.



Рис. 1.1. Складові фінансової системи та організація руху грошових коштів у ринковій економіці (за Г. Габбардом [730, с. 37])

Організація переміщення грошей (у готівковій чи безготівковій формі) від тих, хто може та готовий витратити менше, ніж міг би, до тих, хто хоче збільшити власне поточне споживання або має перспективні інвестиційні можливості, і є функцією фінансового ринку та фінансових посередників, яку реалізують через різні механізми й інструменти.

⁴ Фінансові активи (*financial assets*) НБУ поділяє на – 1) грошові кошти та їх еквіваленти; 2) контракт, що надає право отримати грошові кошти або інший фінансовий актив від іншого економічного суб'єкта; 3) контракт, що надає право обмінятися фінансовими інструментами з іншим економічним суб'єктом на потенційно вигідних умовах; 4) інструмент власного капіталу іншого підприємства.

Водночас МВФ фінансові активи поділяє на: 1) двосторонні активи, відношення між двома сторонами (актив та зобов'язання) – готівка та депозити; позика, цінні папери, крім акцій; похідні фінансові інструменти, якими торгують на ринку; акції та інші інструменти участі в капіталі; комерційні кредити; інші рахунки дебіторів і кредиторів; 2) активи без паралельних зобов'язань – монетарне золото, СПЗ; 3) умовні Ф.а. – угоди про подальший викуп, фінансовий лізинг; 4) позабіржові похідні фінансові інструменти – більшість свопів та угод про майбутню процентну ставку; інші похідні фінансові інструменти, які мають ринкову вартість [502].

Функціонування фінансового ринку та діяльність фінансових посередників забезпечує пряме і непряме фінансування діяльності економічних суб'єктів (агентів). У процесі руху грошей фінансова система пропонує заощадникам і позичальникам три головні види послуг: забезпечення ліквідності, зменшення ризику та інформаційні послуги.

Купівля-продаж тимчасово вільних грошових коштів на фінансовому ринку, як видно з рис. 1.1 може відбуватися безпосередньо між заощадником і позичальником або опосередковано за допомогою фінансових посередників. Співвідношення між ними залежить від історичних передумов (еволюції) та рівня розвитку фінансової системи країни. В одних економіках переважає пряме фінансування, а в інших опосередковане. Для того щоб зрозуміти роль фінансових посередників на цьому ринку необхідно порівняти інтереси заощадників (зазвичай, домогосподарств) та позичальників (зазвичай, корпорацій). Так, заощадники, здебільшого, потребують вкласти дрібні суми коштів, причому з можливістю постійного доступу до них, неохочі до ризику, погано знають інвестиційні можливості фірм, а позичальникам необхідні кредити на значні суми, причому бажано на тривалий термін, їх інвестиційні проекти пов'язані зі значними ризиками, а також володіють повною інформацією про бізнес-проекти.

Крім того, що фінансові посередники усувають ці розбіжності в інтересах економічних суб'єктів, вони ще: 1) суттєво зменшують трансакційні витрати, тобто час та гроші, витрачені на здійснення фінансових операцій за рахунок відповідного досвіду і професійних можливостей; 2) мінімізують проблему асиметричності інформації, з якою стикаються на двох етапах: до і після операції. До укладення угоди – це проблема “несприятливого вибору”, яка виникає тоді, коли ненадійні позичальники надзвичайно активно прагнуть взяти кредит і тому мають більше шансів його отримати, а після – проблема “морального ризику”, яка полягає в тому, що позичальник може змінити свою поведінку під час виконання умов угоди, наприклад використати кредитні кошти не за цільовим призначенням.

Таким чином, фінансові посередники підвищують ефективність фінансування, створюючи переваги як для кредиторів, так і для позичальників, зокрема такі як: 1) зменшення кредитних ризиків (неповернення боргу) через диверсифікацію вкладень за видами фінансових інструментів, тривалістю і

кредиторами; 2) пошук надійних позичальників шляхом їх відбору за спеціальними процедурами, а для позичальників – відбір прийнятних кредиторів; 3) зниження кредитних ставок унаслідок зменшення ризиків; а також задовольняють попит позичальників на великі кредити, маючи ділові зв'язки з багатьма дрібними заощадниками та сприяють перетворенню короткотермінових кредитів у довготермінові [611, с. 70–74].

Зазначимо, що фінансове посередництво в різних країнах має свою специфіку, тому що фінансово-кредитні системи, в яких вони працюють суттєво відрізняються за різними параметрами, а саме: кількістю учасників, механізмами їх взаємодії, класифікацією фінансових інститутів, набором та обсягом доступних фінансових інструментів, нормативно-правовим регулюванням, усталеними традиціями та звичаями, ментальністю й психологічними аспектами ухвалення фінансових рішень тощо. Принагідно зауважимо, що продаючи грошові ресурси (надаючи кредит) фінансові посередники, зокрема банки, трансформуючи тимчасово вільні кошти заощадників (залучені як депозити чи за рахунок продажу власних цінних паперів) у довготермінові кредити спроможні також самі створювати гроші, але не безмежно (*п. 3.3*).

Водночас в Україні вітчизняні вчені-економісти [59; 127; 179] досліджують фінансову систему та розглядають її у двох аспектах, зокрема, як сукупність: 1) складових і ланок (відособлена складова) фінансових відносин, які мають певні особливості в мобілізації й використанні фінансових ресурсів, а також відповідний апарат управління та нормативно-правове забезпечення; 2) фінансових установ країни. Принципово важливим при цьому є той факт, що “фінансову установу” [127] визначають як таку, що входить до складу фінансової системи країни, виконує операції з фінансовими ресурсами чи регулює фінансові зв'язки та відносини. До фінансових установ зачисляють “банківські установи, кредитні спілки, ломбарди, лізингові компанії, довірчі товариства, страхові компанії, установи накопичувального пенсійного забезпечення, інвестиційні фонди і компанії та інші юридичні особи, винятковим видом діяльності яких є надання фінансових послуг”. З огляду на це можна зробити висновок, що фінансову систему ототожнюють з фінансовими посередниками, які надають відповідні послуги, а інфраструктура фінансового ринку (фондові біржі, реєстратори

цінних паперів тощо) залишилася поза їхньою увагою. На нашу думку (рис. 1.2), сукупність фінансових відносин – це фінансовий простір (поняття вищого рівня агрегування), а фінансова система⁵ – його складова, яка виконує однорідні завдання (забезпечує передання коштів від тих, хто має їх у надлишку, до тих, хто їх потребує) в системі економічних відносин.

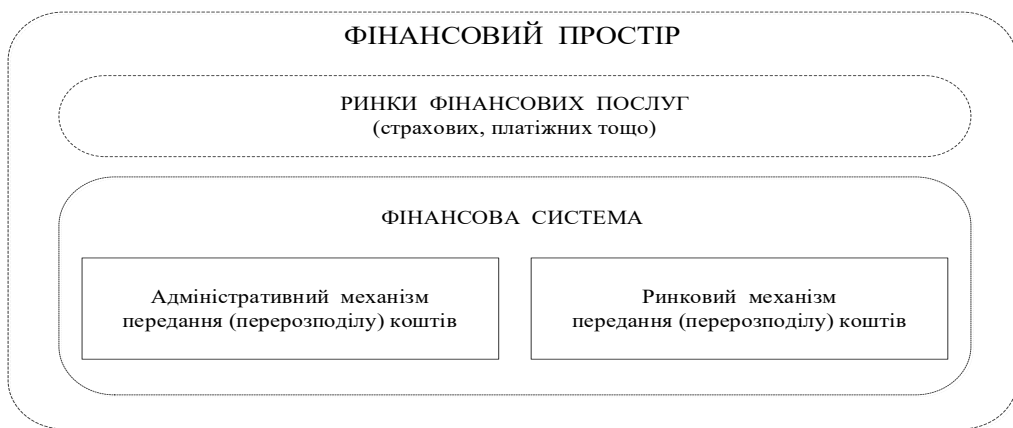


Рис. 1.2. Складові національного фінансового простору
Джерело: розроблено автором.

Фінансова система як складова національного фінансового простору, на наш погляд, складається з ринкового та адміністративного механізму передання (перерозподілу) коштів заощадників, які споживають менше ніж отримують, до тих, хто їх потребує (позичальників) для фінансування споживання чи інвестиційних проектів. Разом з ринками фінансових послуг фінансова система в сучасних умовах господарювання формує національний фінансовий простір. Управління національним фінансовим простором, на думку Т. Єфименко [121, с. 9], охоплює низку важелів і механізмів для досягнення певних макроекономічних цілей за допомогою інструментів фінансової політики, які використовують в грошово-кредитній та бюджетно-податковій сферах.

Зазначимо, що з позиції економічної теорії будь-яка економічна система – це сукупність механізмів організації економіки [9, с. 17], які тісно

⁵ Поняття “система” – це однорідність завдань, організаційно об’єднаних в одне ціле [118, с. 179].

пов'язані між собою і безперервно взаємодіють, а самі механізми створюють як сили ринку, так і державні інститути. Таким чином до фінансового ринку як складової (підсистеми) фінансового простору країни доцільно віднести також інститути, які провадять безпосередню організацію, моніторинг і регулювання його функціонування, тобто фінансову архітектуру⁶. Тому можна стверджувати, що фінансовий ринок з погляду організації ринкової форми (механізму) руху грошей містить три складові: суб'єкти, інфраструктуру та архітектуру.

Для регулювання ділової активності та підвищення ефективності економічної політики урядові важливо знати, який з варіантів фінансування – прямий чи опосередкований – переважає в економічній системі країни. Тенденції соціоекономічного розвитку свідчать, що в Україні домогосподарства щораз більше дізнаються про ринки акцій та облігацій, проте пряме фінансування не є для суб'єктів господарювання найважливішим джерелом залучення коштів. Більшість грошей, залучених ззовні нефінансовими установами, припадає на позики фінансових інститутів (переважно банківських установ) і значно менша частка – на випуск (емісію) облігацій, акцій та надання міжфірмових (корпоративних) кредитів. Таке співвідношення притаманне всім країнам світу. Наприклад, у США [730, с. 38], фондовий ринок яких є найрозвиненішим з-поміж усіх ринків, на нові випуски акцій наприкінці ХХ ст. припадало лише близько 2 % залучених коштів компаніями ззовні. Частка облігацій була значно вищою, навіть дещо перевищувала 30 %. Основна ж частина залучених позичальниками коштів – майже дві третини – припадала на позики банків та інших фінансових посередників. Домогосподарства також більшу частину потрібних їм коштів позичали у фінансових посередників.

З початку ХХІ ст. у наслідок фінансіалізації роль фінансового ринку та його вплив на функціонування національної економіки стає визначальним, і сьогодні від нього залежить стабільність соціоекономічної системи країни та перспективи її розвитку в майбутньому. Стабільний і розвинений фінансовий ринок може значно полегшити вирішення ключових завдань,

⁶ Фінансова архітектура – це кодекси поведінки, державний регулятор(и) та саморегульовальні організації, які відповідають (забезпечують) за стабільне функціонування фінансового ринку, тобто за недопущення і врегулювання криз.

які стоять перед вітчизняною економікою, та забезпечити стає економічне зростання, належні умови для структурних змін і поглиблення інтеграції у світове господарство.

Фінансовий ринок є обов'язковим елементом сучасної ринкової економічної системи, який розвивається чи не найшвидше з-поміж решти складових, а перелік його фінансових інструментів постійно розширюється. Учасниками фінансового ринку є всі економічні суб'єкти, діяльність та мотиви фінансової поведінки яких є актуальними для дослідження. Проте найактивнішими гравцями на фінансовому ринку є фінансові посередники, які пропонують свої послуги у вигляді різноманітних фінансових інструментів (продуктів). Тому дослідженню функціонування фінансових посередників присвячено окремий пункт, а наголос на банківських установах зроблено з двох причин, оскільки вони: 1) є найбільшими фінансовими посередниками; 2) надають позики багатьом секторам економіки, у тому числі домогосподарствам, фірмам та уряду.

Звернемо увагу, що під час існування адміністративно-командної економіки фінансовий ринок замінювали механізмом централізованого розподілу всіх видів ресурсів (фінансових, матеріальних, трудових), і тільки в системі міжнародних фінансових відносин соціалістичні країни вимушені були виконувати функції суб'єктів ринкових відносин. Тому у вітчизняній теорії фінансів того періоду досліджували тільки міжнародний фінансовий ринок.

Проголошення незалежності України та зміна економічної системи з адміністративно-командної на ринкову зумовили появу вітчизняного фінансового ринку, а також потребу вирішення проблем його організаційно-правової розбудови. Зрозуміло, що український фінансовий ринок, який за світовими часовими мірками лише почав формуватися, мав певну фрагментованість, що виявлялася в недостатній кількості професійних учасників, якості їхньої спеціалізації, слабких зв'язках між ними. Розвинені фінансові ринки є більш диференційовані (зорієнтовані на максимальне задоволення фінансових потреб клієнтів), і їхню структурну сегментацію та фрагментованість компенсують посиленням інтегрованості на основі інформаційних технологій та процесів конвергенції між фінансовими посередниками.

Наголосимо, що сьогодні національні фінансові ринки мають певні особливості, зумовлені як специфікою економічних характеристик країн, так і конкретними рисами їх державного й правового устрою, принципами побудови та механізмами організації національної економіки. Власне фінансовий ринок забезпечує взаємодію і взаємозв'язок усіх інших ринків (факторів виробництва, товарів і послуг тощо) та є дуже чутливим до порушення ринкової рівноваги в них, особливо за умов інформаційної економіки, яка значно пришвидшила передавання імпульсів та, відповідно, суттєво посилила їх взаємозв'язки. Водночас завдяки формуванню інформаційної (цифрової) економіки посилилися процеси глобалізації та інтеграції національних фінансових ринків, які практично утворюють єдиний фінансовий простір, що набуває рис потужного джерела грошових коштів у світовому масштабі. З огляду на нові світові реалії постає необхідність дослідження вітчизняного фінансового ринку з урахуванням сучасних тенденцій розвитку суспільних відносин і технологічних досягнень.

Загалом поява фінансового ринку історично пов'язана з формуванням ринкових відносин, з виокремленням грошових угод у самостійний сегмент торгівлі, з розвитком боргових, а надалі – пайових і похідних фінансових інструментів [141, с. 36]. Перші фінансові інструменти (боргові розписки, прості векселі) давали змогу налагодити безпосередні фінансові відносини між сторонами грошової угоди, їх не перепродавали на ринку. Згодом у процесі розвитку фінансових відносин у відповідь на потреби економічних суб'єктів з'явилися нові фінансові інструменти, які вже могли перебувати у вільному ринковому обігу, першим із яких був перевідний вексель.

У цьому контексті зазначимо, що поняття “ринок” – це механізм чи інструмент, який зводить покупців та продавців товару або послуги, наслідком дії якого є визначення ціни й кількості необхідних благ [9, с. 144]. Одним з перших словосполучення “фінансовий ринок” (англ. *financial market*) використав Дж. Тобін (*James Tobin* [838; 839; 840; 842]) у наукових працях, опублікованих у 1960-х роках. Згодом це поняття під впливом американських економістів поширилося в інших країнах світу. На сучасному етапі розвитку економічної науки з'ясуванню сутності й проблем функціонування фінансового ринку як важливої складової фінансової системи і його впливу на економічне зростання країни присвячено чимало наукових праць.

В економічній науці визначення сутності фінансового ринку перебуває в центрі уваги майже всіх дослідників, оскільки це складне з погляду теорії і важливе на практиці явище. Водночас сучасна вітчизняна фінансова наука не виробила єдиного (остаточного) підходу до тлумачення сутності фінансового ринку як об'єкта пізнання. Тому його, зазвичай, досліджують у двох важливих аспектах: як економічного явища і як економічної категорії. Перший аспект передбачає з'ясування ролі й місця “фінансового ринку” в економічній системі, причин його виникнення і закономірностей функціонування; другий – аналіз наукового поняття, його взаємозв'язку та співвідношення з іншими економічними термінами. Зазначені аспекти категорійно-понятійного апарату не виключають, а доповнюють і поглиблюють одне одного, оскільки виникнення та розвиток фінансового ринку в реальному господарському житті передбачало появу й теоретичне обґрунтування відповідного наукового поняття.

Зазначимо, що вивчення окремих аспектів фінансово-економічних відносин сягає епохи стародавнього світу й становлення перших держав, однак їхнє системне дослідження почалося в період меркантилізму. Значну увагу на цю сферу відносин звернули представники класичної політичної економії, неокласики, маржиналісти, кейнсіанці, біхевіористи (додаток 1) та ін. Проте досі питання сутності цієї економічної категорії та форми її прояву дискусійні [128]. Однією з причин цього є постійна трансформація фінансових відносин та, відповідно, поява нових фінансових інструментів, а також надто широке тлумачення поняття “фінансовий ринок”, яке охоплює не тільки фінансові зв'язки, а й значну кількість форм відносин власності та їхнього перерозподілу. Крім того, маючи тривале історико-економічне підґрунтя фінансовий ринок, не отримав чіткого понятійного визначення у вітчизняних нормативно-правових актах та економічній літературі, що ускладнює його дослідження.

З функціонального, організаційно-правового, інституційного та історичного погляду термін “фінансовий ринок” і його сутнісні характеристики науковці трактують по-різному, а сам об'єкт, як уже зазначено, досліджують і як економічне явище, і як економічну категорію [141, с. 36]. Для з'ясування сутності цього терміна розглянемо та систематизуємо наявне розмаїття поглядів відомих учених-економістів (додаток 2). Виконаний

аналіз визначень дає змогу стверджувати, що серед учених-економістів вироблено два основні підходи до з'ясування сутності поняття:

1) функціональний⁷, за яким фінансовий ринок – це система ринкових грошово-кредитних відносин, де об'єктом операцій є грошовий капітал, яка виконує акумуляцію та перерозподіл фінансових ресурсів за допомогою фінансових інструментів між економічними суб'єктами (для забезпечення їхніх економічних інтересів, що в підсумку сприяє економічному зростанню та підвищенню ефективності функціонування національної економіки);

2) інституційний, згідно з яким фінансовий ринок – це сукупність спеціалізованих фінансово-кредитних установ, банків, кредитних спілок тощо, які забезпечують рух фінансових ресурсів та є посередниками в процесі перерозподілу фінансових активів між кредиторами й позичальниками, продавцями та покупцями фінансових ресурсів.

Отже, більшість вітчизняних учених-економістів (див. додаток 2) визначає фінансовий ринок як такий, на якому продають та купують фінансові ресурси, активи чи інструменти, і лише окремі – як ринок, на якому продають і купують особливий товар – грошові кошти, надані в користування на певний час у формі позик або назавжди. Справді, економічні суб'єкти виходять на фінансовий ринок саме по гроші⁸, тому його можна визначити як ринок, на якому їх купують за певну плату та взамін надають фінансові зобов'язання (у вигляді різноманітних фінансових інструментів), які дають дохід (процент, дивіденд тощо).

Купівля-продаж тимчасово вільних грошових коштів може набувати різного вигляду (через різноманітні фінансові інструменти), оскільки заощадники та позичальники мають різні фінансові потреби. З огляду на це поведінку покупців та продавців на ринку можна аналізувати з двох

⁷ У науковій літературі нема єдиних підходів до визначення функцій фінансового ринку. Наприклад, В. Іванов та С. Науменкова [141, с. 36] до основних функцій за числили такі: 1) мобілізація (залучення) фінансових ресурсів; 2) розподіл фінансових ресурсів між суб'єктами ринку; 3) перерозподіл вартості ринкових цінностей (фінансових інструментів) на фінансових ринках; 4) надання фінансових послуг. На їхню думку, з функціонального погляду фінансовий ринок можна трактувати як механізм, що забезпечує мобілізацію, розподіл і перерозподіл капіталу між його учасниками та надає фінансові послуги на ринкових умовах.

⁸ Гроші – це специфічний “товар”, який можна обмінювати на всі інші товари.

позицій: 1) товаром є гроші, 2) товаром є фінансові інструменти, наприклад облігації. Якщо товаром є облігація тощо, то це – інвестиційний ринок, і кількість облігацій на ринку змінюватиметься зі зміною їхньої ціни. Якщо товаром є грошові кошти, то це – фінансовий ринок, і їх кількість змінюватиметься зі зміною процентної ставки.

Важливо розуміти, що в сучасній глобалізованій та висококонкурентній економіці цей класичний поділ, на наш погляд, є доволі умовним. Наприклад, корпорація вирішила додатково випустити акції для залучення коштів з метою фінансування будівництва нового заводу (за економічною діяльністю це фінансовий ринок), проте цю емісію неможливо здійснити без процедури андеррайтингу. Однак сьогодні корпорації самостійно її не проходять: надто дорого тримати відповідних фахівців у штаті компанії для проведення процедури (емісії) раз на кілька років, а то й десятиріч, тому здебільшого звертаються до банків (фінансових посередників) за відповідною фінансовою послугою. Отже, щоб залучити кошти на фінансовому ринку, корпорація змушена спершу звернутися до фінансових посередників і вийти на ринок фінансових послуг [232, с. 289]. У підсумку постає запитання: за допомогою якого каналу та якого ринку (фінансового ринку чи ринку фінансових послуг) корпорація залучила кошти?

Такі економічні відносини на фінансовому ринку формуються з метою досягнення ефективності залучення і розміщення коштів. Безумовно, спрямування грошей до позичальника з найменшими трансакційними витратами потребує спеціальних (професійних) знань і відповідного класифікаційного підтвердження. Тому обіг грошового капіталу відбувається за допомогою спеціальних фінансових інститутів – фінансових посередників, які надають відповідні послуги іншим учасникам ринку, а також один одному [187].

Найбільших результатів у теоретичному дослідженні сутності фінансового ринку, на думку А. Задой [128], можна досягти в разі застосування принципів системно-структурного аналізу. Він передбачає визнання об'єкта дослідження певною системою, яка, з одного боку, взаємодіє з іншими економічними сферами як єдине ціле, а з іншого, – є певною сукупністю структурних елементів, здатних взаємодіяти у межах досліджуваної системи та з зовнішнім середовищем. З огляду на зазначене доцільно детальніше розглянути фінансовий ринок з позицій інституційного підходу, який дає

змогу врахувати не тільки системні зв'язки, а й інституційну структуру ринку (п. 1.2). За інституційним підходом фінансовий ринок є складною цілісною системою, що об'єднує інститути, організації та індивідів, між якими існують різнопланові взаємозв'язки. Ефективність фінансового ринку безпосередньо залежить від створених інститутів, які зменшують трансакційні витрати як для заощадників, так і позичальників.

Згідно з інституційною теорією, фінансовий ринок лише зрідка перебуває в стані рівноваги, оскільки постійно змінюється як внутрішнє, так і зовнішнє середовище. Інституційна економіка допускає можливість нерівноважної ситуації або декількох точок рівноваги, які необов'язково є оптимальними. Розвинена ринкова інфраструктура є необхідною, але не достатньою умовою підтримки стійкої динамічної рівноваги фінансового ринку [218]. До інших найважливіших чинників, від яких залежить стан фінансового ринку, належать такі: рентабельність фінансових інструментів (якщо віддача, на думку інвестора, дуже низька, то вкладення, зазвичай, не будуть зроблені); альтернативні можливості використання тимчасово вільних грошових коштів; ціни на інші фінансові активи; розмір ринку, що визначає трансакційні витрати; рівень інформатизації ринку та ін. Прихильники цього підходу вважають, що формування ефективного фінансового ринку залежить від правильного вибору варіанта стратегії розвитку і потребує реалізації таких основних принципів [179, с. 104]: вільний доступ до інформації і ринкових інструментів; прозорість ринку й реальний захист інвесторів; ліквідність фінансових інструментів; конкурентоспроможність й ефективність діяльності учасників; відповідність міжнародним стандартам і нормам.

Подальший теоретичний аналіз функціонування фінансового ринку передбачає проведення його сегментації та виділення окремих складових, які діють за своїми правилами. Залежно від цілей аналізу, а також від особливостей розвитку окремих сегментів у тих чи інших країнах існують різні підходи до класифікації складових фінансового ринку. Наприклад, поділ проводять залежно від особливостей фінансових зобов'язань та їхніх функцій (тобто призначення), інструментів чи суб'єктів ринку. Справді, аналіз складових фінансового ринку в економічній літературі свідчить про існування значних розбіжностей у поглядах науковців [128].

Так, С. Лондар та О. Тимошенко [255, с. 26] вважають, що фінансовий ринок у кожній країні має свою структуру, та виокремлюють такі його складові: ринок грошей (короткотермінові позики), ринок капіталів (довготермінові позики), ринок цінних паперів, ринок похідних фінансових інструментів (деривативів). Г. Іванов виділяє лише дві складові: фондовий та грошовий ринки [569, с. 12–13]. Натомість А. Шеремет та Р. Сайфулін [625, с. 41] складовими фінансового ринку вважають фондовий ринок, ринок грошових коштів і валютний ринок. Структура фінансового ринку, запропонована цими вченими, зображена на рис. 1.3.

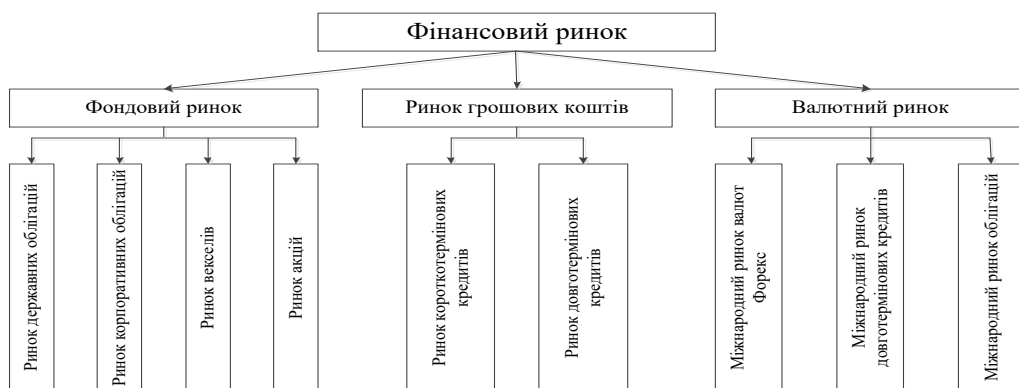


Рис. 1.3. Структура фінансового ринку [625, с. 41]

На думку О. Юркевич [545, с. 91], структуру фінансового ринку можна уявити як інтегроване утворення, основними складовими якого є ринок позикових коштів та ринок інструментів власності (рис. 1.4): “Ринок позикових коштів є тим механізмом, у межах якого встановлюються взаємовідносини між різноманітними особами, одні з яких мають потребу у фінансових ресурсах, а інші можуть їх надати, як правило, на певний термін і за фіксовану плату. На цьому ринку постійно відбуваються процеси акумулювання, розподілу та перерозподілу вільних фінансових ресурсів серед галузей економіки. Передавання фінансових ресурсів від одних суб’єктів ринку до інших відбувається через різні фінансові інструменти, які для інвесторів є фінансовими активами, а для тих, хто потребує інвестицій і є емітентом ринкових активів, – зобов’язаннями”.

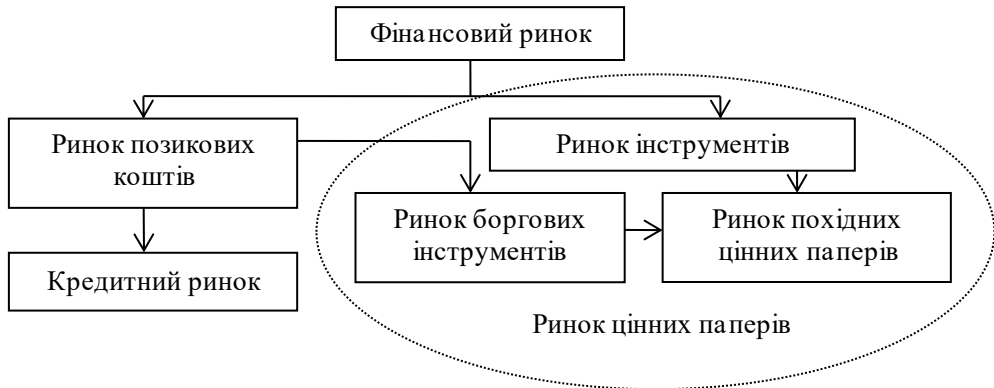


Рис. 1.4. Структура фінансового ринку [545, с. 91]

Інші вчені [9, с. 149; 281, с. 52; 288] теж наголошують на інтегрованості фінансового ринку та складності розмежування його сегментів, оскільки ті часто перетинаються (рис. 1.5).

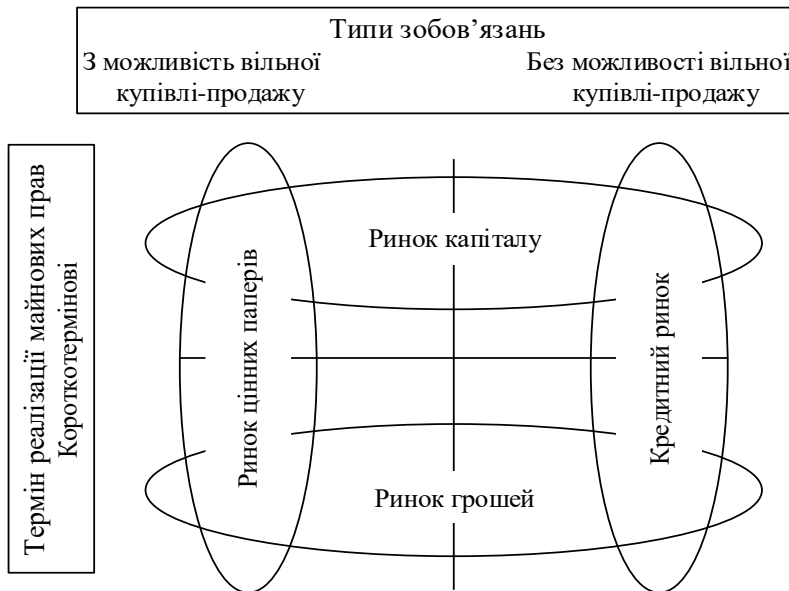


Рис. 1.5. Структура фінансового ринку за термінами й можливостями обігу [9, с. 149; 281, с. 52; 288]

У цьому контексті Є. Кунгурякова та М. Сінявіна [583, с. 40–41] вважають, що сучасний фінансовий ринок – це високоінтегрована система з порівняно самостійними ланками, кожна з яких – це ринок однієї групи

фінансових активів, який складається з окремих сегментів, тобто з ринків окремого конкретного фінансового активу (рис. 1.6). Утім, у цій класифікації, на нашу думку, необхідно зробити певні уточнення, зважаючи на визначення сутності фінансового ринку як такого, на якому купують гроші.

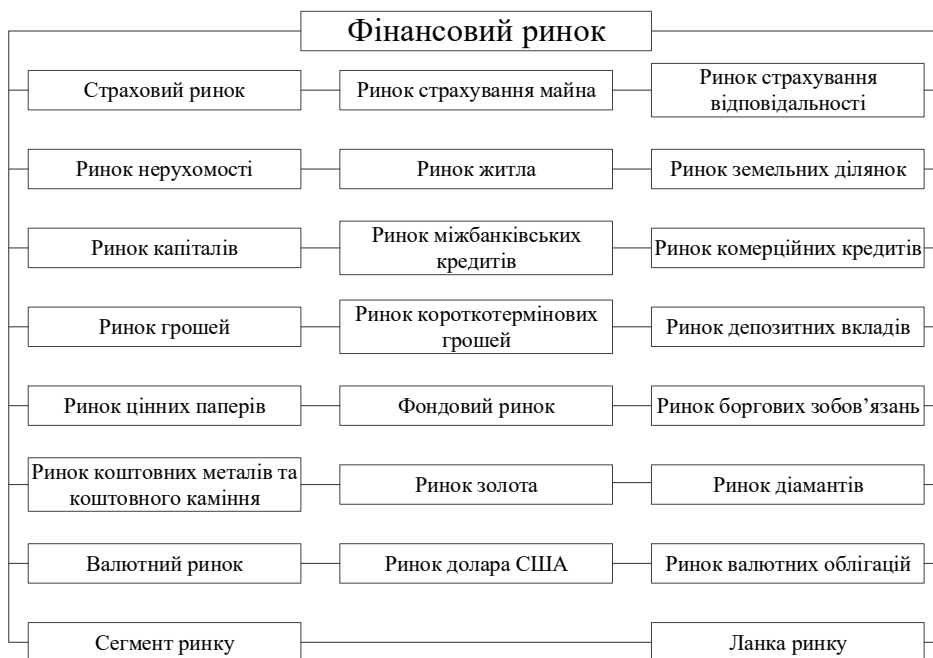


Рис. 1.6. Структура фінансового ринку [583, с. 40–41]

По-перше, ринок нерухомості і ринок титулів її власності (цінних паперів, наприклад, інвестиційних чи пайових сертифікатів, що їх забудовники продають у вигляді своїх зобов'язань передати в майбутньому товар в обмін на гроші заощадників) не є сегментом фінансового ринку, оскільки не передбачає плати за користування грошовими коштами. Це – аванс продавцеві (виробнику) за постачання товару в майбутньому, який нічим не відрізняється від авансу продавцеві (наприклад, імпортової електротехніки) у разі замовлення товару, якого на конкретний час немає (у випадку нерухомості її ще будують), і покупець змушений чекати впродовж певного періоду часу (тижнів, місяців, років). По-друге, у сучасному світі золото більше не є грошима, а лише товаром, відповідно, ринок коштовних металів і коштовного каміння також не є сегментом фінансового ринку. Щоправда,

з одного боку, зазначені товари – це специфічні блага, які свідчать про заможність, як і особисті літаки, яхти, твори мистецтва тощо, а з іншого, – є високоліквідним активом, який легко обміняти на гроші.

Крім того, І. Петровська та Д. Клиновий [337, с. 19–20] стверджують, що система сучасного фінансового ринку складається з таких п'яти основних складових: 1) банківський ринок; 2) ринок цінних паперів (фондовий ринок); 3) валютний ринок; 4) ринок коштовних металів (золото, срібло, платина, паладій); 5) ринок страхових послуг. Усі ці складові мають відповідні властивості й перебувають у тісному взаємозв'язку, основними суб'єктами якого є такі три групи: емітенти, інвестори, фінансові посередники. На рис. 1.7 [620, с. 66] та в додатку 3 наведено ще кілька класифікацій, які запропонували інші дослідники, зокрема, Л. Алексеєнко [7], Н. Бак [19], О. Барановський [27], В. Лук'янов [258].

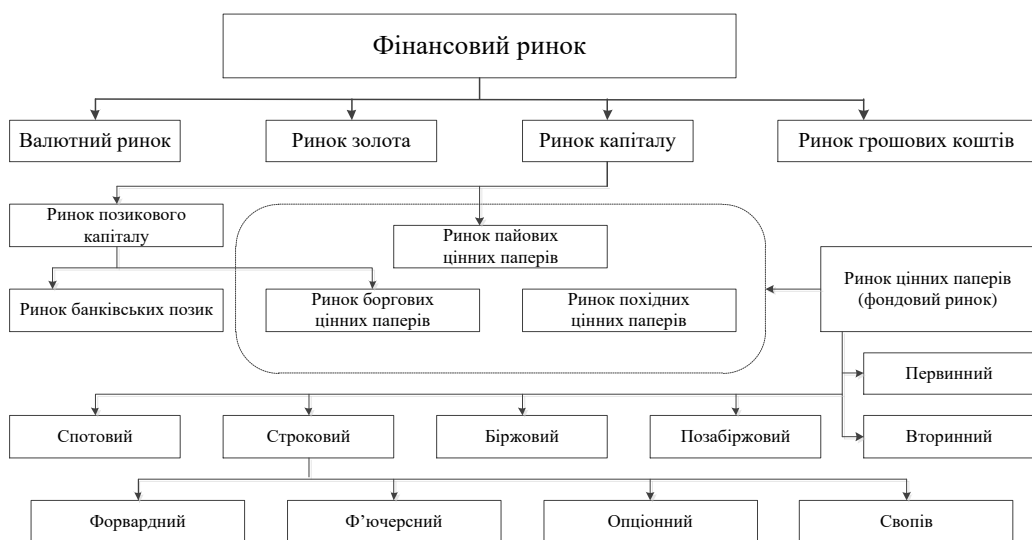


Рис. 1.7. Класифікація фінансових ринків [620, с. 66]

Водночас за умов глобалізації та формування інформаційної економіки, на думку В. Іванова та С. Науменкової [141, с. 40], підвищується значення інструментальної структури фінансового ринку, з'являється необхідність сегментації його секторів відповідно до особливостей використання інструментів без “закріплення” сегментів за певними фінансовими інститутами. Запропонований підхід дав змогу вченим виділити такі

сегменти фінансового ринку: 1) ринок непроцентних активів, 2) грошовий ринок, 3) ринок цінних паперів з фіксованим доходом, 4) ринок титулів власності (до нього належать усі гібридні інструменти та сурогати титулів власності). На ринку непроцентних активів торгівля валютою та коштовними металами часто відбувається з використанням деривативів⁹. Інструменти, що обслуговують інші сегменти фінансового ринку, в операційних схемах також часто містять вбудовані деривативи. Зазначимо, що в епоху формування інформаційної економіки та постійних фінансових інновацій цей підхід найбільше відповідає вимогам сучасності.

Уважаємо, що запропоновану дослідниками класифікацію можна дещо деталізувати з огляду на сутність фінансового ринку як такого, на якому купують грошові кошти, роблячи оплату впродовж усього терміну користування ними. Зокрема, до ринку непроцентних активів зачислено торгівлю валютою та коштовними металами.

1. З одного боку, валюта переважно потрібна для розрахунків з іноземцями (економічними суб'єктами інших країн) або як засіб збереження заощаджень від втрати купівельної спроможності національної грошової одиниці, тобто володіння нею не передбачає плати за користування грошима заощадника. З іншого боку, вітчизняні гроші як засіб платежу не прийме жоден нерезидент, тобто на міжнародному рівні вони не виконують функції грошей, і резиденти змушені купувати вільноконвертовану валюту, яка є повноцінними грошима на світовому ринку. Таким чином, купуючи валюту, резиденти купують світові гроші. У розвинених країн такої потреби немає, саме тому до фінансового ринку науковці цих держав зачисляють лише операції прямого фінансування [730, с. 34]. Водночас учені країн, що розвиваються, до цього ринку відносять також і валютний, хоча тут відсутня плата за користування грошима.

Зазначимо, що в багатьох країнах іноземна валюта доволі часто виконує функції грошей¹⁰ і в середині країни поряд з національною грошовою

⁹ Дериватив (похідний фінансовий інструмент) – договір стандартної форми, що засвідчує право та/або зобов'язання придбати або продати у майбутньому базовий актив (цінні папери, матеріальні або нематеріальні активи, а також кошти) на визначених у цьому договорі умовах.

¹⁰ Частково функції грошей у сучасній інформаційній економіці також виконують криптовалюти, які не є грошовою одиницею жодної країни світу (тобто валютою в класичному

одиницею та є об'єктом купівлі-продажу на внутрішньому фінансовому ринку (ринку євровалют). Отже, якщо віднесення валютного ринку загалом до сегментів фінансового є дискусійним з теоретичного погляду (оскільки відсутній принцип платності), то його складова ланка – євровалютний ринок – однозначно є частиною національного фінансового ринку. Тому, з нашого погляду, цей ринок доцільно розділити на два підсегменти: ринок валюти (готівковий та безготівковий), який не передбачає плати за користування іноземною грошовою одиницею і ринок фінансових інструментів, номінованих в іноземній валюті, який передбачає таку плату.

2. Коштовні метали є специфічним, проте звичайним товаром на рівні з нафтою, електроенергією, творами мистецтва тощо. Те, що їх купують, сподіваючись на зростання вартості, не робить їх особливими, адже з такою ж метою купують і багато інших товарів (наприклад, газ чи теплий одяг купують улітку з метою перепродажу взимку за вищою ціною). Дослідники справедливо зазначили, що більшість операцій на цьому ринку відбувається за допомогою деривативів.

Погоджуємося з виділенням ринку цінних паперів із фіксованим доходом в окремих сегмент [141, с. 40], а ринок титулів власності вважаємо за доцільне розділити на два підсегменти: ринок пайових цінних паперів, які дають дохід та які не дають доходу (сертифікати про пайові внески у фонди житлового будівництва тощо). Другий не вважаємо частиною фінансового ринку, оскільки це просто купівля товару з внесенням авансу, а на фінансовому ринку купують тимчасово вільні грошові кошти й повертають їх потім з відповідною платою за користування, тому його можна зачислити до інших видів ринків, наприклад, ринку нерухомості (це один з проявів фінансiалiзацiї товарних ринкiв).

Отже, на нашу думку, фінансовий ринок складається з двох сегментів: 1) ринок позикових коштів, де гроші (вітчизняні чи іноземні) передають на певний час за відповідну плату (два підсегменти: ринок кредитів, де укладають угоди про позику, які не можливо передати третій стороні (боргова розписка, простий вексель, кредитна угода тощо); ринок боргових

розумінні). В Україні за криптовалюту офіційно вперше було куплено товар (квартиру) у вересні 2017 р. [76].

цінних паперів (облігацій, казначейських зобов'язань, тратт тощо), які перебувають у вільному обігу); 2) ринок пайових цінних паперів (акцій), де гроші передають назавжди, але також за відповідну плату (дивіденди). Водночас решту сегментів фінансового ринку, які виокремлює більшість вітчизняних дослідників, можна віднести до ринку фінансових послуг.

За С. Науменковою та С. Міщенко [296, с. 22–24], ринок фінансових послуг – це той, на якому надають фінансові послуги, пов'язані з виконанням операцій із фінансовими активами (відкриття рахунків, грошові перекази, обмін валюти, страхові послуги, фінансовий консалтинг, аудиторські послуги тощо). Щодо похідних цінних паперів та інших деривативів, то їх потрібно зачислити до тих ринків чи їхніх сегментів, до яких належить базовий актив, на який вони випущені. Це можна пояснити тим, що в разі виконання контракту (наприклад, опціону на купівлю акцій) операція відбуватиметься в одному з сегментів фінансового (заміна заощадника, який надав гроші) або іншого ринку. Водночас оскільки на ринку деривативів об'єктом купівлі-продажу є не грошові кошти, а власне цінні папери (або інші активи), то його треба віднести до сегментів інвестиційного (або іншого) ринку. Хоча частину ринку деривативів¹¹ зачисляють

¹¹ Деривативи як контракти відкладеної дії – опціони, форварди, ф'ючерси та свопи – поділяють на такі:

1) ті, в основі яких є реальні товари або гроші (різноманітні фінансові інструменти) з частковим резервування. Однак норми такого резервування, здебільшого, в світовій економічній системі законодавчо не врегульовані. Наприклад, за оцінкою фахівців, на “золотих” біржах на 1 кг фізичного золота припадає 542 кг “золотих сертифікатів”, хоча формально, така прив'язка все ж існує (це один з проявів фінансiалiзацiї товарних ринків);

2) ті, які мають нульову норму резервування, що знімає будь-які обмеження на обсяг та предмет інвестування. Контракти з нульовою нормою резервування – це бінарні опціони та інші контракти на ставки (БО&КС). Ринок, на якому укладають контракти на ставки, поділяють на такі сегменти: події на фінансових ринках (бінарні опціони); незвичайні події (можливі в майбутньому відкриття, прогнозування ефективності унікальних інвестиційних проектів); гральний бізнес (ігри, казино, віртуальний та картковий спорт); спортивні змагання, тваринні (наприклад, кінні) перегони тощо; події соціологічного типу (політичні вибори, шоу-конкурси на зразок Євробачення, демографічні зміни в суспільстві).

Дії заощадника-інвестора на зазначених сегментах мають певні особливості і технічно можуть суттєво відрізнитись, а вже десятиріччями вони існували окремо, проте принципи їхнього функціонування ідентичні. З появою мережевих технологій їх об'єднали у спе-

[195, с. 93–94] до різновиду грального бізнесу на зразок “лотереї” чи “казино”¹²: більшість контрактів насправді не виконують, а укладають з надією виграти на різниці між ціною контракту та поточною ринковою ціною на момент виконання контракту.

За результатами виконаного аналізу сутності та сегментів фінансового ринку можна стверджувати, що наукові погляди частини дослідників згодом трансформувалися в певні економічні школи, які відображають суспільний прогрес та об’єктивні процеси, що відбуваються в економіці. Утім одні наукові школи розвиваються, інші трансформуються або припиняють існування з огляду на об’єктивні умови життя суспільства. На наш погляд, сучасний фінансовий ринок – це комплексне поняття, яке потребує розгляду як окремої підсистеми й складової фінансової системи країни (рис. 1.8).

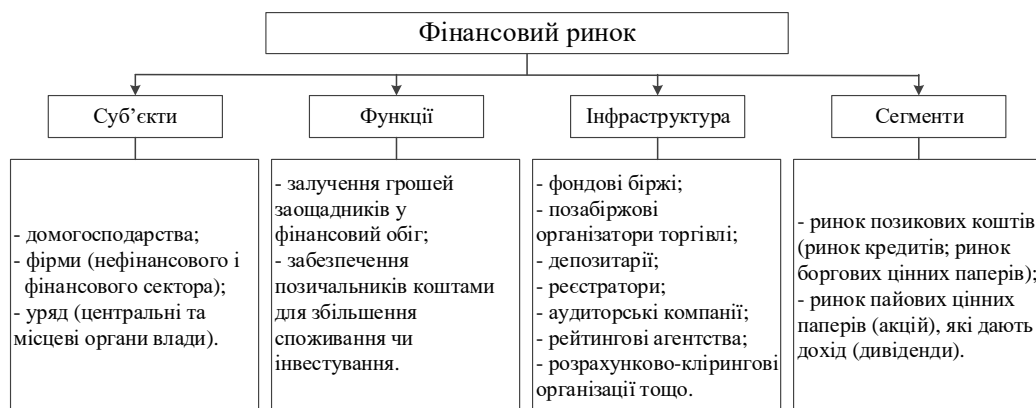


Рис. 1.8. Суб’єкти, функції, сегменти та інфраструктура фінансового ринку

Джерело: розроблено автором.

цифічний сегмент ринку фінансових послуг на основі глобалізації фінансової інфраструктури, уніфікації контрактів на ставки та комутації фінансових потоків. Узагальнено ці ринки на зивають також ринком прогнозів (з аналітичного погляду) та високоризиковим фінансовим (інвестиційним) ринком з погляду економіки [195, с.93–94].

¹² Бенефіціарами “світового казино” під назвою БО&КС є також власники уповноважених фінансових установ (бірж, букмекерських контор тощо), які мають гарантований прибуток через маржу, комісії, рекламні надходження, оподаткування доходу інших трейдерів [195, с. 102].

Отже, сучасний фінансовий ринок учені-економісти поділяють на кілька порівняно незалежних сегментів зі специфічним ціноутворенням, спеціальними інструментами та особливою спеціалізацією професійних учасників, яка щораз більше поглиблюється в процесі їхньої діяльності, а тому структура, роль і значення окремих сегментів фінансового ринку постійно змінюються. Конкуренція та розвиток фінансових відносин у відповідь на потреби економічних суб'єктів з часом приводять до створення нових фінансових інструментів, що їх пропонують ринки та посередники заощадникам в обмін на їхні гроші. Зміни у видатках на надання послуг зі зменшення ризику, забезпечення ліквідності та розширення інформації або зміни в попиті на ці послуги спонукають позичальників та фінансових посередників постійно вдосконалювати свою діяльність і пропонувати нові види фінансових активів та зобов'язань. Ці вдосконалення називають фінансовими інноваціями. Від інноваційних фінансових інструментів мають користь усі економічні суб'єкти, оскільки ті дають змогу професійним учасникам ринку знижувати видатки на функціонування та підвищувати попит на свої послуги, а зміни видатків (унаслідок інновацій) можуть змінювати конкурентну рівновагу між різними сегментами та інститутами у фінансовій системі.

З уведенням в економічний обіг нових видів інноваційних фінансових інструментів або нових форм організації торгівлі грошима пов'язана поява нових сегментів як фінансового ринку, так і фінансової системи держави загалом. Тому з погляду історичного підходу цей ринок можна розглядати як такий, що постійно розвивається. Учені-економісти [141, с. 39] справедливо зазначають, що наприкінці ХХ і на початку ХХІ ст. кількісний та якісний розвиток фінансового ринку був безпрецедентним, і сьогодні він перебуває в "постійній інновації", тоді як природа фінансово-економічних відносин суб'єктів ринку не змінюється.

Сучасне розмаїття фінансових інструментів і фінансових інститутів, що спеціалізуються на їхньому обслуговуванні та обігу, зумовлює складну й динамічну структуру фінансового ринку, а процес виокремлення тих чи інших його сегментів має певну умовність, оскільки відмінності між ними не завжди можна чітко визначити. Утім навіть їхня класифікація за фінансовими інструментами не завжди дає змогу чітко окреслити межі,

оскільки одні й ті ж інструменти можуть перебувати в обігу між різними сегментами та суб'єктами ринку. Однак власне сучасна різноманітність фінансових інструментів та поява фінансових інновацій формують економічний поступ, зрештою, цивілізаційний розвиток і є визначальним феноменом глобалізаційних трансформацій суспільства у XXI ст.

Для з'ясування ролі фінансового ринку в економічній системі країни застосуємо схему кругообігу (рис. 1.9), яка відображає взаємопов'язаний і безперервний рух грошей, факторів виробництва, товарів і послуг між економічними суб'єктами. Вона віддзеркалює процес обслуговування грошовим обігом потреб суспільства на всіх стадіях функціонування ринкової економічної системи з урахуванням напрямів формування грошових потоків та зворотних потоків товарів і послуг [9, с. 142]. Аналіз цієї схеми дасть змогу виявити і відстежити напрями формування більшості грошових потоків, які опосередковують відносини між економічними суб'єктами в національній економіці, визначають особливості функціонування і розвитку основних видів ринків та їхнє обслуговування з урахуванням специфіки кожного з них.

У наведеній схемі виходять з того, що в ринковій економіці домогосподарства володіють усіма ресурсами на правах приватної власності й продають їх на ринку факторів виробництва (потік 1), а отриманий дохід (потік 2) розподіляють у двох напрямках – між споживанням (потік 8) та заощадженням (потік 9). Заощаджують домогосподарства певну частину своїх доходів у різних формах, наприклад у вигляді вкладів у банках, придбання цінних паперів, готівки вдома тощо. Готівка не дає жодних доходів, а її купівельна спроможність знижується через інфляцію. Тому ті, хто має надлишкові кошти, зазвичай, дозволяють іншим скористатися своїми заощадженнями, якщо їм за це заплатять. Невідповідність між доходами й видатками окремих осіб та компаній створює передумови для такого обміну. У будь-якому разі у виграші обидві сторони: одна матиме змогу обслуговуватися вигодами, отриманими від використання додаткових коштів (власного житла чи автомобіля), інша отримає гроші у вигляді процента, що буде додатковим доходом, який не отримали б, не надавши позики.

Відомо, що раціональні домогосподарства ніколи не витрачають увесь отриманий дохід на товари і послуги. Без фінансового ринку та

фінансових посередників заощадження довелось б зберігати вдома (у готівці, різних предметах побуту, у формі тезаврації тощо) та обмежуватися лише такими покупками, на які вистачає коштів. Це призвело б до зменшення попиту на товари і послуги, унаслідок чого фірми отримали б менший виторг, зниження якого спричинило б зменшення попиту на фактори виробництва. У підсумку зросло б безробіття і знизилися б доходи населення, що зумовило б ще більше зменшення попиту на товари і послуги.

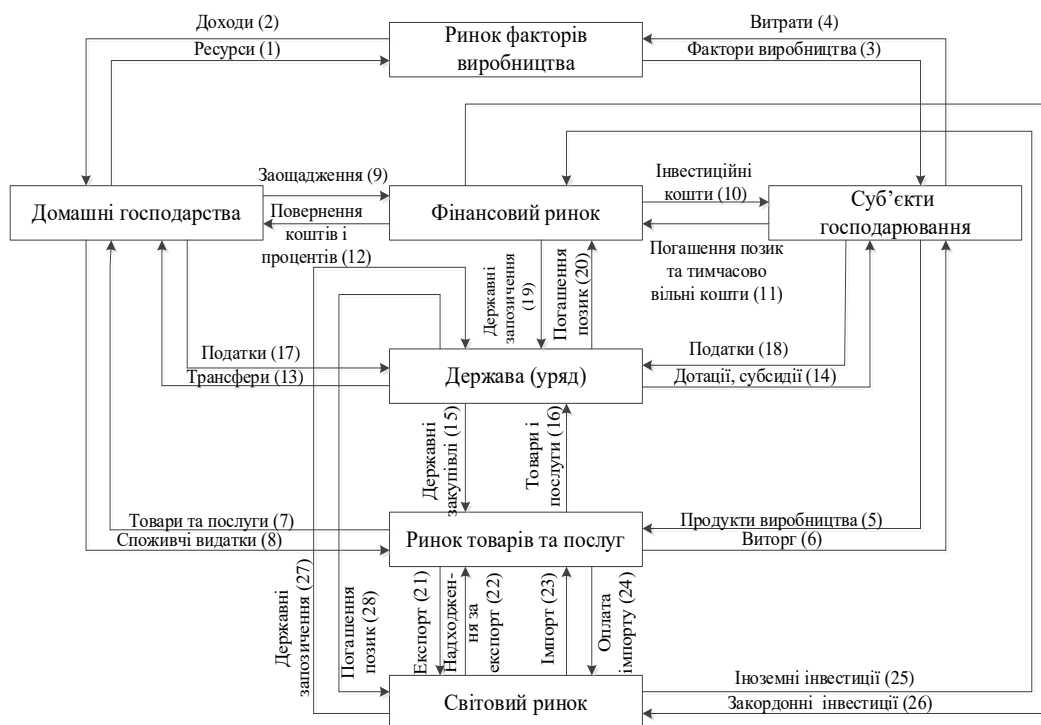


Рис. 1.9. Схема кругообігу грошей, факторів виробництва, товарів та послуг у відкритій економічній системі держави [212, с. 44]

Саме за наявності розвиненої фінансової інфраструктури, якій довіряє населення, заощадження надходять на фінансовий ринок. За таких умов вони одразу перетворюються в фінансовий капітал (фінансові ресурси). Крім того, світова статистика свідчить, що в усі часи і в усіх країнах світу домашні господарства домінують серед постачальників грошового капіталу і за обсягами інвестиційних можливостей, і за кількістю укладених угод [179, с. 72].

Водночас фірми (компанії) у процесі фінансово-господарської діяльності, навпаки, здебільшого, витрачають більше коштів, ніж отримують у вигляді прибутку (доходу). Окрім платежів за ресурси, фірми здійснюють інвестиції (купують машини, устаткування, пристрої тощо) та відшкодовують зношений основний капітал. Недостатні кошти вони позичають на фінансовому ринку (потік 10) або у фінансових посередників. Отже, вилучення коштів, що відбувається за умов раціональної поведінки домогосподарств (схильності до заощаджень), за наявності фінансової системи компенсується “ін’екціями”, тобто залученням коштів у вигляді інвестицій. Отримані на фінансовому ринку кошти суб’єкти господарювання повертають (потік 11) домогосподарствам з винагородою – проценти, дивіденди тощо (потік 12). Проте насправді не всі домогосподарства заощаджують і не всі фірми беруть позику. Крім того, заощадниками є також компанії (потік 11), а домогосподарства позичають кошти на фінансових ринках, наприклад, на придбання споживчих благ тривалого користування тощо (потік 12).

За наведеними критеріями можна зробити висновок, що, по-перше, існує надзвичайно тісний взаємозв’язок фінансового ринку й реального сектора економіки. По-друге, розвиток національної економіки неможливий без ефективного перерозподілу грошового капіталу в рамках фінансової системи. По-третє, особливої актуальності розвиток фінансового ринку та фінансових посередників набуває за умов трансформаційної економіки з її багатоукладністю, низькою ефективністю використання наявного капіталу та розривом між заощадженнями й інвестиціями. По-четверте, процес перерозподілу коштів по каналах фінансової системи сприяє підвищенню продуктивності й ефективності економіки загалом, а також забезпечує умови для всебічного розвитку кожного економічного суб’єкта.

У сучасній економіці уряди багатьох країн переважно також витрачають більше (потоки 13, 14, 15), ніж отримують у вигляді надходжень з податків та зборів (потоки 17, 18). Це зумовлено тим, що роль держави в економічних системах постійно зростає, вона стає відповідальною за щораз більшу кількість аспектів (витрат) суспільного життя, за добробут людей. Тому державні видатки, зазвичай, перевищують надходження до державного бюджету, а держава змушена робити запозичення (потік 19) на фінансовому

ринку, випускаючи цінні папери (облігації, векселі скарбниці та ін.) і продаючи їх домогосподарствам, банкам, страховим компаніям тощо. Державні позики (потік 20) переважно погашають їхнім рефінансуванням, тобто через випуск нових державних цінних паперів. Проте є окремі випадки, коли уряди тимчасово нагромаджують грошові кошти за профіциту державного бюджету, тобто заощаджують [179, с. 74]. У разі виникнення дисбалансів (нестабільності) на національному фінансовому ринку спричинених ендогенними чи екзогенними чинниками, у процес його функціонування змушений втрутитися центральний банк, у зв'язку з чим утворюється ще один грошовий потік – це може бути поповнення обігу додатковою кількістю грошей через збільшення обсягів кредитування центральним банком фінансових посередників або вилучення їх надлишку.

Як відомо, національна економіка більшості країн світу, у тому числі й України, є відкритою господарською системою, і потоки 21–24 відображають експортно-імпортні операції та грошові надходження від решти країн світу за вітчизняні товари й послуги, продані за кордон, і видатки резидентів на іноземні товари¹³. Якщо країна більше імпортує, ніж експортує, то різницю мусить оплатити або позиками в іноземних фінансових посередників, або продажем іноземцям своїх фізичних чи фінансових активів (потік 25). Це призводить до чистого припливу позикового або підприємницького грошового капіталу (фінансових ресурсів). Зрозуміло: якщо експорт перевищує імпорт, то є відплив капіталу (потік 26). Коли ж держава не має змоги залучити достатньо коштів на внутрішньому фінансовому ринку на бажаних (економічно вигідних) умовах, то позичає їх на міжнародному ринку (потік 27) і згодом погашає у передбачені терміни (потік 28). Загалом підсумок усіх зовнішньогосподарських операцій економічних суб'єктів відображають у платіжному балансі країни, а міжнародне переміщення грошей через фінансовий ринок у його розділі – фінансовий рахунок.

Міжнародне переміщення грошових ресурсів незалежно від форми здебільшого передбачає конвертацію іноземної валюти у національну грошову одиницю й опісля купівлю за ці кошти певних активів або фінансових

¹³ Надходження коштів у країну, як і їх перерахування за кордон, відбувається за участю суб'єктів фінансового ринку (потоки 22, 24).

інструментів. Проте інколи іноземну валюту не обмінюють на національну і вона виконує функції грошей на національному фінансовому ринку, тобто її купують і продають як гроші. У такому разі її називають євровалютою¹⁴, а відповідну частину сегментів національного фінансового ринку – євrorинком. Це можуть бути банківські позики в іноземній валюті або випуск та продаж вітчизняних цінних паперів номінованих в іноземній валюті.

Очевидно, що в загальному контексті фінансово-господарських взаємовідносин ця схема (див. рис. 1.9), як і будь-які теоретичні моделі, є певним спрощенням. Адже відомо, що інші ринки країни (наприклад, ресурсів) також пов'язані з рештою світу. Зокрема, Україна імпортує та експортує мінеральні ресурси. Також існують і міжнародні потоки робочої сили (значна частина трудових ресурсів України працює за кордоном). Відповідно, розглянута схема дає змогу зрозуміти, що участь країни у світовій економіці змінює розподіл ресурсів та обсягів її доходів. За наявності закордонного сектора національна економіка виробляє більший обсяг продукції, яку експортує, порівняно з внутрішніми потребами, та менший обсяг продукції, яку імпортує. Тому вітчизняні трудові та інші виробничі ресурси переміщуються з галузей імпорту в галузі експорту [9, с. 143]. З огляду на це можна зробити висновок, що зовнішньоекономічні зв'язки впливають на національний кругообіг грошей, ресурсів і товарів. Отже, національні ринки країн взаємопов'язані, а фінансовий ринок кожної країни так чи інакше взаємодіє з міжнародним та бере участь у перерозподілі фінансових ресурсів світу.

Зазначимо, що з формуванням цифрової (мережевої) економіки зв'язки між вітчизняним фінансовим ринком і фінансовими посередниками інших країн стають щодень тіснішими. Кошти на українському поточному рахунку можуть допомогти профінансувати позику чи купівлю автомобіля в сусідній країні, будівництво нового заводу на іншому континенті або позику урядові в іншій державі. Сприяння взаємодії заощадників і позичальників у межах країни і всього світу позитивно впливає на глобальну економіку, а сама взаємодія привела до інтеграції національних фінансових ринків і формування світового фінансового простору.

¹⁴ Префікс “євро” означає те, що ця валюта випущена іноземним центральним банком, але не перебуває під його контролем і виконує функції грошей у середині іншої країни.

Сьогодні одним з показників ефективності національного фінансового простору є ступінь його фінансової інтеграції, або спосіб географічного поєднання фінансових ринків (*n. 1.3*). У ХХ ст. національні фінансові ринки були географічно відокремленими. Унаслідок високих видатків на збирання та передавання інформації грошовий капітал використовували переважно в межах країни. Відтак процентні ставки в різних регіонах були різними, що зумовлювало вищу вартість фінансування якісних інвестиційних проектів в одних країнах порівняно з іншими. Спрощення процесу передавання інформації та формування інформаційної економіки дало змогу фінансовим ринкам стати значно інтегрованішими. Сьогодні позичальники, які мобілізують кошти за допомогою цінних паперів чи краудфандингу тощо, мають доступ фактично до всіх національних ринків та тимчасово вільних грошових коштів кожного їхнього суб'єкта зокрема.

Упродовж останніх десятиліть глобальна інтеграція стала характерною рисою фінансових ринків, що поліпшує спроможність фінансової системи переміщувати кошти заощадників першокласним позичальникам, де б вони не перебували. Багато країн усунуло перешкоди для вивезення заощаджень громадян за межі держави та імпорту заощаджень іноземців, що дало змогу заощадникам переміщувати свої кошти позичальникам в усьому світі. А оскільки держави дуже обережно усувають перешкоди на шляху міжнародного переміщення грошового капіталу, то економічні суб'єкти створили фінансові інновації, на які поки що не поширюється державне регулювання, наприклад криптовалюти.

Інтеграція фінансових ринків в епоху інформаційної економіки вже не залежить тільки від волі урядів і має два основні наслідки. По-перше, легкість перетікання грошового капіталу через національні кордони сприяє зростанню економіки в країнах, які мають для цього економічні передумови, навіть якщо їм недостатньо власних поточних ресурсів. Різницю між інвестиціями та заощадженнями в такому разі буде профінансовано за допомогою коштів іноземців. По-друге, поглиблення фінансової інтеграції у світових масштабах знижує вартість спрямування коштів заощадників до першокласних позичальників незалежно від місця їхнього перебування.

Нині серед найважливіших тенденцій розвитку фінансового ринку будь-якої країни необхідно назвати глобалізацію фінансових потоків,

фінансові інновації, суттєве зростання обсягів купівлі–продажу тимчасово вільних грошових коштів, особливо урядами за рахунок збільшення обсягу продажу цінних паперів. Для заощадників це позитивна тенденція, яка дає змогу диверсифікувати вкладення, а для позичальників, з одного боку, – теж, оскільки дає змогу диверсифікувати джерела фінансування, а з іншого, – негативна, бо зростає вплив спекулятивного грошового капіталу на їхню діяльність.

З огляду на це зазначимо, що, на думку багатьох науковців, саме економічна глобалізація та фінансова інтеграція (високий ступінь взаємозалежності національних фінансових ринків) призвела до поширення американської кризи іпотечних боргів на національні фінансові ринки інших країн і спричинила світову економічну кризу 2008–2010 рр. Це ще раз підтверджує не лише важливість, а й суперечливість ролі фінансового ринку в розвитку національної та світової економіки.

В. Базилевич [18, с. 12] на підставі результатів досліджень праць іноземних учених стверджує, що нестабільність фінансового ринку має ендогенний характер, і саме тому неможливо забезпечити “точне” регулювання ринкової економіки, яке формується на активному використанні ринку фінансових інструментів. За таких умов державі залишається тільки реалізувати гнучку економічну політику, яка допускатиме можливість різних “режимів” функціонування економіки в межах чинної інституційної структури фінансового ринку (*детальніше структуру та державне регулювання фінансового ринку розглянуто в наступних параграфах*), та враховувати чинники її внутрішньої дестабілізації, що дасть змогу наблизитися до стану, для якого характерні повна зайнятість, стабільність ринкових цін та економічний розвиток.

Як справедливо зазначає Т. Вахненко [67, с. 150], нині на мінімізацію потенційних негативних наслідків взаємодії національного фінансового ринку з міжнародним впливають дієві ринкові інститути, ефективна регуляторна діяльність держави, сприятливе макроекономічне середовище, що створює перешкоди для масового залучення нестабільних форм міжнародних фінансових потоків та з використанням засобів монетарного регулювання змушує позичальників повною мірою враховувати ризики, пов’язані з залученням зовнішніх позик. Однак навіть за наявності макроекономічної

стабільності і дієвої системи регулювання країни, що розвиваються, наражаються на небезпеку фінансових потрясінь, чинником яких є недосконалість міжнародного ринку грошового капіталу. Крім того, за умов інтеграції до міжнародної фінансової системи країна потрапляє під дію так званих ефектів зараження різної типології. Тоді важливими функціями держави стають контроль за розміром і структурою залучення міжнародних фінансових потоків та зовнішнього національного боргу із вжиттям адекватних заходів у разі перевищення економічно безпечних величин, а також нагромадження достатнього обсягу золотовалютних резервів, що відіграють роль буфера для абсорбції дії несприятливих зовнішніх чинників.

У цьому контексті звернемо увагу й на те, що однією з найважливіших цілей нинішнього етапу розвитку вітчизняної економіки є втілення системних реформ у фінансовому секторі, які мають ґрунтуватися на результатах як теоретичного, так і практичного аналізу стану фінансового ринку. Підвищення стабільності і ліквідності фінансового ринку має стати основним елементом привабливості національної економіки для іноземних партнерів, що підтримуватиме вітчизняні корпоративні ініціативи та забезпечуватиме фінансування реального сектору.

1.2. Суб'єкти та інфраструктура фінансового ринку

Ринкові відносини з притаманним їм конкурентним середовищем формують економічну основу товарного виробництва та сприяють ефективному використанню економічних ресурсів. Конкуренція на фінансовому ринку посилюється завдяки діяльності фінансових посередників, які беруть участь у формуванні пропозиції грошей (п. 3.3) і забезпечують економічний обіг коштів. Поява фінансових посередників на певному етапі розвитку суспільства зумовлена урізноманітненням потреб покупців (починаючи з банків) грошових коштів і необхідністю зменшення ризиків їх неповернення позикодавцям. З часом обіг (купівля-продаж) грошових коштів викремився в самостійний вид бізнесу, який сприяв розвитку суспільства.

Як слушно зазначили З. Боді та Р. Мертон [555, с. 94], головна функція фінансових посередників полягає в “забезпеченні клієнтів фінансовими

продуктами і послугами з більшою ефективністю, ніж вони могли б отримати від своїх безпосередніх операцій на фінансових ринках (облігацій та акцій)”, у процесі виконання якої вони (посередники) “перерозподіляють ризики і ресурси між постачальниками і споживачами фінансового капіталу, між інвесторами/кредиторами та реципієнтами коштів у динаміці руху активів” [179].

Усіх учасників фінансового ринку можна структурувати за певними ознаками й класифікувати відповідно до специфіки виконуваних функцій, наприклад, за юридичним статусом (ПАТ, ПрАТ, ТОВ тощо), характером проведення і видами фінансових операцій (механізмом мобілізації грошових коштів), рівнем спеціалізації, інституційною структурою тощо. Так, залежно від особливостей механізму акумулювання коштів економічних суб’єктів розрізняють таких фінансових посередників: депозитні, контрактно-ощадні та інвестиційні установи (рис. 1.10).



Рис. 1.10. Класифікація фінансових посередників за механізмом мобілізації заощаджень економічних суб’єктів [532, с. 140].

Механізм функціонування депозитних установ передбачає залучення від домогосподарств і фірм тимчасово вільних коштів з подальшими трансформацією їх у кредитні ресурси і розміщенням на фінансовому ринку вже від свого імені. Діяльність контрактно-ощадних установ (страхових компаній, пенсійних фондів тощо) орієнтована на довготермінове залучення коштів,

переважно, домогосподарств [179, с. 117–118]. Інвестиційні фінансові посередники теж, здебільшого, мобілізують кошти домогосподарств, пропонуючи вищу віддачу (рентабельність). Ще однією особливістю мобілізації тимчасово вільних коштів економічних суб'єктів є те, що одна частина фінансових посередників (зокрема банки) купує їх в заощадників на фінансовому ринку з метою подальшого перепродажу за вищою ціною, а інша (страхові компанії, пенсійні фонди тощо) – продає заощадникам специфічні фінансові послуги (продукти). У підсумку посередники формують пропозицію (деPOSITNІ установи ще й попит) грошових коштів на фінансовому ринку.

За рівнем спеціалізації вітчизняні дослідники [179, с. 118; 532, с. 141] розділили фінансових посередників на спеціалізовані та інтегровані. До інтегрованих зачислено фінансові супермаркети (рис. 1.11), які навіть ототожнюють з фінансовими конгломератами [150, с. 27–28]. На наш погляд, правильніше розділити їх на спеціалізовані, які надають одну чи кілька споріднених фінансових послуг на одному сегменті ринку, та універсальні, сфера діяльності яких – різноманітні фінансові послуги на кількох сегментах ринку. А поділ на інтегровані та унітарні виконують за інституційною структурою – організацією та ієрархією взаємозв'язків.

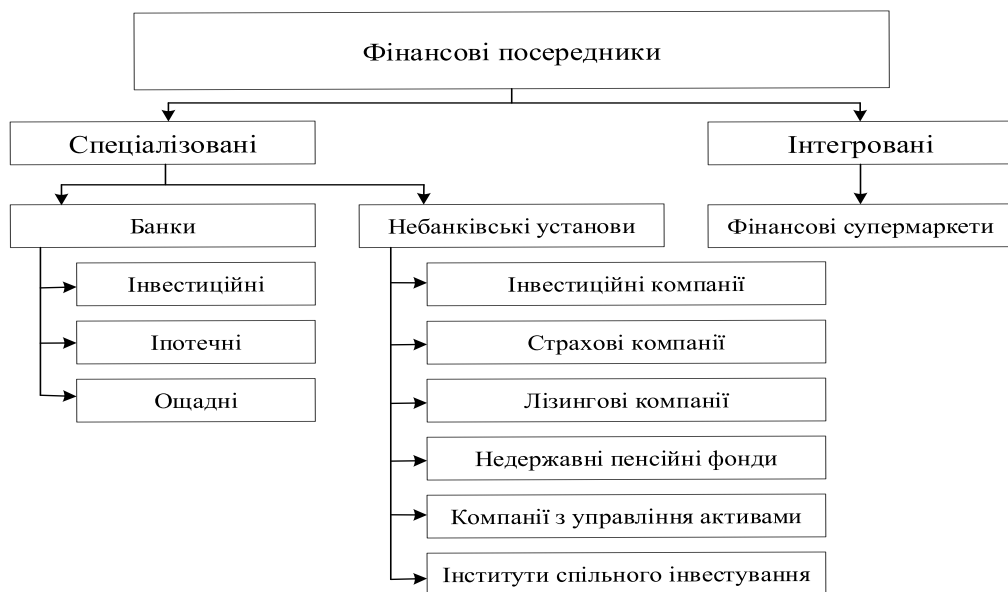


Рис. 1.11. Класифікація фінансових посередників за рівнем спеціалізації [532, с. 141]

Водночас, на думку О. Колодізева [179, с. 115], на фінансовому ринку діє кілька видів учасників (рис. 1.12), які виконують різні функції залежно від специфіки їхнього призначення і ступеня участі під час укладання угод. До основних (прямих учасників ринку) учений зачисляє продавців і покупців грошових коштів, а до опосередкованих – відносить суб'єктів господарювання, які виконують допоміжні функції з обслуговування основних учасників або здійснюють окремі операції на ринку. Сукупність усіх учасників науковець називає інфраструктурою фінансового ринку.



Рис. 1.12. Класифікація учасників фінансового ринку [179, с. 116]

Поділ усіх фінансових посередників на дві групи підтримують А. Єпіфанов, І. Школьник, Ф. Павелка, Т. Васильєва, С. Леонов [150, с. 142–144]. Однак називають їх інституційними та інфраструктурними, обґрунтовуючи це тим, що вони виконують принципово різні функції і належать до різних структурних елементів механізму фінансового ринку. Завдання інституційних посередників полягає в акумулюванні тимчасово вільних коштів фізичних та юридичних осіб, зазвичай, у невеликих обсягах, і

їхньому перетворенні на потужні інвестиції для суб'єктів господарювання, місцевих органів самоврядування та уповноважених державних органів. До таких посередників, на їхню думку, належать банки, інститути спільного інвестування, взаємні фонди інвестиційних компаній, недержавні пенсійні фонди і страхові компанії. Водночас основними завданнями інфраструктурних посередників є обслуговування потоків фінансових ресурсів, надання інформації та послуг фінансового характеру, спрямованих на створення оптимальних умов пошуку продавців і покупців. До таких учасників віднесли фондові біржі, реєстраторів, зберігачів, депозитаріїв, брокерів, дилерів, андерайтерів, компанії з управління активами та ін. Дещо інших поглядів щодо класифікації учасників фінансового ринку дотримуються В. Корнеєв [184] (табл. 1.1) та О. Шелепало [522], які розділили їх на три групи залежно від виконуваних на ринку функцій.

Таблиця 1.1

Учасники фінансового ринку

Постачальники і споживачі фінансового капіталу	Інфраструктурні учасники	Регуляторні органи
Домашні господарства (фізичні особи, населення); Держава; Фінансові посередники; Інші юридичні нефінансові особи	Біржі і торговельно-інформаційні системи; Депозитарно-клірингові установи; Фінансові посередники; Інші структури (оціночні, аудиторські)	Органи державної виконавчої влади; Саморегульвні організації

Джерело: [184, с. 24].

До першої зачислили суб'єктів, які є основою організованого фінансового ринку – організаторів торгівлі та суб'єктів національної депозитарної системи, до другої – суб'єктів інфраструктури, які не лише сприяють руху фінансових активів, а й безпосередньо задіяні в ньому, даючи змогу фізичним та юридичним особам брати участь у торгівлі грошима опосередковано через співпрацю з інституціями цієї групи. До третьої належать інфраструктурні суб'єкти, що формують правила гри на ринку загалом, тобто саморегулювальні організації та державні регулятори.

На наш погляд, наведені класифікації не повною мірою відображають специфіку функціонування фінансового ринку та його інфраструктуру, зважаючи на сутність та загальноприйняте визначення самого терміна. Загалом інфраструктура – це комплекс взаємопов’язаних структур чи об’єктів обслуговування, які забезпечують функціонування системи. А власне ринкова інфраструктура – це сукупність ринкових інститутів, які пришвидшують та спрощують процес укладання угод і сприяють безперешкодному функціонуванню економіки [9, с. 153]. Тобто елементи інфраструктури лише сприяють укладенню угоди (у випадку фінансового ринку – купівлі–продажу тимчасово вільних грошових коштів) і не є її стороною. Отже, усі покупці та продавці грошей, які є сторонами угоди, – суб’єкти фінансового ринку, а не елементи його інфраструктури. Водночас якщо піднятися на вищий рівень агрегування, то з позиції фінансової системи всі фінансові посередники є складовими її інфраструктури. З огляду на це попередні рисунки відображають складові інфраструктури саме фінансової системи, а не фінансового ринку.

Водночас Банк міжнародних розрахунків [797, с. 5–7] вживає цей термін у множині та визначає “інфраструктури фінансового ринку” (ІФР) як багатосторонню систему, яка здійснює кліринг, розрахунки й облік фінансових операцій¹⁵, що підвищує ефективність та зменшує витрати й ризики¹⁶ суб’єктів ринку, зміцнює сегменти ринку, які обслуговує, і відіграє важливу роль у забезпеченні фінансової стабільності. Деякі ІФР мають вирішальне значення для надання допомоги центральним банкам у проведенні монетарної політики та підтримці фінансової стабільності¹⁷. Проте, якщо їх

¹⁵ Таке визначення інфраструктури фінансового ринку виключає двосторонні відносини між фінансовими установами та їх клієнтами, наприклад, традиційну кореспондентську банківську діяльність.

¹⁶ Через централізацію окремих видів діяльності, ІФР також дає змогу учасникам фінансового ринку ефективніше та результативніше управляти своїми ризиками (у деяких випадках усунути певні ризики), а також сприяє підвищенню прозорості окремих сегментів ринку.

¹⁷ За звичай, ефективне здійснення монетарної політики залежить від впорядкованого розрахунку операцій та ефективного розподілу ліквідності. Наприклад, багато центральних банків здійснюють грошово-кредитну політику, впливаючи на короткотермінові процентні ставки шляхом купівлі та продажу певних фінансових інструментів, таких як державні цінні папери чи іноземна валюта, або через кредити забезпечені заставою. Важливо, щоб

регулювати не належним чином, то вони можуть становити значний ризик для фінансової системи і бути потенційним джерелом “зараження”, особливо в періоди стресу на ринку. Незважаючи на те, що ІФР загалом добре функціонували під час останньої світової фінансової кризи, події на фінансових ринках дали підстави міжнародним фінансовим організаціям для перегляду та оновлення стандартів¹⁸ з ефективного управління ризиками. ІФР, зазвичай, встановлюють набір загальних правил та процедур для всіх учасників, технічну інфраструктуру й спеціалізовану систему управління ризиками відповідно до притаманних їм сучасних викликів і загроз.

Зазначимо, що інфраструктура фінансового ринку кожної держави має власну специфічну побудову, інституційну різноманітність, насиченість і функціональні зв'язки, які визначають ефективність її роботи. Детальна класифікація суб'єктів інфраструктури та їхнього групування залежно від ролі дасть змогу оцінити функціональність і доцільність окремих її елементів у діяльності цього ринку [522].

Водночас інфраструктура фінансового ринку містить велику кількість тісно пов'язаних елементів, що в сукупності відіграють важливу роль у національній економіці. З огляду на особливості економічних суб'єктів (домогосподарств, фірм нефінансового і фінансового сектора, органів державної влади) та різноманітність їхніх потреб, на обслуговування яких орієнтована інфраструктура фінансового ринку, її в науковій літературі розглядають у різних ракурсах та аспектах (додаток 4). Найвдалішим, на наш погляд, є її схематичне зображення (рис. 1.13), запропоноване І. Рекуненко [407, с. 39].

Елементи інфраструктури фінансового ринку автор розділив на два рівні. Перший є внутрішнім організаційним середовищем, що забезпечує укладання угод і проведення операцій на засадах розмежування функцій і спеціалізації діяльності, другий – зовнішнім середовищем, що виконує обслуговування внутрішньої інфраструктури, сприяючи її нормальному функціонуванню.

інфраструктури фінансового ринку були безпечними та ефективними й сприяли надійному переданню коштів та цінних паперів між центральним банком, його контрагентами й іншими учасниками ринку, щоб ефект від трансакцій монетарної політики міг масштабно та швидко поширюватися в національній економіці.

¹⁸ Під терміном “стандарти” розуміємо узагальнене поняття, що стосується усіх нормативних документів таких як стандарти, принципи, рекомендації та обов'язки (нормативи).

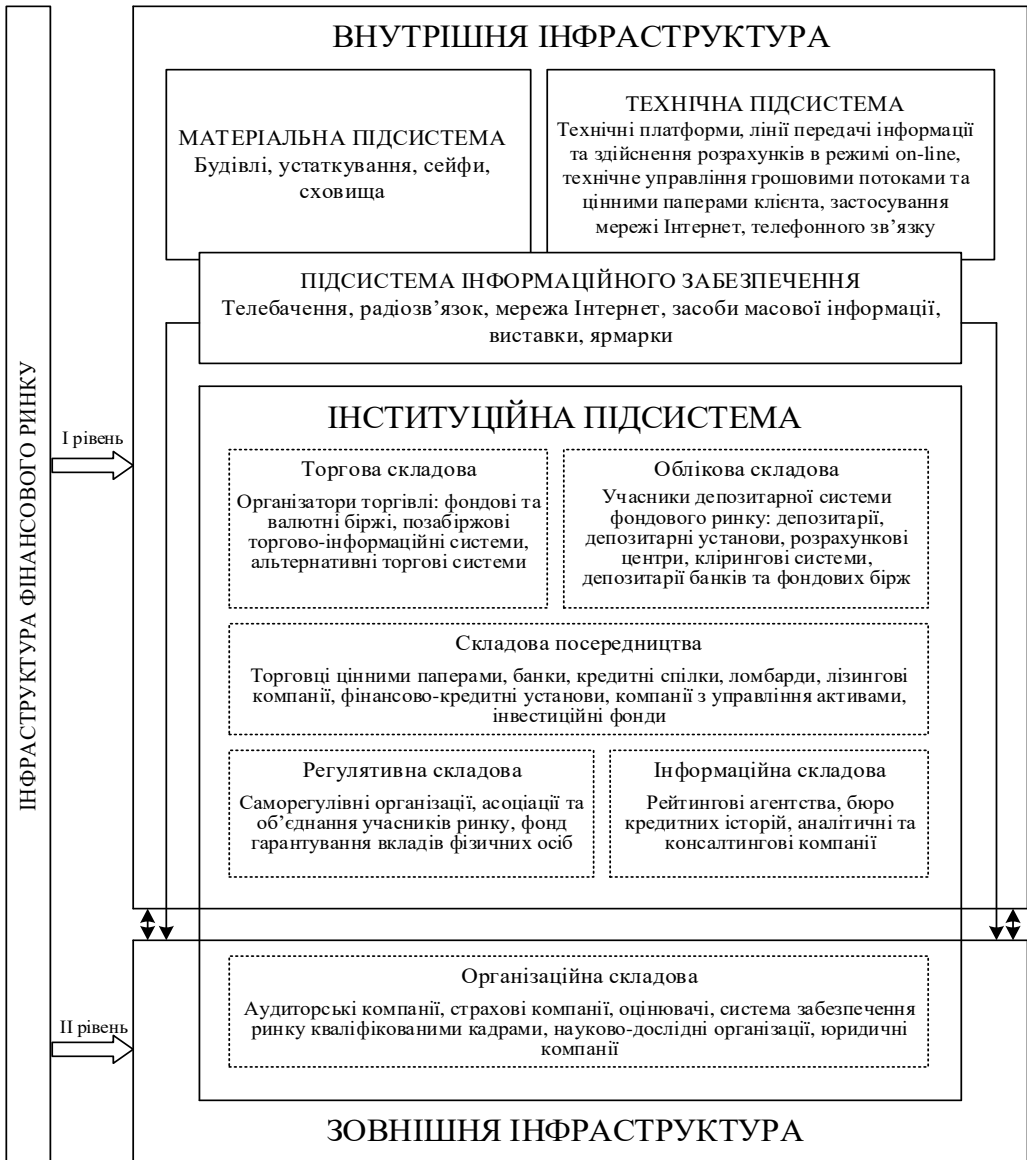


Рис. 1.13. Складові інфраструктури фінансового ринку [407, с. 39]

Така структуризація дає можливість виділити системотвірну (внутрішню) інфраструктуру, що безпосередньо бере участь у створенні й організації фінансового ринку, і допоміжну (зовнішню), інститути якої надають професійним учасникам різні послуги, що прямо не стосуються руху грошових коштів на фінансовому ринку, проте створюють умови, необхідні для цього

процесу (розроблення програмних продуктів і забезпечення, наукові дослідження, страхування окремих видів ризиків та операцій, підготовка і підбір персоналу, виготовлення бланків цінних паперів тощо).

Утім вважаємо, що складова посередництва має містити лише торговців цінними паперами, які укладають угоди купівлі–продажу грошей від імені своїх клієнтів. Водночас решту фінансових посередників необхідно вилучити з цієї групи, оскільки вони не обслуговують заощадників, а укладають угоди продажу мобілізованих тимчасово вільних коштів від свого імені як суб'єкти фінансового ринку.

Звернемо увагу, що вітчизняні науковці [522] по-різному визначають складові інфраструктурного середовища, проте існує спільне тлумачення сутності цього поняття як сукупності специфічних умов діяльності, інформаційних комунікацій, законодавчого забезпечення, що створює певні рамки функціонування фінансового ринку. До виокремлених більшістю авторів спільних елементів інфраструктурного середовища належать інформаційний, законодавчий та комунікаційний. Їхня роль зрозуміла на фінансовому ринку, проте ступінь впливу на поведінку його суб'єктів є відкритим для дослідження.

Наголосимо, що ускладнення ринкових відносин у сучасному світі зумовили об'єктивне зростання ролі інфраструктурної складової в поведінці та результатах діяльності суб'єктів ринку. Без перебільшення можна стверджувати, що інфраструктура стала найбільш значущим економічним феноменом, який сприяв глобалізації та формуванню сучасного світового господарства загалом і міжнародного фінансового ринку зокрема. Як слушно зауважив І. Рекуненко [405, с. 229], що розвиненіша інфраструктура, то більший ефект (вигоду) отримують суб'єкти фінансового ринку, та зазначив, що інфраструктурна ефективність (рис. 1.14) визначається не кількістю інфраструктурних елементів, а різноманітністю видів та інтеграцією їх діяльності. Власне системність (інтегрованість їх діяльності) забезпечує комплексну підтримку здійснення угод на фінансовому ринку. З інфраструктурного погляду фінансовий ринок є неефективним, якщо на ньому присутні суб'єкти, які мають переважне становище (ринкову владу) порівняно з іншими учасниками торгівлі.

Наявність інфраструктурних суб'єктів

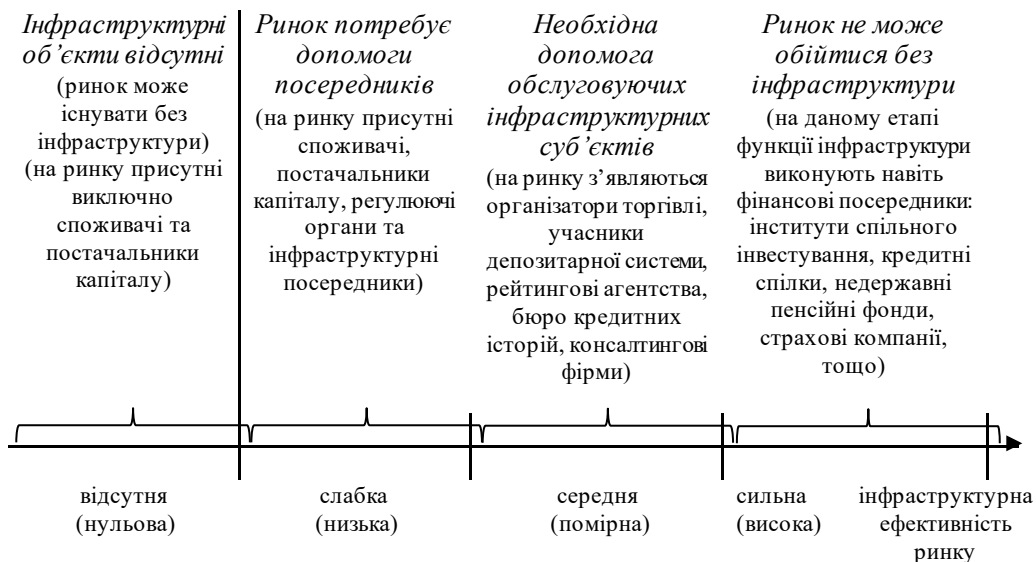


Рис. 1.14. Інфраструктурна ефективність фінансового ринку [405, с. 229]

Учений виділяє чотири рівні інфраструктурної ефективності фінансового ринку залежно від “допомоги” його учасникам – покупцям і продавцям тимчасово вільних грошових коштів. На нульовому рівні укладання угод (правильність та швидкість) повністю залежить від покупців та продавців. На наступних рівнях щораз більшу частину ризиків (зобов'язань) в укладанні фінансових угод беруть на себе інфраструктурні посередники. На найвищому рівні укладання угод без них не можливе, тобто самостійних угод між суб'єктами фінансового ринку не існує, а всі ризики повністю перекладаються на інфраструктурних посередників.

Отже, інфраструктура фінансового ринку кожної країни має специфічну будову, інституційну різноманітність і насиченість. Виконаний аналіз структури фінансового посередництва та інфраструктури фінансового ринку засвідчив, що їхня класифікація не завжди є типовою і залежить від національних особливостей та рівня економічного розвитку країни, реальних потреб економічних суб'єктів, домінантних у певній країні поведінково-психологічних аспектів ухвалення фінансових рішень економічними агентами, фінансової грамотності й досвіду населення тощо. Усі ці аспекти

потребують детального наукового вивчення у кожній країні для підвищення ефективності державного регулювання та побудови загальної концепції розвитку фінансового ринку.

Водночас високий рівень конкуренції на фінансовому ринку між професійними учасниками приводить до появи фінансових інновацій, зміни їхніх функцій, інструментів та послуг. У наслідок цього трансформується структура самого ринку – відбувається інтеграція та конвергенція фінансових інститутів, що приводить до створення універсальних посередників – фінансових супермаркетів (конгломератів) [529, с. 32]. Запроваджені на фінансовому ринку інновації мають сьогодні важливе значення для успішного розвитку національних фінансових систем, і з одного боку, є закономірним результатом його еволюції, а з іншого, – дають змогу економічним суб'єктам вирішувати конкретні проблеми. Нині інноваційні процеси охопили ринки більшості фінансових інструментів. Модернізація фінансових продуктів і послуг та створення нових ще у ХХ ст. стали головними чинниками розвитку глобального фінансового ринку та міжнародних фінансових конгломератів.

Формування фінансових конгломератів відбувається під впливом об'єктивних процесів фінансової інтеграції та фінансової конвергенції, що останнім часом набувають щораз більших масштабів і є невід'ємною складовою економічної глобалізації. Інтеграційні та конвергенційні процеси є подібними, проте їх не можна ототожнювати. Загалом інтеграція (від лат. *integration* – цілий [562]) означає відновлення, об'єднання в ціле частин і має досить широке тлумачення. В економічній літературі виділяють різні аспекти цього поняття. Зазвичай, інтеграцію визначають як об'єднання економічних суб'єктів, поглиблення їхньої взаємодії, розвиток зв'язків між ними [201, с. 119]. Найближчим до поняття “фінансова інтеграція” є термін “гомогенізація”, використовуваний деякими авторами ще на початку 1980-х років, що відображає інтеграційні процеси між фінансовими посередниками. З огляду на це основною характерною рисою фінансової інтеграції є “гомогенність”, що свідчить про однорідність суб'єктів за певними ознаками в таких аспектах:

- продуктоорієнтований – технічний, що означає злиття і взаємопроникнення власне фінансових продуктів та послуг;

- інституційний, пов'язаний з організаційно-функціональною формою компанії та видом і змістом її діяльності;
- клієнтоорієнтований – функціональний, який передбачає комплексний продаж фінансових послуг за допомогою посередників-брокерів [339].

Натомість, фінансова конвергенція (від лат. *convergens* – той, що наближається) ґрунтується на принципі “гетерогенності” (різномірність за складом і походженням, на відміну від “гомогенності”). Хоча термін “конвергенція” вживають у різних науках, однак усюди він має схоже значення [4]. Водночас в економічній літературі нема єдиного підходу до тлумачення поняття “конвергенція”. Загалом у сучасному фаховому обігу цей термін використовують для характеристики процесів інтеграції: зближення економік щораз більшої кількості країн з одночасним збереженням національних особливостей [201 с. 120]. Однак залежно від рівня аналізу та особливостей сфери чи предмета дослідження в економіці існує ще кілька визначень. Так, на мегарівні (міжнародному) конвергенція – це зменшення розриву (зближення) в показниках економічного розвитку між державами; на мікрорівні – набуття однакових функцій (надання однакових послуг) суб'єктами господарювання, які працюють у споріднених галузях економіки.

Отже, фінансова конвергенція ґрунтується на принципах “гетерогенності” (об'єднання різномірних складових) [580] і “взаємопроникнення” (асиміляції). Безумовно, неоднорідність фінансових посередників виявляється через їхню різномірність за походженням, стратегіями розвитку й управління, особливостями їхнього продукту. У діяльності цих посередників фінансова конвергенція реалізується на засадах взаємного проникнення й асиміляції та може набувати різних форм. На думку І. Школьник [532, с. 180], кожна її форма має свої особливості, зокрема конвергенція:

- банківської діяльності з інвестиційною полягає в тому, що, з одного боку, фінансовий ринок забезпечує надходження коштів банкам унаслідок емісії цінних паперів, а з іншого, – банки роблять вкладення грошей у цінні папери на інвестиційному ринку;
- видів діяльності, яка полягає в тому, що банки дедалі частіше працюють як торговці цінними паперами й андерайтери, а діяльність інвестиційних компаній багато в чому нагадує діяльність інвестиційних банків;

- структурно-функціональна – банки можуть бути засновниками інших фінансових інститутів, і навпаки;
- інформаційна, яка передбачає, що банки передусім формують свої інформаційні системи з урахуванням необхідності отримання даних про стан ринку цінних паперів та результати біржових торгів; водночас професійні учасники ринку цінних паперів формують свої інформаційні системи з метою отримання та опрацювання інформації про банки, цінні папери яких перебувають в обігу на ринку;
- інформаційних технологій приводить до того, що одні й ті ж технічні й технологічні рішення щодо створення систем електронних баз даних використовують у своїй діяльності різні види фінансових посередників;
- механізмів регулювання сфер діяльності, яка виявляється в дублюванні нормативно-правових документів органами державного регулювання для різних сегментів фінансового ринку, оскільки кожний вид фінансових посередників охоплює дедалі ширший спектр видів фінансової діяльності й фінансових продуктів.

У цьому контексті можна зробити висновок, що ринок цінних паперів та фінансові інститути, з одного боку, є конкурентами в боротьбі за гроші заощадників, а з іншого, – конвергенцією уподібнюються й отримують спільні риси у своїй діяльності. З огляду на це в національній економіці формується синергетичний ефект: розвиток фінансових посередників сприяє зростанню ринку цінних паперів, а той – розширенню можливостей посередників у залученні грошових коштів, що виявляється в розробленні та впровадженні нових фінансових інструментів і продуктів.

Водночас зазначимо, що, характеризуючи види взаємодії фінансових посередників, К. Багмет [16, с. 7] виділяє фінансову конвергенцію в окрему складову фінансової інтеграції (поряд з консолідацією та інтеграцією капіталів фінансових установ), виводячи кооперацію фінансових посередників за рамки їхньої інтеграції та обмежуючи фінансову конвергенцію такими формами, як формування спільних каналів збуту й комплексних фінансових продуктів (рис. 1.15).

Інші автори [150, с. 125; 529, с. 33] розділяють ці поняття: фінансова інтеграція є визначальною на суб'єктному рівні, що еволюційно виявляється

в дистрибуторській співпраці, формуванні стратегічних альянсів і спільних підприємств, та, як наслідок, створенні фінансових конгломератів; фінансова конвергенція виявляється на об'єктному рівні, унаслідок чого відбувається поступовий перехід від незалежних продажів, до продажу фінансових послуг у пакеті й застосування системи перехресних продажів і в підсумку – формування інтегрованого фінансового продукту (рис. 1.16).

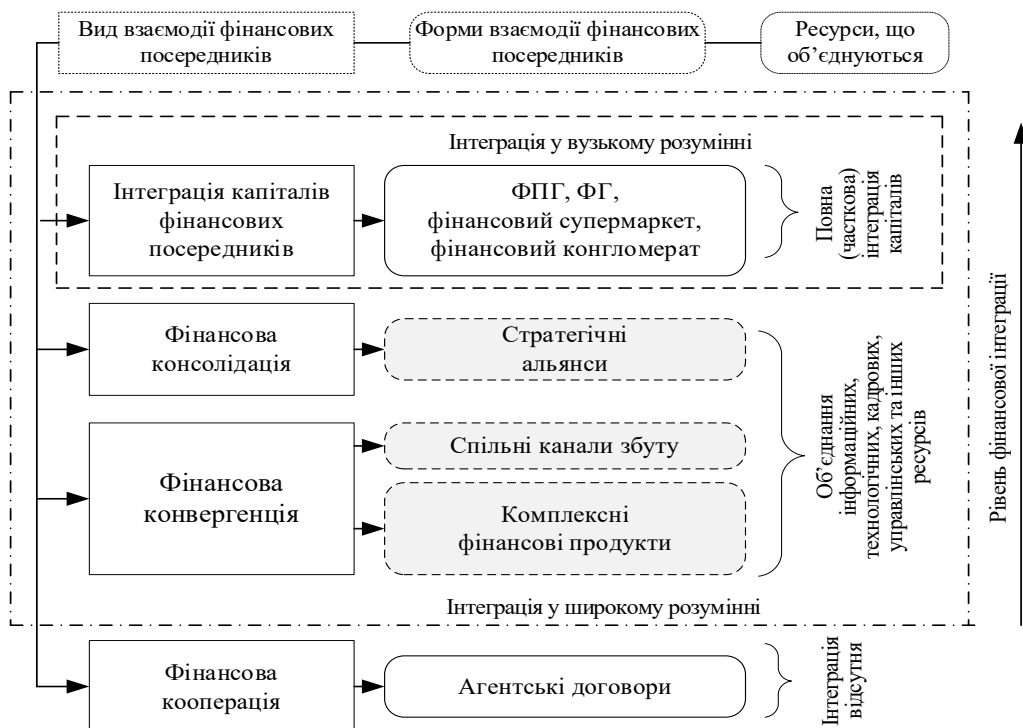


Рис. 1.15. Види та форми взаємодії фінансових посередників [16, с. 8]

Нагадаємо, що фінансова конвергенція є “гетерогенною”, тобто різнорідною за походженням, складом і характеристиками, а фінансова інтеграція ґрунтується на принципі “гомогенності”, тобто відображає об'єднання однорідних суб'єктів. Утім С. Криниця [201, с. 122] вважає, що інтеграція може мати як гетерогенний, так і гомогенний характер, а тому є більш загальним поняттям, ніж конвергенція. У будь-якому разі безперечно, що процеси фінансової конвергенції й інтеграції призвели до руйнування меж між фінансовим, страховим та інвестиційним ринками; створення

фінансових холдингів і формування таких понять, як “фінансовий конгломерат” та “корпоративна диверсифікація”.

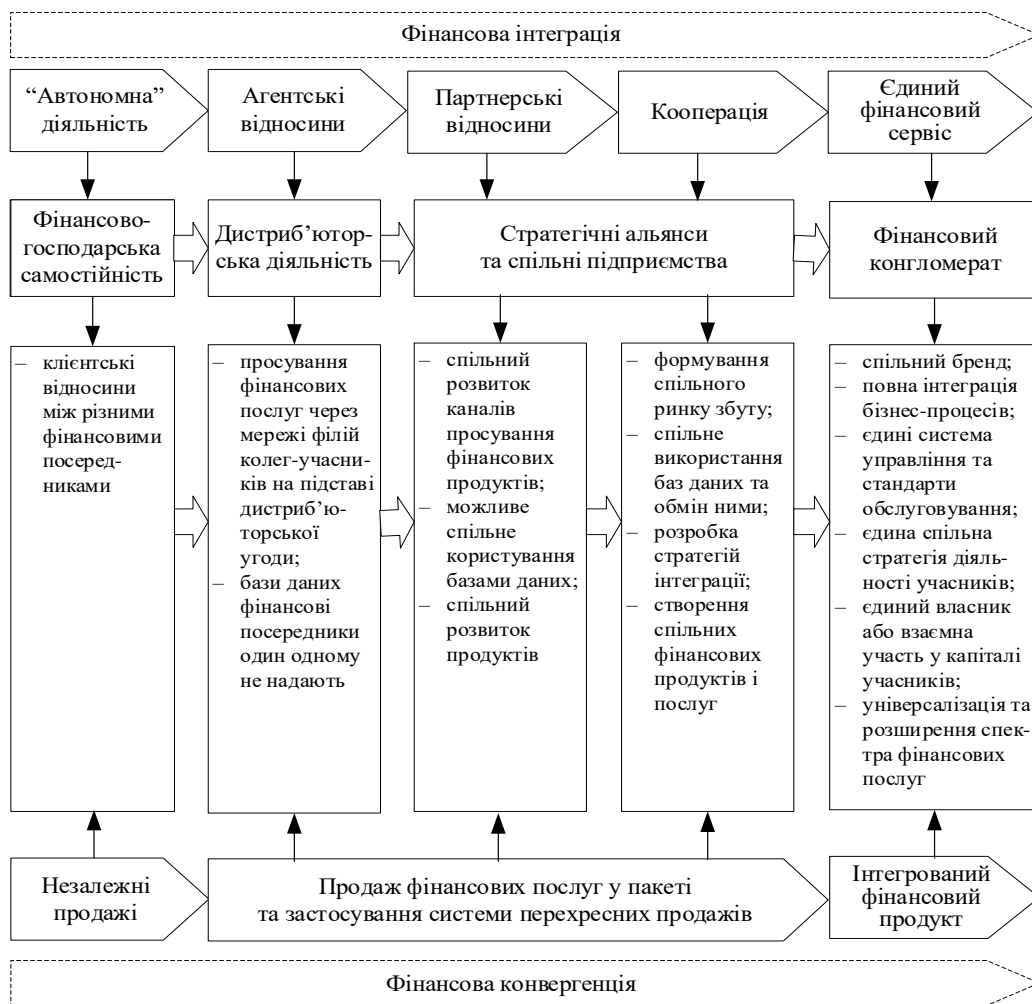


Рис. 1.16. Форми інтеграції та конвергенції на фінансовому ринку [529, с. 33]

У процесі створення фінансового конгломерату фінансові посередники в діяльності не обов’язково проходять через усі визначені рівні інтеграції – початковим може стати будь-який з наведених далі, а окремі з них можуть бути пропущені (див. рис. 1.16). Створення такого виду універсального інтегрованого посередника, як фінансовий конгломерат, ґрунтується на

агентській і партнерській співпраці та кооперації, у рамках яких відбувається перехресний продаж фінансових послуг або їхній продаж у пакеті [529, с. 33]. У підсумку це призводить, з одного боку, до формування якісно нової структури, яка є складною та поєднує кілька напрямів фінансової діяльності, а з іншого, – до синергетичного ефекту.

Під синергією розуміють кумулятивний позитивний ефект від об'єднання різних бізнесів, що перевищує результат підсумовування ефективності бізнесів кожного з учасників. На думку О. Гошовської [92, с. 5], синергія відображає об'єднання якісно відмінних типів поведінки економічної системи завдяки нелінійним динамічним взаємозв'язкам між її елементами та середовищем. Унаслідок цього виникають специфічні режими еволюції складових, що дає змогу досягти таких результатів у діяльності системи, які неможливі без цих взаємозв'язків.

Синергетичний ефект передбачає такі складові: маркетингову (синергія витрат і синергія доходів), управлінську (зниження ризиків ведення бізнесу та оптимізація використання трудових ресурсів), фінансову (зростання вартості конгломерату). Іншими словами, синергія витрат – це економія на масштабі та операціях; синергія доходів – збільшення продажу, створення нових продуктів, зростання цільової аудиторії; фінансова синергія – ринкова вартість конгломерату є більшою, ніж компаній, які в нього інтегрувалися (інколи навіть оголошення про майбутнє об'єднання змінює ринкову ціну їхніх акцій). Причому без ефективної діяльності в усіх зазначених складових досягти позитивного сукупного ефекту синергії у процесі конвергентно-інтеграційної взаємодії фінансових посередників фактично неможливо. Така взаємодія дедалі частіше стає запорукою виживання і подальшого розвитку за умов загострення конкуренції на фінансовому ринку, зняття обмежень щодо “переливання” капіталу між його сегментами, лібералізації міжнародного переміщення капіталу, посилення законодавчих вимог до нарощування капіталізації тощо. Наукові дослідження [150, с. 123] засвідчили, що основним стимулом до інтеграції у фінансових посередників є власне прагнення досягти ефекту синергії.

У процесі інтеграції відбувається зміна структури фінансових посередників і паралельно триває постійний пошук ефективної організаційної форми бізнесу. Водночас розвиток конвергенції призводить до того, що

фінансові посередники перетворюються зі спеціалізованих на універсальні. Універсалізація як загальносвітова тенденція функціонування фінансового посередництва виявляється в розширенні надаваних фінансових послуг на засадах охоплення суміжних сегментів фінансового ринку. Таким чином, сьогодні світова практика сформувала різноманітні форми інтеграції й конвергенції, які вирізняються залежно від цілей співпраці та характеру фінансово-господарських зв'язків між учасниками.

З огляду на зазначене необхідно уточнити класифікацію фінансових посередників, оскільки розглянуті досі лише фрагментарно відображають аспекти їхньої трансформації, пов'язані з процесами фінансової інтеграції і фінансової конвергенції. Важливо врахувати такі критерії, як спектр фінансових продуктів і послуг та рівень їхньої фінансово-господарської самостійності. Наприклад, за асортиментом послуг посередників традиційно поділяють на спеціалізовані та універсальні, а за рівнем фінансово-господарської самостійності – на унітарні та інтегровані. Утім, на думку деяких дослідників [150, с. 18], доцільнішим є їхній поділ на спеціалізованих і висококонвергентних, оскільки відбувається не тільки поєднання фінансових послуг в комплексні та інтегровані продукти, а й тісна взаємодія посередників. Зважаючи на це, учені виділяють такі види посередників на фінансовому ринку: спеціалізовані унітарні, висококонвергентні унітарні, спеціалізовані інтегровані, висококонвергентні інтегровані (рис. 1.17).

Спеціалізовані унітарні посередники надають, здебільшого, один вид фінансових послуг або кілька однорідних (чи споріднених) і поступово (унаслідок розширення спектра фінансових продуктів, виходу на ринок цінних паперів, співпраці зі страховими та іншими компаніями) можуть перетворюватися на висококонвергентних фінансових посередників – універсальні банки.

Інтегрованими спеціалізованими фінансовими посередниками є: банківські консорціуми, що утворюються внаслідок укладання угоди між банками про спільне фінансування, у якій визначають умови надання кредиту та відповідальний банк [369]; інвестиційні консорціуми – об'єднання фінансових посередників під спільним контролем банку на основі угоди про консолідацію грошових ресурсів та координацію інвестиційної діяльності; страхові пули й страхові бюро, які формуються страховими компаніями

для страхування певних видів ризиків. Наприклад, відповідно до ст. 13 Закону України “Про страхування” [383], страховики, які мають дозвіл на страхування відповідальності операторів ядерних установок за шкоду, що може бути завдана внаслідок ядерного інциденту, зобов’язані утворити ядерний страховий пул, який має бути юридичною особою, утримуваною коштом страховиків; страховики, яким дозволено страхувати авіаційні та морські ризики, можуть створити відповідні страхові бюро.

		Групи фінансових посередників за критерієм конвергенції	
		спеціалізовані	висококонвергентні
Групи фінансових посередників за критерієм інтеграції	унітарні	<ul style="list-style-type: none"> • спеціалізовані банки: <ul style="list-style-type: none"> - ощадні; - інвестиційні; - іпотечні; - клірингові; • небанківські фінансові посередники: <ul style="list-style-type: none"> - страхові компанії; - інвестиційні компанії; - компанії з управління активами; - лізингові компанії; - недержавні пенсійні фонди; - інститути спільного інвестування; - факторингові компанії та ін. 	універсальні банки
	інтегровані	<ul style="list-style-type: none"> - банківські консорціуми; - інвестиційні консорціуми; - страхові пули; - страхові бюро 	<ul style="list-style-type: none"> - фінансові групи; - фінансові конгломерати

Рис. 1.17. Класифікація посередників фінансового ринку [150, с. 19]

До інтегрованих висококонвергентних належать фінансові групи та фінансові конгломерати. Фінансова група є об’єднанням професійних учасників фінансового ринку для здійснення спільних великих інвестиційних проєктів, підвищення ефективності використання коштів, закріплення чи розширення своїх позицій на ринку. Вітчизняне законодавство виділяє

банківські та небанківські фінансові групи. Банківська група [369; 371; 378] – об'єднання двох або більше фінансових установ, у яких банківська діяльність переважає і які мають спільного контролера, зазвичай, це материнський банк і його дочірні та/або асоційовані компанії. Небанківська фінансова група [363; 386] – це коло юридичних осіб, яке має спільного контролера (не банк), складається з двох або більше фінансових установ і в якому небанківська фінансова установа провадить переважну діяльність (середньоарифметичне значення активів за останні чотири звітні квартали небанківської фінансової установи становить 50 % і більше від сукупного розміру середньоарифметичних значень активів усіх фінансових установ, що входять до цієї групи, за відповідний період).

Фінансовий конгломерат у міжнародних документах [806] визначають як “будь-яку групу компаній під єдиним контролем, виняткова або переважна діяльність якої полягає в наданні суттєвих послуг як мінімум у двох різних фінансових секторах (банківському, інвестиційному, страховому)”. З огляду на це І. Школьник [529, с. 34–35] справедливо зазначила, що “не кожна фінансово-промислова або фінансова група є фінансовим конгломератом” та зауважила, що у вітчизняних нормативно-правових актах фінансові конгломерати не виділяють в окрему категорію, хоча деякі з них і містять цей термін. Унаслідок аналізу особливостей об'єднань фінансових посередників, які дозволені вітчизняним законодавством, учена зробила висновок, що організаційно-правовою формою фінансового конгломерату в Україні може бути фінансова холдингова група.

Зазначимо, що за кордоном теж нема єдиного підходу до тлумачення поняття “фінансовий конгломерат”¹⁹, а в багатьох країнах світу його взагалі не розглядають як окрему організаційно-правову форму об'єднання

¹⁹ Фінансовий конгломерат – це об'єднання різнопрофільних компаній, бізнес яких поширюється не менше ніж на два з п'яти основних сегментів сфери фінансових послуг: банківські операції, страхування, корпоративні фінанси, підписка та розміщення цінних паперів, довірче управління, обслуговування та консультації інвестиційних фондів, роздрібні інвестиційні послуги та ін.

Фінансовий конгломерат – це універсальний інтегрований фінансовий посередник, що провадить діяльність мінімум на двох із трьох таких сегментів фінансового ринку – банківському, страховому і цінних паперів, а також реалізує в процесі діяльності клієнтоорієнтовану стратегію, пропонуючи інтегровані фінансові продукти.

фінансових посередників. Водночас у країнах ЄС для визнання об'єднання фінансових посередників фінансовим конгломератом наглядові органи використовують низку критеріїв та ознак (рис. 1.18) [529, с. 34].



Рис. 1.18. Критерії ідентифікації фінансового конгломерату відповідно до законодавства ЄС [529, с. 34]

Зростання ролі та значення фінансових конгломератів за умов пришвидшення процесів глобалізації зумовило посилення уваги до їхньої ді-

яльності як національних наглядових органів, так і міжнародних організацій, які розробляють світові принципи та правила організації нагляду за діяльністю банків і небанківських фінансових установ. Зокрема, Базельський комітет з банківського нагляду, Технічний комітет міжнародної організації комісії з цінних паперів та Міжнародна асоціація органів страхового нагляду створили спільний форум, у рамках якого обговорюють проблеми управління ризиками фінансових груп і фінансових конгломератів та потребу внесення змін у підходи, які використовують під час регулювання банківського, інвестиційного та страхового секторів фінансової сфери [529, с. 35–36]. Відповідно до європейського законодавства, усі фінансові посередники, що входять до конгломерату, підлягають додатковому нагляду щодо фінансового стану, операцій у групі, концентрації ризиків, а також механізмів внутрішнього контролю та ризик-менеджменту.

Новітні тенденції в розвитку фінансових ринків більшості країн, що виявляються в посиленні конкуренції за прихильність клієнта, технологічних інноваціях (створенні нових програмних продуктів, що суттєво зменшують вартість трансакції), дерегулюванні та лібералізації, активізації процесів злиття та поглинання, призводять до посилення конвергентно-інтеграційних процесів між фінансовими посередниками та формування глобального характеру їхньої діяльності. Зазначені процеси, а також бажання самого клієнта підвищити якість обслуговування, отримати доступ до якомога більшої кількості послуг відразу, тобто в конкретний момент і в конкретному місці [516, с. 317], є основою виникнення і розвитку інтегрованих фінансових посередників, зокрема, і фінансових конгломератів.

Зазначимо, що першопрохідцями та лідерами процесів фінансової інтеграції і конвергенції з-поміж фінансових посередників є банки [581, с. 130–132], а до основних передумов і чинників їхньої провідної ролі зачисляють такі:

- визначальна роль у виконанні посередницьких операцій на вітчизняному фінансовому ринку (банки перетворилися на ядро фінансової системи);
- участь у запровадженні й реалізації нових фінансових послуг унаслідок посилення конкуренції за залучення коштів економічних суб'єктів;

- створення дочірніх організацій, що надають різноманітні фінансові послуги (лізинг, споживчий кредит, фінансовий інжиніринг, страхові брокерські та консультаційні послуги);
- посилення регулятивних вимог до банків, передусім щодо платоспроможності й адекватності капіталу, що спонукало їх шукати нові джерела прибутку в страхуванні, інвестиційній діяльності тощо;
- зрушення в споживчому попиті і реструктуризація заощаджень (унаслідок збільшення частки осіб пенсійного віку), що спричинило рух банків у бік страхового, пенсійного та інвестиційного бізнесу через високу привабливість відповідних фінансових продуктів і послуг.

Найпоширенішою формою конвергентно-інтеграційних відносин є взаємодія банків і страхових компаній. Ці фінансові посередники використовують стратегію створення фінансових конгломератів, тому що прагнуть збільшити свої розміри та диверсифікувати власну діяльність [201, с. 122]. Залежно від того, який фінансовий посередник виконує функцію контролю та на яких ринках діє фінансовий конгломерат, розрізняють такі моделі організації діяльності об'єднання:

- банкострахування (*bancassurance*) – стратегія, що передбачає продаж страхових продуктів через мережу банківських відділень;
- страхове банківництво (*assurfinance*) – та ж стратегія, проте головну роль відіграє страховик; на практиці трапляється рідше;
- всеохопне фінансове посередництво (*allfinanz*) – конгломерати, які сформовані з різних посередників та працюють одночасно на банківському, страховому й інвестиційному ринках [151, с. 127; 516, с. 315; 847].

Щодо особливостей конвергентно-інтеграційної співпраці та взаємозв'язків фінансових посередників, то зазначимо, що часто діяльність банків пов'язують з небанківськими установами на правах материнської компанії у формі дочірньої чи асоційованої фірми або інших форм “тісного зв'язку” (див. рис. 1.18). Насамперед це стосується факторингових та лізингових фірм, які часто є дочірніми компаніями банків. Співпраця між банками та інститутами спільного інвестування і недержавними пенсійними фондами (НПФ) виявляється передусім у можливостях банків бути агентами під час поширення їхніх акцій та інвестиційних сертифікатів [201, с. 123–124].

Інститути спільного інвестування та НПФ можуть використовувати мережу відділень банків для забезпечення територіального представництва та поширення своїх фінансових послуг, а банки – для впровадження спільних маркетингових програм на основі комплексного обслуговування клієнтів. Так у межах фінансового конгломерату досягають позитивного синергійного ефекту.

Водночас новітні досягнення науки і техніки на початку ХХІ ст. привели до появи на фінансовому ринку абсолютно нових посередників – фінтех-компаній (англ. *FinTech* або *Fintech*), які використовують інновації, щоб конкурувати з традиційними фінансовими установами (банками, страховими компаніями тощо). Фінансові технологічні компанії можуть бути як новоствореними фірмами (стартапами), так і давнішими фінансовими чи технологічними компаніями, які намагаються замінити або поліпшити надання фінансових послуг, зробити їх доступнішими для широкої громадськості. Ці фірми використовують сучасні технології для створення нових або поліпшення традиційних програм, процесів, продуктів чи бізнес-моделей у галузі фінансових послуг щодо управління особистими фінансами, страхування, здійснення платежів, управління активами тощо і надають їх як кінцевий процес через Інтернет.

Фінтех-послуги можуть надавати різні незалежні постачальники, однак серед них обов'язково є принаймні один ліцензований банк або страховик. Взаємозв'язок відбувається за допомогою відкритих інтерфейсів прикладного програмування (*API*²⁰) або відкритого банкінгу та регульований нормативними актами, наприклад, директивою Європейських платіжних послуг (*European Payment Services Directive*) [809]. Зрозуміло, що користування послугами таких компаній потребує від потенційних клієнтів підвищення рівня фінансової грамотності й освіти.

До речі, питання фінансової грамотності населення нині, завдяки діяльності ООН та інших міжнародних організацій, є одним з пріоритетних у більшості країн світу, і не лише для уряду (наприклад, в Україні наказом

²⁰ *API* (від англ. *Application programming interface* – програмний інтерфейс програми, інтерфейс прикладного програмування) – набір готових класів, процедур, функцій, структур і констант, які надає додаток (бібліотека, сервіс) або операційна система для використання в зовнішніх програмних продуктах.

МОН № 236 від 15.02.2017 р. затверджено завершення III (формуального) етапу дослідно-експериментальної роботи за темою: “Науково-методичні засади впровадження фінансової грамотності у навчально-виховний процес навчальних закладів” за 2014–2016 рр. [375]), а й для професійних учасників фінансового ринку (зокрема, найбільша на Близькому Сході за обсягом активів банківська група *Emirates NBD* розробила мобільну навчально-розважальну моделювальну гру “Banki” для просування і підвищення фінансової грамотності в ОАЕ, яка доступна для завантаження на смартфони в *Google Play* та *Apple Store* [697]).

Поява нових посередників (у цьому разі фінтех-компаній) – це природна реакція суспільства на чергову фінансово-економічну кризу 2008–2010 рр. і на неспроможність традиційних фінансових посередників упоратися зі своїми обов’язками. Інтенсивний розвиток сучасного фінтеху розпочався з 2008 р., проте перші його кроки у вигляді вживляння під шкіру *NFC*-чипів, які давали змогу розраховуватися в крамниці тільки за допомогою рук, зроблені ще в 1950 р. [617]. У 2000-х роках з’явилися мобільні гаманці і платіжні додатки, роботи-консультанти, краудфандингові платформи як альтернатива класичним посередникам-постачальникам коштів. Фінтех-компанії не просто взяли за оптимізацію взаємодії між фінансовим посередником і кінцевим користувачем (позичальником – покупцем грошей), а й замінили багато послуг новими технологічними рішеннями.

Станом на початок 2016 р. у світі зареєстровано понад 7 тис. фінтех-стартапів [617]. За їхньою кількістю лідером є Північна Америка, на другому місці – Азія, на третьому – Європа [713]. Інтерес бізнесу до цього сектора “економіки знань” підтверджують швидкі темпи зростання обсягів інвестицій. Наприклад, глобальні інвестиції у фінансові технології зросли з 0,93 млрд дол. США у 2008 р. до 22,3 млрд у 2015 р. [721]. За даними мерії Лондона, 40 % робочої сили фінансового сектора міста працює у фінтех-компаніях [786].

Незважаючи на нові технології, які розширили одні сегменти фінансового ринку, зруйнували інші, а також привели до формування абсолютно нових, основні функції фінансового посередництва залишились тими ж, змін зазнали лише методи та способи діяльності. Швидкий розвиток фінтех-

компаній привів до того, що класичні банки почали надавати традиційні послуги за допомогою віддаленого доступу через мережу Інтернет.

Сьогодні аналіз даних став основним методом, який використовують під час ухвалення фінансових рішень, а автоматизовані комп'ютерні програми щораз частіше заміняють фінансових консультантів. Поява автоматизованих алгоритмічних комп'ютерних програм є імовірно найважливішою складовою фінансових інновацій. Багато людських зусиль у сфері фінансів було замінено штучним інтелектом. Веб-сайти та мобільні додатки усунули потребу фізичної присутності фінансових посередників у офісах компаній для взаємодії з клієнтами [768].

Нові технології, зокрема, машинне навчання, штучний інтелект, аналітичне прогнозування поведінки та керований даними маркетинг, усунуть вплив здогадок і звичок на ухвалення фінансових рішень. Програми (додатки) не тільки вивчають звички користувачів, про які вони часто й самі не знають, а й залучають користувачів до навчальних ігор, щоб зробити процес ухвалення рішень автоматичним, підсвідомо вибираючи ліпші рішення щодо споживання та заощадження. Наприклад, безкоштовний симулятор фондової біржі *Stock Simulator* пропонує перевірити власні навички торгівлі цінними паперами в он-лайн формі, змагаючись з тисячами трейдерів під гаслом “Спробуйте торгівлю у віртуальному середовищі, перш ніж почати ризикувати власним капіталом” [713].

Крім того, на ринку з'явилися нові типи фінтех-посередників, що значно відрізняються від традиційних. Зміни у правовому регулюванні привели до зниження рівня залучення класичних посередників до фінансових відносин, переходу від законодавчо ускладнених традиційних фінансових інституцій до нових, менш обтяжених. Таке зростання сегмента так званого тіньового банківництва (новітньої експлояторної економіки) матиме значний вплив на розвиток наступного покоління фінансових посередників [768].

Окрім конкурентів – традиційних фінансових посередників, фінтех-компанії часто викликають сумніви у фінансових регуляторів та урядів країн. Регулятори не встигають за активним фінтех-рухом, і далеко не в усіх країнах, у тому числі й Україні, створена й діє відповідна нормативна база; особливо відстає законодавство від стрімкого розвитку криптовалют. Хоча, наприклад, у США її фактично прирівняли до будь-якої іноземної

валюти [617] і Федеральна резервна система видає ліцензії (так звані *Bit License*) фінансовим організаціям, які планують купувати, зберігати або продавати криптовалюту.

Доки центральні банки зволікають з законодавчими ініціативами, які пов'язані з регулюванням блокчейн-технологій, гравці фінансового ринку об'єднуються в консорціуми і тестують рішення в своїх інфраструктурах. Справді, серед усіх фінтех-винаходів технологія блокчейн²¹ і створена на її основі криптовалюта біткоїн викликали серйозне занепокоєння в класичних фінансових посередників. У 2014 р. найбільші банки світу об'єдналися в консорціум *R3CEV* для тестування і пілотування цієї технології, тому що вірять: блокчейн здатний вплинути на фінансові сервіси, так само як Інтернет свого часу вплинув на ЗМІ та індустрію розваг [617]. Крім *R3CEV*, ще є *Hyperledger Project*, а Базельський комітет з платежів і ринкових інфраструктур *CPMI Infrastructures* з початку 2017 р. розпочав працювати над відповідним пакетом рекомендацій для регуляторів. Імовірно, крім проблеми відсутності єдиних стандартів, рекомендації торкнуться ще однієї неоднозначної характеристики фінтех-ініціатив – занадто щільного контакту з особистими даними користувачів, унаслідок чого можливі ризики, пов'язані з хакерськими атаками.

Наголосимо, що блокчейн-технологія породила низку криптовалют і децентралізованих сервісів, які використовують у політиці (для децентралізованого голосування), охороні здоров'я (для зберігання медичних записів), мистецтві (для відстеження переміщень предметів мистецтва), “інтернеті речей” та багатьох інших сферах.

Найближчим часом розпочнеться трансформування фінансових послуг під впливом технологій, які з'явилися в різний час у різних місцях, однак через обмеженість обчислювальних потужностей і високу вартість не мали розвитку. Зокрема, це біометрія, штучний інтелект, оброблення великих масивів даних, доповнена реальність. Наприклад, біометрія дасть змогу ідентифікувати особу віддалено, і відпаде потреба у великій кількості відділень банків, та водночас виникне необхідність у пунктах посвідчення

²¹ Блокчейн – це облікова книга записів (про подію *X*, транзакцію *Y*, угоду *Z* тощо), яка існує тільки в цифровому форматі, протевідразу в усіх учасників блокчейн-спільноти.

особи за допомогою біометрії. Штучний інтелект перетворить фінансове консультування на доступну послугу, яка стане дешевою і моментальною опцією. Використання технологій оброблення великих баз даних уможливить масову персоналізацію, коли пропозиція фінансових послуг користувачеві доставляється тут і зараз. Доповнена реальність надасть роботу-консультанту інструментарій для візуалізації ухвалення рішення в зручному для користувача форматі, тобто *VIP*-банкінг стане масовим і віддаленим.

Усі ці зміни – величезне поле для інновацій та пошуку, і кожен фінансовий посередник сам вибиратиме, як пройти через ці зміни, проте навряд чи зможе відмовитися від експериментів. Щоб освоїти інновації, традиційні фінансові посередники, як уже зазначено, беруть участь у профільних акселераторах або ініціюють власні, відкривають свої платформи для розроблення і пілотування спільних фінансових продуктів [617]. Фінтех-компанії навчили класичних фінансових посередників орієнтуватися на користувача, передбачати його потреби. Сьогодні фінансові послуги переходять у категорію мобільних додатків та додаткових опцій, формуючи нову економічну систему, у якій заощаджувати, витратити та інвестувати – одне задоволення. Добробут суспільства – ось чим планують зайнятися в найближчі роки фінтех-компанії та омолоджені традиційні фінансові посередники.

Зазначимо, що нові бізнес-моделі організації надання фінансових послуг, побудовані на сучасних технологічних досягненнях, змінили розподіл ролей на фінансовому ринку, зменшивши значення класичних посередників. Упровадження цих технологій та проведені регуляторні реформи привели до зростання високошвидкісних мереж електронної комунікації і формування електронних торговельних платформ, які слугують реальною альтернативою традиційним фондовим біржам. Інтернет-банки та брокери створили справжню конкуренцію для традиційних фінансових посередників. Автоматизовані компанії з управління коштами, такі як *Wealthfront* чи *Mint*, які керують сумами на мільярди доларів США, принципово змінили сегмент ринку з управління активами (пропонуючи послугу “все-в-одному” місці), де раніше переважали фінансові консультанти. Інтернет-платформи *Second Market*, *Shares Post* та *Robinhood* полегшили домогосподарствам торгівлю цінними паперами приватних компаній, не стягуючи жодних комісій [713].

Такі краудфандингові платформи, як *Kiva* та *Kickstarter*, дали змогу економічним суб'єктам з усього світу незалежно від місця їхнього розташування отримувати доступ до грошей (позик). Сайти однорівневих позик (*peer-to-peer lending*), такі як *Prosper* та *Lending Club*, є законними альтернативами традиційним фінансовим посередникам у процесі зведення заощадників та позичальників, даючи змогу знизити процентну ставку відкритою конкурентною боротьбою. Компанії *Apple Pay*, *Square*, *Stripe* і *Venmo* змінили посередництво в платіжних системах, а поява біткоїнів створила нову валюту для трансакцій, у яких традиційні фінансові посередники не потрібні [768].

Загалом у світі третина споживачів фінансових послуг використовує принаймні дві або більше послуг фінтех-компаній, і ці споживачі також щораз більше усвідомлюють, що нові посередники є частиною їхнього повсякденного життя. Основними користувачами фінтех є чотири широкі категорії: 1) *B2B* для банків; 2) їхні ділові клієнти; 3) *B2C* для малого бізнесу; 4) споживачі. Тенденції до мобільного банкінгу, збільшення обсягів інформації (даних), точнішої аналітики й децентралізації доступу створюють можливості для всіх чотирьох груп застосовувати донедавна безпрецедентні способи взаємодії [713]. Отже, як і традиційні, нові фінансові посередники виконують ті ж ринкові функції, хоча й за допомогою нових методів і новітніх технологій, перемістивши торгівлю фінансовими послугами з відділень банків, від брокерів та настільних комп'ютерів на мобільні пристрої або просто демократизувавши її.

Так, дослідники з британської компанії *Azimo* [508], яка займається міжнародними грошовими переказами, опитали 4 тис. жителів Великої Британії, Іспанії, Німеччини і Франції та з'ясували, що приблизно 90 % респондентів уже використовує нові технології в сфері особистих фінансів. Більше половини (53 %) користувачів різних фінтех-додатків повідомили, що нові технології допомогли їм заощадити до 100 британських фунтів за рік. Якщо екстраполювати ці дані на всіх жителів чотирьох країн, то з'ясуємо, що загалом вони могли б щорічно економити до 7 млрд фунтів. Зазначимо, що сьогодні на ринку є досить багато програм і онлайн-сервісів (їхня кількість постійно зростає) для контролю за особистими фінансами, які допомагають користувачам зменшити свої витрати. Наприклад,

Clarity Money допомагає економити в середньому по 300 дол. США тільки завдяки скасуванню старих підписок на різні онлайн-сервіси, а чатбот *Digit* за півтора року заощадив користувачам 230 млн. дол. Загалом нині простежується тенденція до витіснення банків з ринку, тому вони або розробляють власні онлайн-сервіси, або купують компанії, які володіють відповідними технологіями.

Водночас найперспективнішими сьогодні вважають такі напрями фінансових інноваційних технологій як:

- криптовалюта та цифрова готівка;
- технологія *Blockchain*, у тому числі *Etherium*, технологія розподіленої бухгалтерії (*distributed ledger technology, DLT*), яка підтримує записи в мережі комп'ютерів, проте не має центральної книги;
- “інтелектуальні (розумні) контракти”, які використовують комп'ютерні програми для автоматичного виконання контрактів між покупцями та продавцями;
- відкритий банкінг, концепція, яка передбачає, що треті сторони повинні мати доступ до банківських даних для створення додатків, формуючи таким способом мережу фінансових установ і третіх сторін-постачальників;
- *Insurtech* – технології для спрощення та оптимізації страхових послуг;
- *Regtech* – технології автоматизації дотримання фінансового законодавства, особливо протоколів боротьби з відмиванням коштів та з шахрайством;
- роботи-консультанти (наприклад, *Betterment*), які використовують алгоритми для автоматизації інвестиційної консультації, щоб знизити її вартість та підвищити доступність;
- мікробанкінг (*Unbanked/underbanked*) – технології, спрямовані на надання фінансових послуг знедоленим або малозабезпеченим особам, яких ігнорують або не обслуговують традиційні фінансові посередники;
- фінансова кібербезпека актуальна з огляду на поширення кіберзлочинності та централізоване зберігання особистих і корпоративних даних [713].

Еволюція та поява нових посередників є однією з найнеймовірніших змін у фінансах упродовж останніх кількох десятиріч. Попри побоювання

щодо фінансової революції та фундаментальних зламів, традиційні фінансові посередники є основними постачальниками коштів на фінансовому ринку, незважаючи на досягнення інформаційних технологій. Хоча частка цих посередників може коливатися, їхні функції незмінні (змінюються лише способи їхнього виконання).

Треба визнати, що традиційні фінансові посередники виявилися доволі життєздатними. По-перше, фінансові інновації часто створювали заміну для традиційних посередників, проте не усували необхідності отримання їхніх послуг. Поява на фінансовому ринку нових посередників та інструментів слугувала альтернативою, яка дала змогу певним економічним суб'єктам відмовитися від традиційних банків та замінити їх іншими джерелами фінансування. Подібне заміщення є більш поверховим, ніж сутнісним, оскільки необхідність посередництва все ще існує, однак її проводить інший тип посередника [768].

По-друге, фінансові інновації часто створюють нові види посередництва, які не конкурують з послугами традиційного. Наприклад, фінтех *Apple Pay* дає змогу домогосподарствам робити платежі через телефон, використовуючи відбитки пальців як автентифікацію. Хоча технологія зовнішнього оброблення *Apple Pay* виглядає неймовірно простою і зручною, проте вона не спрощує процесу транзакцій кредитною карткою. Замість того, щоб замінити класичного фінансового посередника, фінтех-компанія додала в цей процес ще одного – *Apple*. Вона усунула необхідність пошуку та використання кредитної картки, та це не спростило загального процесу виконання відповідних операцій. Отже, *Apple Pay* створила міраж непотрібності традиційного фінансового посередника, додавши ще один шар посередництва.

В умовах розвитку ринкових відносин еволюція фінансового посередництва стане однією з найважливіших і найактуальніших найближчими роками для фінансів, права та суспільства. Імовірно, це виявиться в безпічі нових посередників, їхніх послугах та невідомих викликах, а також у ризиках та вигодах, які наразі неможливо оцінити. Хоч майбутнє фінансового посередництва невідоме, проте необхідність самого явища, мабуть, зберігатиметься. Зрештою, як люди пов'язані в “неминучу мережу взає-

мовідносин”, так і результати їхньої праці – їхні гроші – пов’язані нескінченною мережею фінансових посередників [768].

Отже, основною рушійною силою поступу, без якого неможливий розвиток національної економіки, є впровадження інновацій, у тому числі фінансових. Сьогодні вони мають важливе значення для успішного розвитку національних фінансових просторів, відображаючи закономірний результат еволюції ринку та даючи економічним суб’єктам змогу вирішувати конкретні проблеми. Нині інноваційні процеси охопили усі сегменти фінансового ринку. Як слушно зазначив Б. Бернанке [661], у своїх ліпших виявах інновації були і є інструментом підвищення ефективності й розширення сфери функціонування фінансової системи.

Фінансові інновації ініціюють масштабні перетворення національних фінансових ринків, впливаючи на розвиток економік країн загалом. Видається, що світові тенденції в сфері розвитку фінансових інновацій далекі від вітчизняної дійсності, однак прагнення України стати повноцінним учасником міжнародного фінансового простору потребує відповідності світовим вимогам і стандартам [232, с. 36]. Крім того, конкуренція на фінансовому ринку з кожним днем стає динамічнішою, і нині успішно розвивається той, хто вміє швидко реагувати на зміни. Сьогодні фінансові інновації – це не примха, а необхідність виживання, збереження конкурентоспроможності й подальшого розвитку. З огляду на це вітчизняні економісти [163; 396] висловлюють думку щодо потреби широкого впровадження фінансових інновацій в Україні, що сприятиме розвитку фінансового посередництва в державі та повнішому задоволенні розмаїття фінансових потреб економічних суб’єктів.

Уважаємо за необхідне підкреслити, що запровадження у вітчизняну практику фінансових інновацій сприятиме створенню в Україні цивілізованих засад функціонування фінансового ринку та реалізації його функцій з метою забезпечення економічного зростання та підвищення добробуту суспільства. Впровадження нових інструментів та поява нових посередників на фінансовому ринку України дасть змогу зробити його надійним джерелом коштів для фінансування економічного розвитку країни.

1.3. Теоретичні засади та роль міжнародного переміщення фінансового капіталу в умовах формування світового фінансового простору

У сучасному цивілізованому світі панівні позиції займають економічні системи, які ґрунтуються на принципах вільного підприємництва, конкуренції й зовнішньоекономічної відкритості²². Збереження свого

²² Відкритою господарською системою називають таку національну економіку, яка має економічні зв'язки з іншими країнами. Якщо країна не має таких зв'язків, то її господарську систему називають закритою (або автаркією).

Функціонування будь-якої господарської системи ґрунтується на моделі загальної економічної рівноваги, зокрема, на її вихідному положенні про рівність обсягів пропозиції і попиту. За автаркії рівновага в національній економіці визначена лише економічними операціями резидентів, тобто $Sd = Dd$, або $Y = C + I$. У відкритій господарській системі пропозицію формують як резиденти, так і нерезиденти, а попит аналогічно складається з сукупних витрат вітчизняних та іноземних економічних суб'єктів на споживання й інвестиції, що можна записати так: $Sd + Sf = Dd + Df$, або $Y + M = C + I + X$. Якщо вважати, що Y – це GDP , то, перетворивши попереднє рівняння, отримаємо $GDP = (C + I) + (X - M)$. Це загальновідоме рівняння ВВП з макроекономіки містить лише товарну складову зовнішньоекономічних зв'язків країни. Для відображення всіх економічних відносин необхідно врахувати міжнародне переміщення факторів виробництва (праці, фінансового капіталу, технологій) та міжнародні трансфери. Тоді $GNDI = (C + I) + (X - M + NY + NT)$, де $GNDI$ – валовий національний використовуваний дохід (ВНВД); NY – чисті факторні доходи; NT – чисті трансфери. Поняття трансфертів важливе для врахування грошових переказів робітників-мігрантів. Якщо вони є резидентами тієї країни, у якій працюють, то їхні грошові перекази на батьківщину вважають трансферами, якщо ж резидентами батьківщини, то їхні перекази є платою за фактори виробництва.

Для з'ясування ролі фінансового ринку у відкритій господарській системі зробимо такі спрощення: 1) сальдо платіжного балансу (*balance of payments* (BP)) – сума показників торгового балансу (експорт товарів і послуг мінус їхній імпорт (CAB)), чистого доходу факторів і чистих трансферів, тобто $BP = X - M + NY + NT$; 2) абсорбція (*absorption* (A)) – витрати резидентів, у тому числі уряду, на вітчизняні та іноземні товари і послуги, тобто $A = C + I$; 3) заощадження (*savings* (S)) – неспожита частина ВНВД, тобто $S = GNDI - C$ або $S = Y - C$. Тепер попереднє рівняння можна записати так: $BP = Y - A$.

Значення цього рівняння полягає в тому, що будь-яка внутрішня нерівновага призводить до нерівноваги зовнішньої. Для забезпечення внутрішнього і зовнішнього балансу сукупна пропозиція (обсяг виробництва / доходу) має дорівнювати сукупному попиту (абсорбції / витратам), тобто їхня різниця $Y - A$ (сальдо поточних операцій платіжного балансу) має дорівнювати нулю. Якщо сукупний дохід резидентів більший від їхніх сукупних витрат, то сальдо платіжного балансу позитивне, якщо ж менший – негативне, тобто виникає дефіцит.

Цю концепцію можна виразити і через поняття балансу заощаджень та інвестицій. Зробивши прості перетворення, отримаємо: $BP = S - I$, тобто будь-яка нерівновага в країні

становища у світовому просторі та подальший розвиток вітчизняної економіки потребує постійного використання значних обсягів грошових коштів (фінансового капіталу). Недостатність коштів на внутрішніх фінансових ринках країн та прагнення капіталу до максимізації віддачі спричиняють переміщення значних його обсягів у різних формах між країнами. Водночас вкладення в економіці будь-якої країни іноземного і національного грошового капіталу забезпечує безперервність виробничого процесу та його розширення, а також структурну перебудову національних економік унаслідок переміщення коштів з менш рентабельних у більш прибуткові сектори й галузі виробництва, що сприяє підвищенню економічної ефективності у світовому масштабі. У підсумку формується багаторівнева динамічна міждержавна система фінансово-економічних відносин, виникають нові економічні явища та процеси, що потребують моніторингу й управління з боку держави.

Для розроблення системних заходів цілеспрямованого впливу на ці явища необхідне поглиблене дослідження природи міждержавного переміщення фінансового капіталу, з'ясування мотивів і стимулів, якими керуються заощадники під час продажу тимчасово вільних грошових коштів в інші країни, а також інструментарію системного аналізу та регулювання інтеграції національного фінансового ринку у світовий фінансовий простір. Вітчизняне законодавство дозволяє міжнародне переміщення капіталу в різних формах (грошовій, цінних паперів, рухомого і нерухомого майна, нематеріальних активів (авторські права, знаки для товарів і послуг, ноу-хау тощо) [378; 381]), що призводить до утворення іноземної власності

між заощадженнями та інвестиціями відобразиться на стані поточного платіжного балансу. В ідеалі заощадження мають дорівнювати інвестиціям, а поточний баланс – нулю. Проте в реальному житті ніколи виробництво / доходи не дорівнюють абсорбції, а заощадження – інвестиціям. Отже, платіжний баланс не дорівнює нулю (переважно від'ємний), що свідчить про розбалансованість національної економіки (необхідність пошуку джерел її фінансування). Однак бездодаткової інформації не можна зробити висновок, що привело економіку до дисбалансу – розбалансованість зовнішніх розрахунків (наприклад, унаслідок погіршення умов торгівлі) чи внутрішня незбалансованість (наприклад, унаслідок надмірно ліберальної фіскальної чи монетарної політики). Якщо з якоїсь причини реальний сектор перебуває у нерівновазі, то має бути профінансовано негативне сальдо поточних операцій платіжного балансу. Джерелом такого фінансування може стати грошовий капітал іноземних заощадників.

чи інших форм зобов'язань, які дають право на систематичне отримання прибутків (доходів).

Структуру міжнародного переміщення грошового капіталу можна досліджувати за різними ознаками, наприклад, з огляду на суб'єкти (інститути чи установи) або інструменти ринку. Під міжнародними фінансовими інструментами, які засвідчують факт передання коштів за межі країни, розуміють будь-яку фінансова вимогу до нерезидента. Сьогодні кількість таких інструментів швидко зростає, і це дає змогу отримувати прибуток навіть від фінансового капіталу, що буває вільним упродовж дуже короткого терміну. Як уже з'ясовано в п. 1.1, одна частина цих інструментів – це цінні папери, що засвідчують відносини позики, друга – титули власності, які підтверджують участь суб'єкта у власності компанії (здебільшого акції), третя – похідні від двох перших, які страхують ці угоди (фінансові деривативи, економічну основу яких становлять акції, облігації та інші активи).

Традиційно за джерелами походження міжнародні потоки фінансового капіталу поділяють на державні та приватні. Державний капітал – це кошти державного бюджету або державних фінансових установ, які спрямовують за кордон чи приймають з-за кордону за рішенням уряду або міжурядових організацій [235, с. 275]. До них належать державні позики, гранти та різні види дарунків чи допомоги, які надає одна країна іншій за укладеними міжурядовими угодами. Власне незбалансованість публічних фінансів у багатьох розвинених державах та країнах, що розвиваються, є потужним економічним стимулом розвитку міжнародного переміщення фінансового капіталу, а сам механізм фінансування дефіциту державного бюджету нині в багатьох країнах набув міжнародного характеру [219, с. 288]. Приватний фінансовий капітал – це кошти приватних фірм чи організацій, які спрямовують за кордон або отримують з-за кордону за рішенням їхніх керівних органів. У першому випадку джерелом фінансового капіталу, здебільшого, є кошти державного бюджету, у другому – власні або залучені кошти приватних компаній. Однак у першій ситуації рішення про переміщення грошового капіталу за кордон ухвалює уряд спільно з парламентом, а в другій – уряд має право його регулювати і контролювати.

Важливо звернути увагу на те, що за характером використання фінансовий капітал поділяють на підприємницький та позиковий [279, с. 113-

114]. Міжнародне переміщення підприємницького капіталу за методологією МВФ відбувається у формі прямих, портфельних та інших інвестицій, а позикового – у формі кредитів, позик, банківських депозитів та коштів на рахунках в інших фінансових установах (рис. 1.21). Перший дає дохід у вигляді дивідендів, а другий – процентів. Водночас переміщення позикового капіталу повністю, а підприємницького частково відбувається за допомогою саме фінансового ринку.

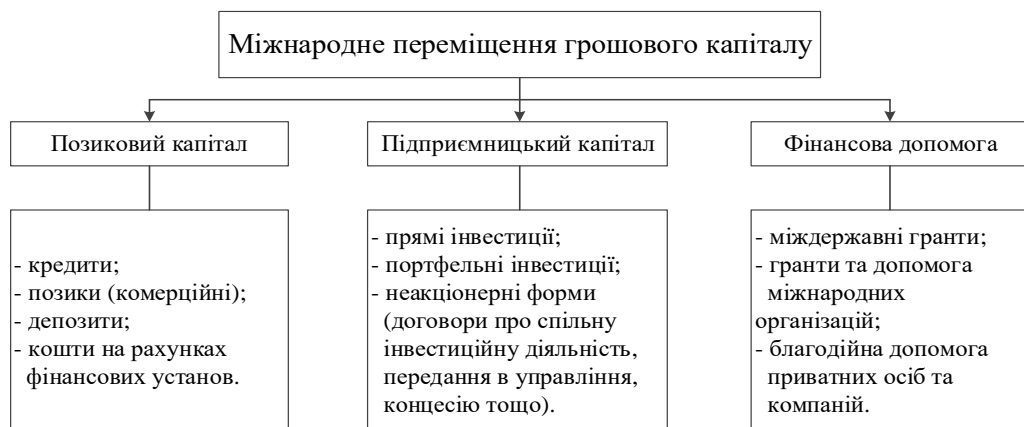


Рис. 1.21. Форми міжнародного переміщення грошового капіталу
Джерело: доопрацьовано автором на основі [177, с. 202].

Вивезення підприємницького фінансового капіталу передбачає продаж заощадниками-резидентами грошових коштів, що їх позичальники-нерезиденти, здебільшого, вкладають (інвестують) у виробництво для отримання доходу. Фактично це означає створення вітчизняними власниками фінансового капіталу компаній (юридичних осіб) на території іншої країни або купівлю частки у функціонуючій фірмі. Залежно від ступеня реально провадженого вітчизняними заощадниками контролю за діяльністю створених за кордоном компаній вкладені кошти поділяють на прямі та портфельні закордонні інвестиції. Грошові кошти, вкладені резидентами за межі країни, – це закордонні інвестиції, а надані заощадниками з інших країн у вітчизняну економіку, – іноземні інвестиції.

З огляду на це, прямі іноземні інвестиції (ПІІ) можна визначити як підприємницький фінансовий капітал, сформований за кордоном, що забезпечує контроль над вітчизняною фірмою, у яку він вкладений. Згідно з

рекомендаціями МВФ, частка іноземної участі в акціонерному капіталі (або його еквіваленті) суб'єкта господарювання, що дає змогу досягти такого контролю, прийнята в розмірі 10 % [273]. Звернемо увагу, що цю частку не потрібно ототожнювати з поняттям “контрольний пакет (акцій чи їхніх еквівалентів)”, розмір якого визначає законодавство кожної країни окремо (у США це більше 10 %, в Україні [368], Австралії та Канаді – понад 50 %) [177, с. 203]. До прямих інвестицій також відносять інвестиції, що отримані на основі концесійних договорів і договорів про спільну інвестиційну діяльність; кредитні кошти, що надані/отримані в межах операцій між компанією прямого інвестування та прямим інвестором.

Через ПІІ за кордоном створюють фірми у вигляді дочірньої компанії, асоційованої компанії, відділення та ін. Дочірню компанію реєструють за кордоном як самостійну юридичну особу, яка має власний баланс, проте її контролює материнська компанія, оскільки володіє контрольним пакетом акцій чи їхніх еквівалентів (паїв) або всім її капіталом. Асоційована компанія відрізняється від дочірньої меншим впливом материнської компанії, якій належить суттєва, але не основна частина акцій (менше 50 % + 1 акція) чи їхніх еквівалентів (паїв). В Україні асоційована компанія – це юридична особа, у якій інша юридична особа володіє прямо та/або опосередковано 20 % або більше статутного капіталу та/або голосів [383]. Відділення (філія) не є самостійною компанією та не має статусу юридичної особи і повністю належать материнській фірмі. Крім названих, закордонними філіями можна вважати також створені в іноземних країнах юридичні особи, у яких материнській компанії не належить жодної акції, однак за якими провадять управлінський контроль через укладання угод, наприклад, для спільного видобування сировини, будівництва об'єктів інфраструктури тощо.

До прямих іноземних інвестицій належать як початкове придбання заощадником власності за кордоном, так і всі подальші фінансові операції між ним і компанією, у яку вкладено грошовий капітал. Прямі інвестиції (за методологією МВФ, ОЕСР та в системі національних рахунків ООН [683; 686; 791]) поділяють на такі:

- вкладання компаніями за кордон власного фінансового капіталу (капітал філій і частка акцій у дочірніх та асоційованих компаніях);
- реінвестування прибутку;

- внутрішньокорпоративні переміщення грошового капіталу у формі кредитів і позик між прямим інвестором та дочірніми, асоційованими компаніями і філіями.

Ознакою прямих іноземних інвестицій є налагодження тривалих фінансових відносин між позичальником та заощадником, за яких заощадник-інвестор має значний вплив на ухвалення компанією рішень та залучений до управління нею. З огляду на це, очевидно, що у підприємницькій формі переважно відбувається міжнародне переміщення приватного фінансового капіталу, хоча держава та державні компанії також вкладають грошові кошти з цією метою за кордоном.

Портфельні інвестиції – це вкладення капіталу в цінні папери або їхні еквіваленти (паї) у розмірах, які не забезпечують контролю над фірмою. Такими можуть бути:

- акціонерні цінні папери (до 10 %);
- боргові цінні папери: облігації, векселі, депозитні сертифікати та інші боргові зобов'язання.

Ці інвестиції характерніші для приватного підприємницького капіталу та мають високу ліквідність. Проте на практиці чіткої межі між прямими і портфельними інвестиціями немає. Переміщення переважної частини обох видів інвестицій відбувається між розвиненими країнами.

Зазначимо, що міжнародний ринок портфельних інвестицій значно більший за обсягом від ринку прямих інвестицій. Обсяги закордонних портфельних інвестицій могли б бути значно більшими, якби інвестори віддавали перевагу купівлі іноземних цінних паперів перед національними. Наприклад, заощадники з США, здебільшого, тримають понад 90 % свого фінансового капіталу в американських цінних паперах. Для Німеччини, Великої Британії і Японії цей показник становить близько 85 %. За оцінками фінансових аналітиків, внутрішні заощадники реально вивозять за національні кордони і вкладають в іноземні цінні папери не більше 5–10 % портфельних інвестицій [177, с. 204]. Отже, основний обсяг міжнародного переміщення фінансового капіталу має форму позикового капіталу, який надають на засадах терміновості, повернення й платності. У структурі позикового капіталу переважають облігаційні позики, а на банківські

кредити припадає незначна частка, зазвичай, менше 20 % від обсягу капіталу, залученого промисловими компаніями та урядами держав [707].

Державний капітал вивозять на умовах, що відрізняються від звичайних ринкових та містять більш або менш суттєвий елемент економічних преференцій (пільг). Позичальник може самостійно використовувати отримані кошти для вирішення власних проблем, хоча уряд іноземної країни-заощадника може надавати фінансовий капітал і під конкретні економічні потреби чи програми. У переміщенні державного капіталу особливе місце посідає фінансово-економічна допомога, проте її обсяги порівняно невеликі. Загалом, у межах міжнародної фінансової допомоги виділяють гранти в рамках офіційної урядової допомоги з метою розвитку, фінансову допомогу міжнародних організацій, які надають на пільгових (неринкових) умовах, а також благодійні внески приватних компаній та домогосподарств [787; 822].

Для міжнародного переміщення грошового капіталу на початку ХХІ ст. характерне швидке зростання обсягів операцій. Статистика свідчить, що кожні 17 років відбувається подвоєння обсягу світової торгівлі грошима, а міжнародні фінансові потоки подвоювалися в середньому кожні чотири роки [327, с. 115]. Ці дані підтверджують, що фінансові відносини перетворилися у величезний самостійний сектор світового господарства. До середини 1970-х років міжнародне переміщення фінансового капіталу було тісно пов'язане з розвитком виробництва та зовнішньою торгівлею, а в сучасній економіці значною мірою відійшло від реального сектора й має самостійний розвиток, тобто відбулася системна фінансіалізація економіки.

Міжнародний фінансовий ринок функціонує в мінливому соціально-економічному середовищі, яке залежить від стану грошово-кредитних систем, платіжних балансів та моделей економічного розвитку країн. Унаслідок такої різноманітності міжнародне переміщення фінансового капіталу відбувається безперервно та системно. Постійний рух грошових коштів через національні кордони, зумовлений транснаціоналізацією виробництва, лібералізацією міжнародного переміщення фінансового капіталу, розвитком сучасних інформаційних технологій, перетворив ці фінансово-економічні відносини в невід'ємну складову світової господарської системи. З останньої третини минулого сторіччя, фінансові ринки, передусім розвинутих країн, стали функціонувати не як локальні структури, а як спільноти,

об'єднані загальними організаційно-правовими умовами, зв'язками й закономірностями розвитку, що дає змогу стверджувати про поступальне формування світового фінансового простору. Сьогодні міжнародне переміщення грошового капіталу є важливим чинником, який кардинально змінює національні фінансові ринки країн.

Глобалізація та поширення цифрових технологій сприяли інтеграції національних фінансових просторів в єдиний глобальний фінансовий простір, а зростання конкуренції між фінансовими інститутами у світовому масштабі привело до їх конвергенції та модифікації національних фінансових ринків, що спричинило нездатність світової фінансової архітектури попереджати виникнення криз й зумовило необхідність в перегляді та оновленні фінансових стандартів [537, с. 225].

Вважаємо, що світовий фінансовий простір доречно розглядати як сукупність фінансових просторів національних економік (у межах яких кожна держава провадить власну фінансову політику), основу якого формує міжнародний фінансовий ринок. Зважаючи на це, світовий фінансовий простір, на наш погляд, це інтегрована за допомогою інформаційно-комунікаційних технологій та уніфікованих стандартів мережа фінансових інституцій (національних фінансових просторів), що забезпечує швидке та вільне переміщення й перерозподіл капіталу (грошових коштів) в різних формах (від тих економічних суб'єктів, які мають надлишок до тих, які потребують додаткового фінансування) на основі єдиних правил та механізмів для всіх економічних суб'єктів у світовому масштабі, що дає змогу забезпечити ефективний рух грошового капіталу між галузями, регіонами і країнами.

На думку Н. Ткаченко, О. Момот [471, с. 83] процес формування загального (світового) фінансового простору з іншими країнами, характеризуються сукупністю низки ознак, які наведено у табл. 1.3. Основні наслідки інтеграції національних фінансових ринків та аналіз тенденцій глобальних змін в умовах нової економічної реальності засвідчили необхідність запровадження управлінських скоординованих механізмів, здатних одночасно регулювати складові фінансового простору задля попередження світових фінансово-економічних криз. Спрямованість фінансової політики на забезпечення фінансової стабільності в країні, в умовах інтеграції національних

ринків і формування загального (світового) фінансового простору, зумовлює необхідність упровадження міжнародних фінансових стандартів.

Таблиця 1.3

**Ознаки інтеграції національного фінансового ринку
у світовий фінансовий простір**

Критерії	Ознаки
Відкритість	Можливість створення дочірніх компаній, філій і представництв вітчизняними фінансовими установами за кордоном або участь у капіталі іноземних інститутів, і навпаки іноземними в країні
Співробітництво	Співпраця з міжнародними фінансовими організаціями, асоціаціями тощо
Масштабність	Розширення присутності іноземних фінансових інститутів на національному фінансовому ринку
Ефективність	Зростання ефективності розміщення та залучення вітчизняними фінансовими посередниками коштів на міжнародному фінансовому ринку
Якість	Реформування національної архітектури фінансового ринку відповідно до міжнародних стандартів

Джерело: Доопрацьовано автором на основі [471, с. 83].

Зазначимо, що з інтеграцією національних фінансових ринків розпочалася нова економічна ера – “національні економіки країн вже не можуть бути остороною від масивних стрімких й іноді дестабілізуючих глобальних фінансових потоків. Природно, щоб дати відповідь новим викликам, потрібна нова фінансова архітектура і реформа як на національному, так і на глобальному рівнях. Нова фінансова архітектура – це кодекси поведінки, новий глобальний регулятор і міжнародний меморандум порозуміння, що чітко визначає відповідальність за попередження і врегулювання криз” [664, с. 224]. “Говорячи про міжнародну фінансову архітектуру, ми в першу чергу маємо на увазі роль міжнародних фінансових інститутів, особливо МВФ” [614].

До речі, вперше термін “фінансова архітектура” був озвучений у виступі президента США Б. Клінтона в Нью-Йоркській раді з зовнішніх зв'язків у вересні 1998 р., а в червні 1999 р. на саміті Великої сімки розроблено і прийнято основні принципи формування “світової фінансової архітектури” [564]. Сьогодні цей термін широко використовують в офіційних документах міжнародних фінансових організацій, зокрема МВФ. На наш

погляд, світова фінансова архітектура містить три складові: національні фінансові архітектури; міжнародну співпрацю держав з координації їх фінансових політик (різноманітні форуми, саміти тощо); глобальну (наднаціональну) фінансову архітектуру (міжнародні фінансові організації), яка розробляє та переглядає фінансові стандарти для формування єдиного інтегрованого світового фінансового простору, необмежуючи при цьому суверенітету держав. У цьому контексті заслуговує на увагу визначення “світової фінансової архітектури” З. Луцишин [260, с. 36] – це сукупність міжнародних фінансових організацій, яка забезпечує наднаціональне регулювання для підвищення стійкості міжнародного та національних фінансових ринків на основі принципів і механізмів ринкового й позаринкового розподілу і перерозподілу грошового капіталу.

Отже, економічна глобалізація у ХХ ст. сприяла формуванню єдиного світового фінансового простору на засадах поглиблення взаємозв’язків національних фінансових просторів, і розпочався цей процес власне з інтеграції національних фінансових ринків. У результаті сформувався міжнародний фінансовий ринок – система ринкових відносин, що забезпечує торгівлю тимчасово вільними грошовими коштами як товаром між заощадниками і позичальниками з різних країн, а за структурою – це переважно сукупність кредитно-фінансових організацій, які є посередниками між первинними заощадниками і позичальниками. До них належать транснаціональні банки, інвестиційні фонди, фондові біржі, державні фінансові агентства й інші фінансові посередники, які акумулюють грошові заощадження одних економічних суб’єктів (домогосподарств, державних органів влади, приватних компаній) та позичають ці кошти іншим. Міжнародний фінансовий ринок надає його учасникам більше можливостей, порівняно з національними фінансовими ринками, за рахунок різниці в: регулюючих нормах, доступному переліку фінансових інструментів, обсязі фінансування, оподаткуванні фінансових операцій тощо.

За умов глобалізації міжнародна торгівля тимчасово вільними грошовими коштами зосереджується в країнах і регіонах, де створено преференції і пільгові режими регулювання фінансової діяльності нерезидентів для стимулювання залучення їхнього капіталу. Фінансові посередники проводять операції з іноземними юридичними та фізичними особами на спеціалізованих

територіях, використовуючи особливі (зовнішні) рахунки, відокремлені від рахунків резидентів внутрішнього фінансового ринку й тих рахунків, що надають власникам податкові знижки, звільнення від валютного контролю та інші пільги [207, с. 96]. Так відділяють внутрішній фінансовий ринок від зовнішнього – міжнародного, а фінансові посередники, які перебувають на території країни і спеціалізуються на міжнародних операціях, не є складовою внутрішнього національного фінансового ринку. Посередники, діючи на території країни, проводять зовнішні щодо неї операції з нерезидентами, а в окремих випадках – з резидентами, якщо це допускають правила валютного контролю. Тому такі центри міжнародного фінансування називають офшорними, тобто екстериторіальними.

Раніше для виникнення міжнародного фінансового центру були необхідні такі передумови, як стабільна грошова одиниця та розвинена національна банківська система або велика фондова біржа. Проте останніми десятиріччями найчастіше для цього достатньо, щоб країна мала фінансове законодавство, що надає право відкривати на своїй території іноземні банківські відділення та філії, пільгове оподаткування доходів, спрощену процедуру для проведення банківських і біржових операцій. Тепер поряд з такими традиційними екстериторіальними центрами, як Нью-Йорк, Лондон, Токіо, Париж, Цюрих, на міжнародних фінансових ринках важливу роль відіграють Сінгапур, Гонконг, Бахрейн, Кіпр, Панама й ін. Попри появу нових осередків міжнародного фінансування традиційні центри залишаються поза серйозною конкуренцією, оскільки мають тісні зв'язки з іншими ринками через дочірні компанії та філії місцевих фінансових посередників. Зокрема, США фактично є світовим центром фінансової активності, а тому значною мірою визначають динаміку й структуру міжнародного переміщення грошового капіталу.

Сьогодні всі національні фінансові ринки, які беруть участь у міжнародному переміщенні капіталу, мають таку складову як євроринок – сукупність грошових коштів в іноземних валютах, які функціонують як позиковий капітал за межами національних кордонів. Євроринок у багатьох країнах відіграє вагомий роль, а придбані на ньому кошти називають євровалютою – це іноземна валюта, у якій виконують операції за межами країни-емітента цієї грошової одиниці. Наприклад, долар США на

рахунках у банках Великої Британії, Німеччини чи інших країн називають євродоларом, фунт стерлінгів на рахунках у Франції, США – євростерлінгом тощо. Зміст операцій на євrorинку полягає в тому, що банки, розміщені поза межами країни-емітента будь-якої національної валюти, приймають депозити, виражені в цій валюті, а потім надають ці кошти в кредит. Причому в позику надають не саму валюту, а лише її еквівалент у національній грошовій одиниці, зафіксований на рахунках банку.

Зазначимо, що міжнародне переміщення фінансового капіталу зумовлене зовнішніми та внутрішніми причинами, одні з яких зумовлюють потребу його вивезення за кордон, а інші – ввезення з-за кордону. Теоретичне обґрунтування причин, цілей, завдань і наслідків міжнародного переміщення фінансового капіталу започатковане ще представниками класичної економічної школи [808; 817]. Так, Дж. С. Мілль [588] стверджував, що капітал переміщується між державами завдяки різниці в рентабельності (віддачі), яка має тенденцію до зниження в країнах, що досягли вищих економічних результатів. Учений зазначав, що відмінність у нормі прибутку на грошовий капітал між державами повинна щонайменше покривати ризик вкладення заощаджень у “чужій” країні. Представники класичної школи обґрунтували також взаємовигідність переміщення капіталу і для країни-позичальника, і для країни-заощадника, оскільки це пришвидшує економічне зростання в країні-імпортері фінансового капіталу.

Марксистська школа та її послідовники спиралися на постулат К. Маркса про те, що вивезення капіталу пов'язане з його відносним надлишком. На думку представників марксизму, він є тією частиною капіталу, використання якої призвело б до зменшення норми прибутку. Надлишковий капітал може бути вивезений за межі країни в трьох основних формах: товарній (економічно виправданий експорт), продуктивній (надлишок виробничих потужностей і робочої сили) і грошовій (державні і приватні заощадження) [94, с. 27]. Цю ідею було взято за основу всіх сучасних марксистських теорій. Проте наступні покоління економістів-марксистів виокремлювали й інші причини експорту фінансового капіталу, а саме: зростання інтернаціоналізації виробництва, посилення конкуренції серед монополій, пришвидшення темпів економічного зростання, що збільшує попит на капітал з боку розвинених держав та країн, що розвиваються. Послідовники цих теорій дійшли

висновку, що підвищення темпів економічного розвитку у другій половині ХХ ст. сприяло збільшенню фінансових, технологічних та організаційних можливостей розвинених країн для експорту капіталу, незважаючи на відсутність у них тенденції до зниження норми прибутку.

Неокласичну теорію міжнародного переміщення фінансового капіталу розробили Е. Гекшер, Б. Олін, Р. Нурксе, К. Іверсен та інші (додаток 5). Зокрема, Е. Гекшер сформулював тезу про тенденцію до встановлення міжнародної рівноваги цін на фактори виробництва, які, на думку Б. Оліна, рухаються завдяки різному попиту на них у різних країнах, переміщуючись звідти, де їхня гранична продуктивність низька, туди, де вона висока. Неокласики вважають, що гранична продуктивність фінансового капіталу, передусім, визначена процентною ставкою. Крім норми прибутку, Е. Гекшер та Б. Олін [791] виділили й інші чинники, які впливають на міжнародне переміщення грошового капіталу: митні бар'єри, що перешкоджають імпорту товарів і змушують іноземних виробників увозити грошовий капітал для забезпечення виробництва на місцях; намагання фірм наблизитись до гарантованих джерел сировини; прагнення до географічної диверсифікованості; політична спорідненість країн; утеча від високого оподаткування чи зниження безпеки інвестування заощаджень на батьківщині [590, с. 45]. Згодом за допомогою математичного інструментарію П. Семуельсон довів, що міжнародна торгівля між країнами справді призводить до вирівнювання абсолютних та відносних цін на основні фактори виробництва в цих країнах. З огляду на це норма доходів на експортований фактор виробництва з часом вичерпує себе і не може бути сталим мотивом вивезення грошового капіталу.

Американський економіст Р. Нурксе [804] також дійшов висновку, що основною причиною міжнародного переміщення капіталу є різниця в рівнях процентних ставок, які залежать від умов, що впливають на попит і пропозицію грошового капіталу на фінансовому ринку. Учений стверджував, що в країнах з високими темпами приросту експорту швидко зростає попит на тимчасово вільні грошові кошти, тому вона їх імпортує, і навпаки. Дослідник запропонував й моделі, у яких міжнародне переміщення фінансового капіталу пов'язане з технічними відкриттями, розвитком міжнародної торгівлі, збільшенням пропозиції капіталу тощо.

Неокласичну теорію доповнив новими положеннями К. Іверсен [735], зокрема, про таке: 1) поділ міжнародного переміщення фінансового капіталу на реальний (пов'язаний з неоднаковим рівнем граничної продуктивності факторів у різних країнах) і врівноважувальний (необхідний для регулювання платіжного балансу держави); 2) різні рівні міжнародної мобільності різних видів капіталу через неоднакові витрати на його вивезення, з огляду на що країна може активно ввозити один і вивозити інший його вид. На думку вченого, експорт грошового капіталу з країни, яка має низьку граничну продуктивність, у країну, де цей показник вищий, зумовлює ефективніше використання факторів виробництва в обох країнах і збільшує їхній сукупний національний дохід (ВНП). Математично це довели Г. Мак-Дугал [772], А. Джасей [736] та М. Кемп [750] у моделі впливу ПІ на економічний добробут країни, яка імпортує фінансовий капітал [570]. Саме цей теоретичний висновок став основою політики економічної допомоги розвинених держав та міжнародних організацій країнам, що розвиваються.

З погляду предмета нашого дослідження акцентуємо увагу на моделі Г. Мак-Дугала (рис. 1.22), яка ґрунтується на таких припущеннях.

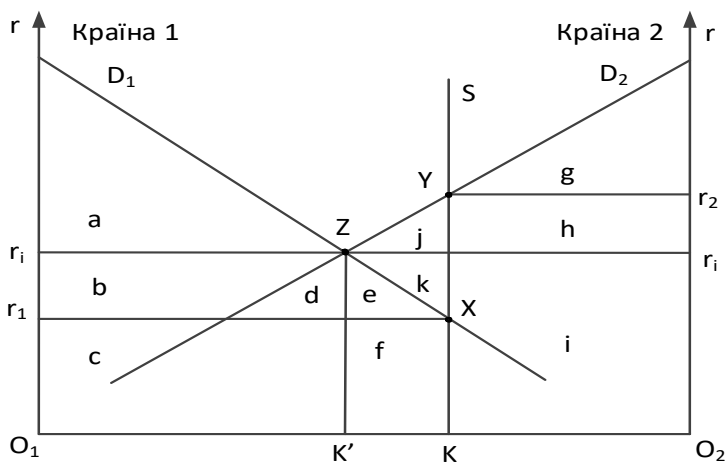


Рис. 1.22. Економічні ефекти від міжнародного переміщення фінансового капіталу у формі прямих інвестицій у моделі Г. Мак-Дугала (принцип побудови графіка запозичено з праці [674])

1. У світі існують лише дві країни, на ринках яких панує досконала конкуренція, а виробничі технології мають постійну віддачу від масштабу.

2. Країни спеціалізуються на виготовленні одного товару кінцевого споживання, проте відрізняються відносною забезпеченістю факторами виробництва, що за умови збереження спеціалізації гарантує наявність різниці в цінах факторів виробництва на національних ринках.

3. Єдиною причиною міжнародного переміщення грошового капіталу є відмінності в прибутковості його вкладання у різних країнах.

4. Країна 1 має в розпорядженні порівняно надлишковий фінансовий капітал у розмірі O_1K та порівняно малопривабливі внутрішні інвестиційні можливості; країна 2 має недостатній осяг капіталу в розмірі O_2K та численні можливості для прибуткового його вкладення (наприклад, у видобуток природних ресурсів). Загалом у розпорядженні країн перебуває капітал обсягом O_1O_2 .

5. Криві граничного продукту капіталу (MPC) D_1 та D_2 є спадними відносно відповідних початків координат (через дію закону спадної граничної продуктивності²³) та відображають зростання вартісного обсягу виробництва (ВВП) залежно від обсягів вкладення капіталу, відповідно, у країні 1 та країні 2.

6. Якщо міжнародного переміщення капіталу нема, то країни інвестують увесь наявний капітал у національні економіки й отримують дохід від нього у розмірі O_1r_1 та O_2r_2 , відповідно.

За автаркії, коли міжнародне переміщення фінансового капіталу неможливе, тобто всі заощадники вкладають тимчасово вільні грошові кошти у межах національних економік, інвестори у країні 1 повинні погодитися на низьку віддачу вкладень через те, що за досконалої конкуренції рівновагу на фінансовому ринку (ціну капіталу) визначає гранична продуктивність останньої використаної в країні одиниці капіталу, яка встановлює процентну ставку на рівні O_1r_1 у точці X . Водночас нестача коштів у країні 2 не дає змоги робити будь-які капіталовкладення лівіше точки K , оскільки вона має капітал у розмірі O_2K . Конкуренція за право

²³ Теоретичне припущення про постійну віддачу від масштабу автоматично гарантує спадну граничну продуктивність обох виробничих ресурсів.

використання капіталу в обмежених обсягах O_2K підштовхує рівень реального процента до рівня O_2r_2 у точці Y .

Обсяги національного продукту, що вироблений завдяки використанню національних інвестицій у країні 1 – O_1K (у країні 2 – O_2K), дорівнює сумі сегментів у країні 1 – $a + b + c + d + e + f$ (у країні 2 – $g + h + i$). Доходи власників капіталу в країні 1 становлять $c + f$ (у країні 2 – $h + i$). Решта – дохід власників інших факторів виробництва. Відповідно, світовий продукт (обсяг випуску продукції обох країн) визначений кривими граничної продуктивності капіталу (D_1 та D_2) й рівнем прибутковості в кожній з них (точка X на кривій D_1 і точка Y на кривій D_2). Співвідношення $O_1r_1 < O_2r_2$ означає, що віддача заощаджень – прибутковість вкладання капіталу в країні 1 нижча, ніж у країні 2.

Тепер припустимо, що знято обмеження на міжнародне переміщення фінансового капіталу між країнами 1 та 2. Оскільки віддача заощаджень у другій вища, ніж у першій, то економічні суб'єкти країни 1 вкладатимуть свій капітал у країну 2. Таке переміщення грошового капіталу продовжуватиметься під впливом попиту та пропозиції на ринках обох держав доти, доки прибутковість інвестицій у них не збалансується на рівні r_i (ZK'). За цих умов з країни 1 до країни 2 надійде капітал обсягом KK' . Унаслідок додаткових інвестицій в економіку країни 2, які зроблено на вигідніших умовах, ніж у країні 1, максимізується світовий валовий продукт. Сукупний продукт, на виробництво якого затрачений той самий обсяг капіталу O_1O_2 , збільшується з $(a + b + c + d + e + f) + (g + h + i)$ до $(a + b + c + d) + (e + f + k + j + g + h + i)$, тобто на розмір суми сегментів $(j + k)$. Тут k належить країні 1 та виникає внаслідок ефективнішого використання її фінансового капіталу завдяки його вкладенню в країну 2; j належить країні 2 та виникає внаслідок зростання обсягу капіталу завдяки його надходженню з країни 1. Економічні вигоди між двома країнами розподіляться так:

1) валовий національний продукт (ВНП) країни 1 дорівнює сумі ВВП – площі $(a + b + c + d)$, яка сформувалась унаслідок інвестицій усередині країни, та чистого факторного доходу – площі $(k + e + f)$, що утворився завдяки ПЗІ у країну 2. Отже, унаслідок ефективнішого використання капіталу завдяки його інвестуванню в країну 2 (це позначилось на зростанні

прибутковості його вкладення з O_1r_1 до O_1r_i) сукупний продукт, отриманий за допомогою того самого обсягу фінансового капіталу, виявляється більшим на сегмент k , ніж у попередній ситуації. Дохід заощадників зростає до $(b + c + d + e + f + k)$, а дохідність решти факторів виробництва зменшиться до сегмента a ;

2) валовий національний продукт країни 2 дорівнює сумі площі $(g + h + i + j)$, яка утворилася з власного капіталу, та площі $(k + e + f)$, що виникла внаслідок ПІІ з країни 1. Оскільки сегменти $(k + e + f)$ – це продукт ПІІ, то його треба віддати у вигляді прибутку іноземним заощадникам з країни 1. Отже, чисте зростання внутрішнього виробництва – лише сегмент j . Через зниження прибутковості вкладення фінансового капіталу з O_2r_2 до O_2r_i доходи заощадників зменшаться з $(h + i)$ до i , а доходи власників інших факторів виробництва зростуть з g до $(g + h + j)$.

Отже, усунення бар'єрів на шляху ПІІ вигідне світовій економіці і тим економічним суб'єктам, для яких вільне переміщення означає додаткові можливості, проте завдає шкоди тим, для яких воно означає жорсткішу конкуренцію. Крім розглянутого прямого (статичного) ефекту ПІІ, може виникати вторинний (мультиплікаційний, динамічний) ефект, який виявляється в розвитку споріднених виробництв, а розмір цього ефекту може в кілька разів перевищувати розміри прямого.

На думку Дж. М. Кейнса [573], міжнародне переміщення фінансового капіталу виникає лише через нерівновагу платіжних балансів у різних країнах, а його вивезення з країни відбувається тільки тоді, коли експорт товарів перевищує імпорт. Прихильники кейнсіанської теорії наголошували на необхідності державного втручання, коли цей зв'язок порушений, та вважали, що регулювання вивезення грошового капіталу повинно відбуватись задля зрівноваження відтоку капіталу і приросту товарного експорту. Під впливом ідей Дж. М. Кейнса Дж. Тобін висунув концепцію портфельної ліквідності, яка пояснює поведінку заощадників у національній економіці загалом і щодо іноземних активів зокрема, бажанням диверсифікувати портфель цінних паперів, зважаючи в цьому разі на прибутковість, ліквідність і ризики [841].

Економіст Ф. Махлуп [773, с. 130–155], розвиваючи ідеї Дж. М. Кейнса, зробив такі висновки: 1) якщо сальдо поточного платіжного балансу

країни додатне, то вивезення фінансового капіталу зрівноважує перевищення експорту над імпортом, даючи змогу країнам-покупцям її товарів збільшувати закупівлі, компенсуючи це ввезенням капіталу, і в підсумку національний дохід країни-експортера зростає; 2) якщо національні інвестиції країни невеликі й простежується висока схильність до внутрішніх заощаджень, то вивезення фінансового капіталу завдяки розширенню на цій основі експорту підтримує ділову активність і забезпечує зростання національного доходу країни-експортера; 3) вплив ввезення фінансового капіталу на внутрішньоекономічну ситуацію в країні-імпортері залежить від форми, у якій його ввозять: портфельні інвестиції підтримують активність національного ринку цінних паперів, однак найсприятливіше впливають прямі інвестиції, які не спричиняють заборгованості.

У моделі “економічної динаміки” Р. Гаррод наголосив, що заощадження, які перевищують інвестиції, сповільнюють темпи економічного зростання, а чим нижчі ці темпи в країні, “багатій” на грошовий капітал, тим сильніша тенденція до його вивезення [235]. Така ситуація мотивує власників фінансового капіталу переміщувати його за межі національних кордонів з метою отримання вищої віддачі.

Взаємозв’язок між темпами зростання інвестицій у національну економіку і доходів країни від закордонних інвестицій дослідив Є. Домар. Згідно з його концепцією, якщо доходи зростають швидше, то платіжний баланс пасивний, що призводить до зменшення рівня зайнятості та ВВП, і навпаки. Висновок ученого такий: необхідне державне стимулювання вкладення вітчизняних заощаджень у національну економіку регулюванням норми процента задля забезпечення позитивного сальдо платіжного балансу [467, с. 58–64].

Основним недоліком усіх розглянутих теорій є те, що вони, ґрунтуючись на макроекономічному аналізі, не завжди враховують особливості поведінки індивідуальних заощадників. Усунути цей недолік вдалося сучасним мікроекономічним теоріям міжнародного переміщення фінансового капіталу, серед яких основними є теорії транснаціональних²⁴ корпорацій

²⁴ Транснаціоналізація означає, що фірма працює на одному або кількох іноземних ринках, тобто в міжнародному масштабі. Теорія транснаціоналізації пояснює вибір закордонних

(ТНК). Спершу ТНК досліджували в межах теорії фірми, проте пізніше цей феномен став предметом розроблення самостійних концепцій. Головна риса цих концепцій – наявність у ТНК закордонного виробництва товарів і послуг, тобто прямих інвестицій.

Теорії розміщення виробництва пояснюють причини вибору місця розташування та виготовлення однакових товарів ТНК у різних країнах, на противагу його зосередженню в межах однієї держави (у Й. Тюнена, В. Лаунхардта це була мінімізація транспортних витрат, у А. Вебера – мінімізація сумарних витрат виробництва і збуту: транспортних, трудових, агломераційних (витрат на одну одиницю виробленої продукції), на сировину та енергію [582]), а отже, обґрунтовують необхідність ПП.

Критикуючи ці теорії А. Предьоль зазначав про множинність найбільш вдалого розміщення, тобто заперечував можливість математичного визначення єдиного оптимального місця розташування виробництва. Т. Паландер до факторів розміщення додав ще територіальні відмінності в попиті, диференціацію цін на ресурси, а також можливості застосування альтернативних технологій залежно від розміщення виробництва. А. Льош уважав за необхідне брати до уваги податкову систему, державні кордони, технічний прогрес, Д. Сміт – проблеми навколишнього середовища, Б. Зімін – фактор інерції розміщення, тобто вплив старих потужностей на розташування нових [104]. На відміну від попередників, Р. Гроц уважав, що найважливішою метою ТНК є не мінімізація витрат окремими виробничими підрозділами, а таке їхнє розміщення, яке дає змогу досягти найменших витрат і найвищих прибутків компанії загалом. Зазначимо, що розвиток статичних теорій досі відбувається переважно в напрямі розширення кількості чинників, які враховують під час вибору місця для виробничих підрозділів ТНК²⁵. Причому вважають, що вибір локалізації – завжди суб'єктивний, а критерієм оптимальності розміщення є максимізація чистого прибутку.

цільових ринків для пропозиції на них продукту або послуги, а також стратегії проникнення на ці ринки та прямого іноземного інвестування (вкладення заощаджень фірми за кордоном).

²⁵М. Бадрі за 2004–2006 рр. опитав 2 125 управлінців ТНК у 23 країнах, щоб визначити відносний вплив 14 груп найважливіших чинників, які позначаються на ухваленні рішення про розміщення виробництва. Фактори М. Бадрі взяв із праць відомих учених, починаючи з Й. Тюнена і завершуючи сучасними авторами. Опитування засвідчило, що всі

Першою динамічною теорією розміщення вважають модель Х. Хотеллінга, який наприкінці 1920-х років обґрунтував оптимальне розміщення підприємств двох виробників, які конкурують один з одним [104]. До динамічних можна зачислити також концепцію продуктово-виробничого циклу Р. Вернена, хоча вона й виходить далеко за межі теорій розміщення. Ця концепція стверджує, що будь-який продукт має обмежений життєвий цикл з чотирма стадіями, для яких характерні зміни у співвідношенні залучених факторів виробництва, а отже, і зміни в оптимальності його розташування.

Сучасні динамічні теорії пов'язані з виокремленням стадій територіального розвитку ТНК, на кожній з яких компанії керуються різними критеріями. Наприклад, О. Кузнєцов виділяє два основні типи розміщення підприємств ТНК по території країни, що приймає ПП [104]. Перший – властивий компаніям з віддалених держав, які починають діяльність у найбільших економічних центрах країни, а потім поширюють її на міста або центри регіонального рівня. Другий – властивий фірмам з сусідніх держав, що відкривають перші підприємства не тільки у великих містах, а й у невеликих центрах під впливом так званого ефекту сусідства і культурно-історичної близькості.

Зазначимо, що досі не сформовано цілісної динамічної теорії розміщення, оскільки в сучасному світі виробничі потужності можна побудувати практично в будь-якій точці планети, у кожній з яких будуть свої особливості: законодавство, звичаї, ринки праці та збуту, клімат, конкуренція тощо. Усі ці чинники впливатимуть на віддачу від вкладення фірмою заощаджень у формі ПП та зумовлюватимуть різні рівні ризику.

Теорії розміщення виробництва зазнали критики за “технологічний детермінізм” і недооцінку ролі соціально-економічних чинників у поведінці

чинники тою чи іншою мірою є значущі. Оскільки дослідження зроблено для уряду одного з еміратів ОАЕ з метою створення умов для залучення ПП в цільові галузі, то відкрито була опублікована тільки методологія дослідження. Загалом сучасні вчені вважають, що відносна важливість факторів буде різною залежно від галузі та орієнтації виробництва (зовнішній / внутрішній ринок), а та кож від розмірів ТНК, стадій розвитку, форм власності й походження. Свою роль можуть відіграти навіть такі на чебто дрібниці, як наявність поблизу школи з відповідною іноземною мовою навчання для дітей залучених менеджерів, адже їхнє утримання та облаштування – теж частина пакета витрат нового підрозділу ТНК.

ТНК, що привело до подальших наукових пошуків. На думку С. Хаймера [731], для організації успішного виробництва за кордоном, тобто щоб покрити всі витрати та ризики й отримати прибуток, вітчизняна фірма повинна володіти специфічними, а по суті, монопольними перевагами, що можливо лише за умов недосконалого ринку. Теорія недосконалого ринку (ринкової влади) стверджує, що міжнародне переміщення фінансового капіталу з однієї держави в іншу відбувається тільки за можливості отримання надприбутків, яка виникає через структурні недоліки ринку та є обмеженою в часі. Іншими словами, компанія-інвестор керується прагненням домінувати на ринку з метою послаблення конкуренції і збереження контролю над ним. Монопольні переваги допомагають компанії здобути ринкову владу, якої інколи досягають і способом так званих захисних інвестицій, тобто створенням малоприбуткових виробничих потужностей з єдиною метою – підриву позицій конкурентів та їхньої нейтралізації.

Згодом інші дослідники (Дж. Гелбрейт, Г. Джонсон, Р. Кейвз, М. Кемп, Ч. Кіндлебергер, П. Кругман, Р. Лакруа та ін.) доповнили цю теорію, конкретизуючи специфічні переваги. Зокрема, автор теорії “ефекту масштабу” М. Кемп [749] стверджував, що саме позитивний ефект масштабу, якого ТНК досягає внаслідок переміщення виробництва в інші країни, спонукає її інвестувати за кордон. Згідно з поглядами Дж. Гелбрейта, ТНК роблять ПП у зв’язку з технологічними перевагами, якими володіють материнські компанії [92, с. 197]; Г. Джонс [740] уважав, що цей процес відбувається завдяки технологічним знанням і досвіду фірми; Р. Кейвз [675] – у зв’язку з диференціацією продукції; П. Баклі, М. Кассон [666], Д. Тіс [830], С. Мерей [774], А. Рюгмен [810] – економією трансакційних витрат, пов’язаних з пошуком партнерів, укладенням угод і контролем за їхнім виконанням.

Зокрема, П. Баклі та М. Кассон [665], узявши за основу ідеї Р. Коуза [681], що кожна фірма намагається мінімізувати трансакційні витрати і що всередині великої компанії (між її підрозділами) діє особливий “внутрішній ринок”, регульований керівниками корпорації та її філій, розробили теорію транснаціональної інтерналізації фірми. По-перше, ця теорія стверджує, що іноземній фірмі необхідні переваги перед місцевими компаніями, які добре знають “правила гри” на своєму ринку та мають зв’язки з адміністрацією, а тому їхні трансакційні витрати є незначними порівняно з

іноземним інвестором. По-друге, ця теорія тлумачить міжнародне переміщення фінансового капіталу як наслідок того, що значна частина формально міжнародних операцій фактично відбувається в межах фірми, між підрозділами ТНК, що дає змогу застосовувати механізм трансфертних цін і робить внутрішні зв'язки значно вигіднішими, аніж співпрацю кількох незалежних компаній [686, с. 62]. Великі фірми можуть розширювати свою діяльність за наявності цілісної внутрішньої структури, що пов'язано з використанням переваг масштабу, збереженням контролю над технологіями, можливістю ефективніше реалізувати потенціал вертикальної інтеграції, використанням власних менеджерів для досягнення певних цілей.

Отже, вчені-економісти [635; 676; 677; 704; 769; 808; 851] критикували попередні теорії ТНК за надмірне акцентування на виробничій функції і нехтування іншими унікальними перевагами (міжнародна організація діяльності, маркетингові та постачальницькі ресурси, розвиток людського капіталу, лідерство, здоровий фінансовий менеджмент), які дають змогу компаніям виходити в лідери і поширювати свій бізнес на інші ринки й галузі. Компанії отримують конкурентну перевагу аж ніяк не внаслідок використання одного-єдиного специфічного фактора в певній функціональній сфері, а через здатність інтерналізувати власне ноу-хау замість того, щоб передавати його іншим (зовнішнім) організаціям.

Концепцію недосконалого ринку розширив Ч. Кіндлебергер [569; 836], виділивши такі чотири ключові переваги, необхідні для успіху ТНК за кордоном:

1) торговельна політика фірми, маркетингові знання й технології (дослідження ринку, техніка маркетингу, імідж торгової марки, товарна диференціація, реклама тощо);

2) фактори виробництва (безпосередній контроль над виробництвом, власні технології та володіння нематеріальними активами (торгові марки, патенти тощо), кваліфікація менеджменту і персоналу, доступ до міжнародного ринку фінансового капіталу);

3) управлінські знання (можливість використання внутрішньої та зовнішньої економії на масштабі (ефект масштабу), синергія вертикально інтегрованої компанії);

4) політика уряду, спрямована на інтервенцію на зовнішні ринки чи стимулювання залучення іноземного капіталу.

Отже, на думку прихильників теорії ринкової влади, іноземна фірма більше ризикує порівняно з місцевими. Тому вона повинна мати переваги завдяки недосконалій конкуренції на місцевих товарних ринках (пропозиція оригінального продукту), на ринках ресурсів (наявність досконалішої технології, легшого доступу до фінансового капіталу, більшого підприємницького досвіду, привілейованого доступу до джерел природних ресурсів, які використовують у виробництві), переваги у масштабах (більший обсяг виробництва та прибутку). Пріоритет створюють сприятливі умови державного регулювання, зокрема, пільги для вкладення іноземних заощаджень, тобто досягнуті завдяки перевагам в інтелектуальному капіталі й економічному потенціалі. Саме ж міжнародне переміщення фінансового капіталу у формі ПІІ пояснюють тим, що для ТНК отримання прибутку в довготерміновому періоді можливе завдяки виходу на нові ринки в обхід митних та немитних бар'єрів на шляху експорту товарів і послуг.

З огляду на таке розмаїття теорій прямого іноземного інвестування ТНК Дж. Данінг [697; 698] синтезував теоретичні досягнення попередніх науковців, погляди яких поділяв, проте вважав неповними, і запропонував власну еkleктичну модель. Ця модель передбачає, що обсяги ПІІ залежать від наявності та комбінації трьох переваг фірми (названих автором *OLI*²⁶):

- переваги володіння (*ownership advantages*) – конкурентні переваги на закордонному ринку, у тому числі монополюбно-технологічні (патенти, торгові марки тощо), переваги масштабу, управлінські навички, маркетинговий досвід, імідж та ін.;
- переваги дислокації (*location advantages*) – використання за кордоном розвиненої інфраструктури та низки місцевих ресурсів й умов більш ефективно, ніж удома, зокрема, задля зменшення виробничих і транспортних витрат, уникнення сплати мит і податків, зменшення політичних ризиків та ін. Їх автор розділив на три групи – економічні,

²⁶ Перша складова еkleктичної теорії – компонента *O* – відповідає на запитання *чому?*, компонента *L* – *де?*, компонента *I* – *як?* здійснюють міжнародне переміщення фінансового капіталу у формі ПІІ.

політичні та соціальні, назвавши головними під час вибору країни для вкладення заощаджень;

- переваги інтерналізації (*internalization advantages*) – можливість отримання вищих результатів за допомогою самостійної виробничої діяльності за кордоном порівняно з використанням місцевих дистриб'юторів, ліцензіатів тощо. Тобто фірмі вигідніше використовувати переваги прямого інвестування, ніж експортувати власні товари, що пов'язано з можливістю створення внутрішнього ринку всередині ТНК та використання всіх його “привілеїв”, зокрема, незаконної, проте вельми поширеної практики впровадження трансферного ціноутворення.

Причини вивезення вітчизняними фірмами заощаджень у формі ПІІ Ф. Ніккербоккер [753] пояснює тим, що в галузях з високою конкуренцією поведінку компаній може визначати процес і швидкість транснаціоналізації конкурентів. У ході дослідження вчений виявив, що в олігополістичних галузях за лідерами, які інвестують капітал за кордон, автоматично йдуть їхні домашні конкуренти. Упродовж трьох років з моменту первинного закордонного інвестування коштів лідером за ним його домашні конкуренти йшли у 45 % випадків, а протягом семи років – у 75 % випадків. Водночас у галузях з надзвичайно високим рівнем концентрації капіталу (енергетика, металургія) подібні стратегії ПІІ рідкісніші, оскільки замість прямої конкурентної боротьби фірми віддають перевагу простому розподілу ринку. Згодом Х. Грем удосконалив “теорію олігопольного захисту” на підставі вивчення інвестиційної поведінки європейських ТНК у США, метою яких більше був опір стратегіям американських компаній у Європі, ніж “бій” зі своїми європейськими конкурентами в США. Відбиваючи “американську загрозу” на домашніх ринках, європейці форсували свої зусилля щодо транснаціоналізації [566, с. 56].

На застосуванні ПІІ для протидії конкурентам і стримування їхньої активності наголошує і Р. Вернон [848; 844] у межах теорії життєвого циклу товару. Учений пояснив динамічний взаємозв'язок міжнародної торгівлі й прямого іноземного інвестування, спираючись на емпіричні дані щодо інвестиційної активності американських компаній у повоєнний період та криву життєвого циклу продукту. Модель міжнародного циклу життя продукту містить такі етапи: 1) монопольне виробництво й експорт нового

продукту; 2) поява в іноземців аналогів продукту та їхнє впровадження на ринки власних країн; 3) вихід конкурентів на ринки третіх країн і зменшення експорту з країни-новатора; 4) імовірний вихід конкурентів на ринок країни-новатора. За посилення загрози експорту країни-новатори часто починають виробництво за кордоном, що продовжує життєвий цикл продукту й збільшує прибуток, оскільки на стадії зростання й зрілості витрати, зазвичай, знижуються. Це також дає змогу зменшити витрати на робочу силу та перевезення, обійти митні бар'єри тощо й так оптимізувати витрати виробництва та збуту й знизити ціну продукту, у такий спосіб підвищуючи можливості розширення експорту і збільшення обсягу випуску продукції за кордоном. Отже, ПП не завжди визначені очевидними причинами економічної вигоди. Значною мірою їх можна розглядати як контрзаходи, спрямовані на стримування основних конкурентів як на батьківщині, так і за кордоном.

Окремо необхідно виділити теорію поведінки ТНК щодо організації процесу прямого інвестування за кордон, запропоновану Й. Агароні [632]. Учений виокремив три ключові рішення компанії: придивитися (*to look*), почати інвестувати (*to invest*) і продовжувати інвестувати (*commitment to invest*). Послідовники Й. Агароні, зокрема Й. Йогансон [737], Ф. Відерсгайм-Пауель [739], Й. Вольне [738] та інші [670; 673; 795], досліджуючи процес виходу шведських компаній на закордонні ринки, розробили еволюційну (покрокову, стадійну) модель транснаціоналізації фірми (модель вибору цільового іноземного ринку і форми виходу на нього). Науковці помітили, що компанії: 1) починали свої операції на близьких закордонних ринках і поступово проникали на більш віддалені; 2) здебільшого, виходили на нові ринки через експорт і дуже зрідка через власні збутові організації; 3) організовували вкладення фінансового капіталу в самостійне або майже самостійне виробництво тільки після кількох років експортної діяльності на одному й тому ж ринку. На підставі цього дослідження вчені виділили чотири етапи проникнення на міжнародний ринок, кожен з яких відображає щораз вищий ступінь залучення в зовнішньоекономічну діяльність та прихильності до цільового ринку: 1) нерегулярна експортна активність (спорадичний експорт); 2) експорт через незалежних представників; 3) створення іноземної збутової дочірньої компанії; 4) вкладення ПП та організація виробництва за кордоном. Щоправда, сьогодні тривалість етапів

зменшилась, і кожна фірма визначає її індивідуально, зважаючи на особливості конкретного цільового ринку.

Альтернативний погляд на залучення ПІІ в країну внаслідок її участі в міжнародному поділі праці та лібералізації зовнішньоекономічної діяльності запропонував К. Акамацу. Досліджуючи розвиток текстильної промисловості Японії, він розробив концепцію “летючих гусей” [598; 629] для країн з наздоганяльним типом розвитку під час переходу до індустріальної стадії (теорію інвестиційного розвитку економік-переслідувачів, так звану парадигму “наздоганяльного циклу”), у межах якої виділив три фази:

- 1) імпорт готової продукції текстильної промисловості (тканин);
- 2) імпортозаміщення виробництва тканин на базі імпортного обладнання: за допомогою ПІІ відкривають нові (у тому числі суміжні) місцеві виробництва;
- 3) експорт надлишку продукції (тканин) на нові іноземні ринки й імпортозаміщення виробництва текстильного обладнання.

Учений довів, що послідовність “імпорт товарів (M) – розвиток місцевого виробництва (P) – експорт (X)” графічно нагадує формування для польоту зграї диких гусей [598]. Згодом К. Кодзіма та Т. Озава [756; 757; 758] доповнили цю концепцію четвертою фазою – вивезення фінансового капіталу у формі ПІІ й створення закордонного виробництва. Вони довели, що технологічна й фінансова допомога ТНК може пришвидшити економічний прогрес у країнах, що розвиваються. Послідовники вченого розширили цю модель для пояснення змін у нових індустріальних країнах та країнах, що розвиваються. Японські компанії переміщували на ринки сусідніх держав власні виробничі потужності й передавали менеджмент, ноу-хау і передові технології, завдяки чому розвивалися капіталомісткі галузі економіки. З погляду ТНК експорт фінансового капіталу у формі ПІІ відбувався для зниження виробничих витрат і виходу на місцеві ринки, проте для національних економік цих країн вони мали значний позитивний макроекономічний ефект – створення великої кількості конкурентоспроможних галузей.

Порівнявши ПІІ американських та японських ТНК, К. Кодзіма [755] довів, що експорт фінансового капіталу може по-різному впливати на міжнародний поділ праці і розвиток торгівлі між країнами залежно від того,

які компанії та в які галузі вивозять грошовий капітал (так звана макроекономічна модель ПІІ). Дослідник розділив прямі іноземні інвестиції на дві групи – торгово спрямовані (*trade-oriented FDI*, експортоорієнтовані) й антиторгово спрямовані (*non-tradeoriented FDI*, імпортозаміщені). За теорією японського економіста, ПІІ є торгово спрямованими, якщо сприяють підвищенню ефективності міжнародного поділу праці і розвитку взаємної торгівлі країн-партнерів. Це відбувається в тому випадку, якщо експорт ПІІ проводять компанії галузей, які не мають порівняльних переваг у національній економіці, а їхнє виробництво ґрунтується на дефіцитному і дорогому факторі. Така компанія робить прямі іноземні інвестиції в ті галузі, де країна, що приймає, має порівняльні переваги. На думку дослідника, саме експортоорієнтовані ПІІ поживляють торгівлю та сприяють зміцненню добробуту обох країн. У випадку імпортозаміщених ПІІ, які забезпечують вихід на нові ринки та уникнення торговельних бар'єрів, спостерігаємо подвійний негативний ефект: невідповідність принципові порівняльної переваги та втрату країною своєї конкурентної переваги. К. Кодзіма стверджує, що японські компанії роблять переважно торгово-спрямовані, а американські – антиторгово-спрямовані ПІІ.

На підставі еkleктичної теорії Дж. Даннінг та Р. Нарула [696] розширили теорію інвестиційного розвитку країни та виділили в ньому п'ять етапів (фаз): 1) практично нема *OLI*-переваг, тобто коли розвинені тільки низькотехнологічні виробництва, а держава активно захищає внутрішній ринок від імпорту товарів і ПІІ; 2) починають надходити ПІІ, зростає локальний ринок, підвищується конкурентоспроможність місцевих фірм, частково лібералізується політика залучення іноземного фінансового капіталу; 3) країна розпочинає експортувати грошовий капітал у формі ПІІ, суттєво зростають *L*-переваги місцевих фірм, зовнішньоекономічна фінансова політика стає ліберальною, а економіка – експортоорієнтованою; 4) експорт ПІІ перевищує імпорт, країна стає лідером у деяких високотехнологічних галузях; 5) зростають обсяги ввезення та вивезення прямих інвестицій, утверджується світове лідерство країни за ліберальної політики міжнародного переміщення фінансового капіталу і стимулювання його експорту.

Розглянута модель розвитку національної економіки дає змогу перетворитися з імпортера на експортера продукції та ПІІ й передбачає взаємодію і

динамічні зміни в економічних відносинах між розвиненими державами (лідерами) та країнами, що розвиваються (наздоганяють). Низька вартість робочої сили і багаті природні ресурси в країнах, що розвиваються, створюють передумови для того, що вони є основними потенційними реципієнтами ПІІ. Для активізації процесу “погоні за лідером” необхідно виробити продуману та послідовну політику залучення іноземного фінансового капіталу, усунути бар’єри на шляху ПІІ й запропонувати ТНК умови, за яких вони переміщуватимуть свої технології та ноу-хау у великих обсягах. Висвітлені теорії підтверджують, що процеси глобалізації та інтеграції дають змогу країнам, що розвиваються, наздоганяти і навіть випереджати розвинені держави за умови відкритості їхніх господарських систем для зовнішнього світу, зокрема, для ПІІ від іноземних ТНК.

Прямі цільові інвестиції допомагають країнам-переслідувачам зменшити час, потрібний для послідовного створення конкурентоспроможного сектора споживчих товарів, потім – капітальної продукції і далі – високотехнологічних галузей. У такий спосіб ТНК стають так званими міжфазовими агентами економічного розвитку. Найяскравішим прикладом застосування подібної стратегії є Китай, який уже понад 20 років розвивається на основі ПІІ. Наприклад, автомобілебудування КНР пройшло першу (продукція надходить в економіку через імпорт) і другу фази (відкриваються нові місцеві виробництва для задоволення щораз більшого національного попиту) та перебуває на третій фазі (надлишки продукції експортують на нові іноземні ринки) [566, с. 58]. Отже, розвиток китайської автомобільної промисловості відбувається згідно з теорією К. Акамацу. Водночас загалом національна економіка Китаю [230] сьогодні фактично досягла п’ятої фази за теорією Р. Наурулі.

Синтез мікро- та макроекономічних теорій ПІІ продовжив М. Портер [601], який, аналізуючи глобальну конкурентоспроможність ТНК та країн, спробував відповісти на такі запитання: 1) чому одні галузеві корпорації були успішніші в проникненні на закордонні ринки, ніж інші? 2) чому окремі країни змогли залучати ПІІ в галузі з високою доданою вартістю, а в інші галузі – ні? 3) чому інвестиції ТНК в окремі країни і сектори суттєво підвищували технологічну та організаційну ефективність місцевих компаній і чому в інших випадках не відбувалося промислової модернізації? На

підставі виконаного аналізу учений визначив чотири чинники (“детермінанти національного ромба”) конкурентної переваги націй, а саме: 1) стратегія фірми та рівень конкуренції; 2) забезпеченість факторами виробництва; 3) характеристики вітчизняного попиту; 4) рівень розвитку споріднених та допоміжних галузей для входження ТНК. На думку М. Портера [600], успішну глобальну конкурентну боротьбу країни за прямі іноземні інвестиції ТНК зумовлюють власне характеристики “національного ромба” (даймонда), їхня динаміка і взаємозалежність. А. Рюгмен [810] доповнив модель конкурентних переваг М. Портера обґрунтуванням ідеї конкурентного вирівнювання “даймондів” національних економік через їхнє інтегрування: складові національних переваг формуються під впливом міжнародного економічного середовища. Сучасні моделі міжнародного переміщення фінансового капіталу ТНК у формі ПІІ зводяться до врахування та зіставлення різноманітних параметрів інвестиційного середовища у країні базування і потенційних країнах-реципієнтах.

Відзначимо, що вчені-економісти паралельно удосконалювали теоретичні підходи до аналізу портфельних іноземних інвестицій. Значний внесок у розвиток теорії портфеля зробили лауреати Нобелівської премії Г. Марковіц, М. Мертон та У. Шарп, які, на відміну від Д. Тобіна, застосували математичний інструментарій не на макро-, а на мікроекономічному рівні [574, с. 224–225]. Важливість цієї теорії для дослідження міжнародного переміщення фінансового капіталу полягає в тому, що вона доводить потенційну перевагу диверсифікації портфеля з використанням міжнародних інвестицій. Наприклад, диверсифікуючи портфель іноземними активами, можна підвищити очікувану дохідність без зростання ризику або ж знизити ризик, не жертвуючи дохідністю. Адже, згідно з аксіомою портфельної теорії, низький ризик портфеля забезпечує низька кореляція всередині нього.

Визначальним для міжнародних потоків портфельних інвестицій є мотив диверсифікації портфеля активів. Теорія портфеля виходить з того, що економічні суб’єкти не схильні до ризику, тому намагаються не лише максимізувати дохідність своїх активів, а й зменшити ризик від їхнього утримання. Зокрема, ризик володіння акціями або облігаціями пов’язаний з можливістю банкрутства компанії, яка їх випустила, зі значними

коливаннями їхнього ринкового курсу та ймовірністю отримання нижчих від очікуваних доходів. Прагнучи максимізувати доходи та мінімізувати ризики, інвестори оцінюють їхнє співвідношення для кожного з активів і формують інвестиційний портфель.

Отже, портфельних інвесторів передусім цікавлять рівень віддачі заощаджень від розміщення за кордоном в іноземних цінних паперах, бажання диверсифікувати вкладення та ступінь їх ризику. Комбінація зазначених аспектів веде до того, що портфельні інвестиції зазнають сильних впливів економічної та політичної кон'юнктури. Зокрема, теорія “втечі капіталу” Д. Каддінгтона [578] пояснює це явище вивезенням короткотермінового приватного капіталу спекулятивного характеру. На думку Ч. Кіндлебергера, В. Клайна, І. Уолтера, втеча фінансового капіталу – це вивезення грошового капіталу з країни, що суперечить її інтересам і відбувається внаслідок несприятливого внутрішнього інвестиційного середовища або через незаконне походження капіталу [590, с. 49–50]. Тому вчені радять шукати заходи протидії цьому явищу, адже, зважаючи на високий рівень інтегрованості національних фінансових ринків, масова втеча капіталу стає причиною економічних потрясінь як у самій державі, так і за її межами.

Власне тому уряди багатьох країн регулюють міждержавне переміщення фінансового капіталу, а деякі навіть проводять політику протидії розширенню впливу країн-експортерів капіталу на засадах теоретичної концепції “захисту національного суверенітету”, яка стверджує, що зростання іноземних інвестицій може спричинити зменшення частки вітчизняних виробників у ВВП або й загалом внутрішнього виробництва.

Після узагальнення розглянутих теорій можемо стверджувати, що основними причинами міжнародного переміщення фінансового капіталу є такі:

- відносний надлишок капіталу на національних ринках, що перешкоджає високоприбутковому його використанню;
- розбіжність між попитом на капітал і його пропозицією в різних складових світового господарства, що зумовлено нерівномірністю економічного розвитку держав;
- відмінності у витратах виробництва в різних країнах унаслідок різниці у вартості сировини, енергії, заробітної плати тощо;
- захист грошей від інфляції;

- диверсифікація активів та мінімізація ризиків;
- зацікавленість у природних ресурсах інших країн;
- бажання обійти митні та немитні бар'єри;
- технологічне лідерство, що сприяє поширенню найновіших технологій;
- необхідність технічного переоснащення та модернізації національних підприємств;
- відмінності в екологічних нормативах і стандартах різних країн, що зумовлює вивезення ПП та створення екологічно шкідливих виробництв у інших країнах тощо.

На відміну від прямих іноземних інвестицій, які охоплюють як фінансові, так і нефінансові активи, портфельні інвестиції – це тільки грошовий капітал, який вирізняється вищою ліквідністю, мінливістю і чутливістю до кон'юнктури національних ринків та не прив'язаний до конкретних секторів економіки, галузей чи компаній. Проте прямі іноземні інвестиції є стабільнішими, оскільки орієнтовані на довготермінові цілі й тривалий контроль над об'єктом інвестування в певному сегменті економіки.

У загальному потоці міжнародного фінансового капіталу обсяги портфельних інвестицій більші, ніж обсяги прямих. Випереджувальне зростання портфельних інвестицій можна пояснити так: з одного боку, організацію і розміщення їх за кордоном дедалі частіше проводять фінансові посередники, які акумулюють значні обсяги тимчасово вільних грошових коштів й мають широку інформацію про стан світового ринку цінних паперів (трастові й страхові компанії, пенсійні фонди, банки та інші фінансові установи), з іншого, – портфельні вкладення часто використовують як додаткове джерело прибутку, а не для проникнення у високомонополізовані галузі чи ринки.

Більшість міжнародних портфельних інвестицій роблять між розвиненими країнами [855]. Це зумовлено наявністю в них розвинених національних фінансових ринків з інфраструктурою, яка дає змогу оперативно обслуговувати потужні потоки грошового капіталу, а також усталеними традиціями та гарантіями виконання учасниками ринку своїх фінансових зобов'язань, стабільністю й прозорістю податкового законодавства, низькими політичними ризиками. Портфельні інвестиції з країн, що розвиваються, відрізняються нестабільністю і переважно є формою легальної та

нелегальної “втечі капіталу” – стихійного нерегульованого його переміщення за кордон з метою збереження заощаджень.

Для вимірювання рівня відкритості фінансових ринків та фінансових систем окремих країн використовують як загальноприйняті показники глобалізації (фінансова глобалізація є невід’ємною частиною відповідного загального процесу), так і специфічні індекси, які характеризують лише відкритість фінансової сфери країни. До переліку найвідоміших узагальнювальних показників належать такі: *A. T. Kearney’s Globalization Index* [111, с. 28], що охоплює низку показників, які розділено на чотири групи: економічна інтеграція, особисті зв’язки, політична й технологічна залученість [721]; *KOF Index of Globalization*, що враховує три групи показників: економічні, соціальні та політичні [754]; *Maastricht Globalization Index*, що вимірює економічні, соціально-культурні, технологічні, екологічні та політичні аспекти глобалізації [720]; індекс глобальної конкурентоспроможності країн Всесвітнього економічного форуму [111] та ін.

Водночас для оцінювання глибини інтегрованості фінансових ринків ученими розроблено відповідний методичний інструментарій (рис. 1.23), у межах якого всі методи оцінювання розділено на три групи показників: кількісні (оцінювання відкритості), якісні (інституційні, де юре, зокрема: оцінювання доступності за наслідками дерегуляції; уніфікації правил, принципів, підходів, законодавства; створення спільних координаційних або інтеграційних інституцій тощо) та цінові (оцінювання єдності за критерієм вирівнювання цін, тобто процентних ставок на ідентичні (гомогенні) фінансові інструменти). Нижче розглянемо особливості кожної з наведених груп показників, однак підкреслимо, що у сучасних наукових дослідженнях ці показники, зазвичай, намагаються звести до якогось єдиного інтегрованого гібридного індексу.

На наш погляд, кількісні дають змогу оцінити рівень відкритості країни для іноземного капіталу, характеризуючи обсяги надходження та вивезення грошових коштів за різними формами (переважно відповідно до статей Платіжного балансу та/або Міжнародної інвестиційної позиції). Основні кількісні показники міжнародного переміщення фінансового капіталу можна систематизувати за такими напрямками, які характеризують:



Рис. 1.23. Методи оцінювання рівня інтегрованості фінансових ринків

Джерело: доопрацьовано автором на основі [201, с. 11].

- обсяг, зокрема: експорт (закордонні інвестиції), імпорт (іноземні інвестиції), зовнішньоінвестиційний оборот, реальний обсяг міжнародної інвестиційної діяльності (скоригований на рівень інфляції та/або валютний курс);
- результативність: сальдо зовнішньоінвестиційного балансу, коефіцієнт залежності від іноземного капіталу (відношення обсягів імпорту грошових ресурсів до обсягів їх споживання у країні), індекс “умов залучення” (співвідношення цін імпорту та експорту фінансового капіталу), співвідношення доходів від імпорту та експорту капіталу.
- структуру: географічна структура (за територіальною ознакою: частини, континенти та регіони світу, за організаційною ознакою: інтеграційні та інші об’єднання країн, за класифікаціями держав міжнародними організаціями, за іншими критеріями), структура за формами та фінансовими інструментами, індекс диверсифікації імпорту та експорту фінансового капіталу, показник географічної концентрації його експорту та імпорту, структура інвестування національних заощаджень (співвідношення обсягів їх вкладення у межах країни та за кордон).

- інтенсивність: зовнішньоінвестиційний оборот на особу, обсяг експорту та імпорту фінансового капіталу загалом та в розрізі форм на особу, експортну та імпорتنу інвестиційні квоти, квоту зовнішньоінвестиційного обороту, індекс внутрішньоформової інвестиційної діяльності (відображає паралельний експорт та імпорт капіталу в межах однієї форми за певний період).
- ефективність: окремо виділяють на макроекономічному та мікроекономічному рівні. Кожному рівню оцінки відповідає свій тип економічних інтересів та свій критерій ефективності. Так, під економічною ефективністю на макроекономічному рівні розуміють величину економії національних заощаджень, яку досягають шляхом участі країни у міжнародному переміщенні капіталу. Її характеризують такі показники: ефективність зовнішньоінвестиційного обороту (співвідношення витрат у результаті імпорту капіталу до вітчизняних доходів від експорту); ефективність імпорту (співвідношення отриманих доходів за рахунок імпорту фінансового капіталу до витрат на імпорт); ефективність експорту (співвідношення доходів від експорту до витрат на експорт). Під економічною ефективністю на мікроекономічному рівні розуміють ступінь збільшення доходу від зовнішньоінвестиційних операцій. Зрозуміло, що критерієм оцінки є прибуток. Зокрема використовують такі індекси: ефект експорту (різниця між надходженнями у національній валюті від експорту та повними витратами на експорт); ефективність експорту (співвідношення надходжень у національній валюті від експорту до повних витрат на експорт); рентабельність експорту (співвідношення надходжень у національній валюті від експорту до обсягу експорту); ефект імпорту (різниця між доходами від імпорту капіталу та витратами на імпорт); ефективність імпорту (співвідношення величини ефекту імпорту до витрат на імпорт); рентабельність імпорту (співвідношення надходжень у національній валюті від імпорту до обсягу імпорту).
- інші аспекти: еластичність попиту на імпорт та експорт фінансового капіталу тощо. Еластичність попиту на імпорт фінансового капіталу – зміна величини попиту на імпорт капіталу, яка є наслідком зміни його

ціни (процентної ставки). Вимірюється як відсоткова зміна обсягів імпорту капіталу до відсоткової зміни його ціни:

$$Em_p = \frac{\Delta Qm(\%)}{\Delta Pm(\%)}. \quad (1.1)$$

Якщо $Em_p > 1$, це значить, що зменшення ціни на імпортований капітал на 1% призвело до зростання попиту більше ніж на 1%, тобто попит на імпорт є еластичним. Якщо $Em_p < 1$, то це значить, що зменшення ціни на імпортований капітал на 1% призвело до зростання попиту менше ніж на 1%. У цьому випадку попит на імпорт є нееластичним. У разі зменшення процентної ставки обсяги імпорту, зазвичай, зменшуються, і навпаки. Зменшення ціни імпорту означає покращення умов залучення іноземного фінансового капіталу.

Еластичність пропозиції експорту – зміна величини пропозиції грошового капіталу на експорт, яка є наслідком зміни його ціни (процентної ставки). Висока еластичність, зазвичай, свідчить про існування розвинутого фінансового ринку, який дає змогу швидко реагувати на зміни цін.

Якщо кількісні показники характеризують рівень інтеграції з економічною позицією, то якісні більше відображають його з регуляторного (юридичного) погляду у вигляді оцінки доступності внутрішнього фінансового ринку через його нормативно-правове регулювання, тобто оцінюється рівень лібералізації регуляторної політики держави у сфері міжнародного переміщення фінансового капіталу. Зазначимо, що у науковій літературі досі дискутують щодо методичних підходів до такої оцінки та переліку чинників (показників, критеріїв), які необхідно враховувати. Багато вчених пропонують власні підходи та моделі оцінювання, що здебільшого ґрунтуються на показниках зі щорічних звітів МВФ, передусім це Звіт про валютні режими та валютні обмеження (*Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions (AREAER)*) [637].

Доречно зауважити, що ці звіти зазнають змін, їх регулярно розширюють за різними параметрами оцінки міжнародного переміщення капіталу та відкритості економік, які переважно виражені як бінарні показ-

ники²⁷ (наявність або відсутність обмежень). Так, МВФ у цьому звіті наводить власний індекс відкритості (*Financial Liberalization Index*), який саме і ґрунтується на бінарному методі. Такий підхід є спрощеним та дає змогу дослідити лише факт наявності, але не інтенсивності та силу фінансових обмежень. Тому дослідники (*A. Abiad and A. Mody* [712], *D. Quinn* [799; 800], *C. Reinhart and P. Montiel* [807], *V. Grilli and G. Milsi-Ferretti* [724], *O. Bandiera* [639], *L. Laeven* [762], *G. Kaminsky and S. Schmukler* [747], *A. Demirguc-kunt and E. Detreagiache* [687], *A. Kraay* [760], *Ph. Lane and G. Milesi-Ferretti* [764], *M. Shrestha* [820] та інші [778; 779; 781; 783; 819]) розробили цілу низку альтернативних показників для обчислення фінансової інтеграції де-юре, зокрема *FINREFORM* (А. Абіад, Е. Детраджіч, Т. Трессел); *KAOPEN* (М. Чінн, Г. Іто); *KASHI* (М. Шіндлер); *FORU* (Г. Едісон, Ф. Варнок) та *LANE (TOTAL)* (П. Лейн, Ж. Мілессі-Феретті) [166, с. 8; 167, с. 70–71; 631, с. 136]. Вони різняться за кількість змінних, які беруть до уваги; множинністю варіацій значень, які ці змінні можуть набувати (тобто не лише наявності чи відсутності обмежень, а їх градація залежно від сили впливу на міжнародну мобільність капіталу); сегментами фінансового ринку, які ці змінні репрезентують тощо. Очевидно, що це більш працемісткий підхід, але він дає ширше розуміння процесів фінансової лібералізації. Водночас кожен з них має як певні переваги, так і недоліки, які випливають з базових припущень та узагальнень. Утім, усі індекси фінансової лібералізації, запропоновані згаданими науковцями, мають високий рівень кореляції між собою.

Наголосимо, що якісні показники не дають точного уявлення про реальні масштаби інтеграції фінансового ринку країни у світове фінансове середовище. Значною мірою це можна пояснити труднощами вимірювання ефекту через низку бар'єрів, які прямо не підлягають визначенню

²⁷ Модель бінарного вибору – застосовують в економетричних моделях залежності бінарної змінної (яка приймає всього два значення – 0 і 1) від сукупності чинників. Побудова звичайної лінійної регресії для таких змінних теоретично некоректна, так як умовне математичне очікування таких змінних дорівнює ймовірності того, що залежна змінна прийме значення 1, а лінійна регресія допускає і негативні значення, і значення вище 1. Тому, зазвичай, використовуються інтегральні функції розподілу, зокрема нормальний розподіл (пробіт), логістичний розподіл (логіт), розподіл Гомперца (гомпіт).

“формальних” обмежень у вигляді законів і правил, що регулюють фінансові угоди між резидентами і нерезидентами країни [110, с. 30]. До них можна зачислити, наприклад, різноманітні компенсаційні схеми, обмежений доступ до джерел інформації тощо. Власне з цієї причини результати вимірювання де-юре фінансової інтеграції найчастіше не збігаються з результатами де-факто, хоча обидві групи показників покликані схарактеризувати рівень інтеграції фінансового ринку країни.

Низка наступних показників фінансової інтеграції ґрунтується на концепції однієї ціни, за якою в умовах єдиного інтегрованого фінансового ринку ціни на ідентичні фінансові інструменти повинні вирівнюватися (теорія Гекшера–Оліна–Семюельсона). І хоча тенденція до синхронізації цін сьогодні досить помітна, особливо серед розвинених країн, до повного вирівнювання цін ще далеко. Крім того, ці показники надзвичайно важко розраховувати, оскільки вони потребують виділення з загальної кількості фінансових інструментів на національних ринках, власне ідентичних активів, а це досить складно зробити в умовах їхнього ринкового розмаїття.

З огляду на таке різноманіття показників для вимірювання інтеграції фінансового ринку використовують декілька інтегральних методик. Однією з найвідоміших є запропонована А. Клаусом, Т. Джапеллі, А. Менічіні, М. Падула й М. Пагано [634]. Учені аналізували показники у розрізі сегментів фінансового ринку, оскільки фінансові інструменти у межах одного сегменту є одноріднішими (гомогеннішими) і на їх основі розрахували інтегральний індекс. Зокрема для кількісних та цінових показників виділили такі сегменти як ринок кредитів та облігацій, ринок акцій, а якісні показники розглядали за суб’єктами – домогосподарствами, компаніями та державою (табл. 1.4).

Метою дослідження було дати відповідь на такі три запитання: чи має місце або чи відбувається інтеграція; якщо так, то з якою швидкістю; як змінюється рівень фінансової інтеграції з часом? Для відповіді на перші два запитання використано наступне рівняння:

$$\Delta i_{ct} = a_c + \beta i_{ct-1} + \sum_{l=1}^L \gamma_l \Delta i_{ct-l} + \varepsilon_{ct} \quad (1.2),$$

де c та t позначають індекси країни і часу, Δi зміну процентної ставки та α_c умовну країну. Показник відхилення в правій частині рівняння позначає екзогенні збурення (шоки), які спричиняють різницю у процентних ставках між досліджуваними країнами. Від’ємна β свідчить про наявність конвергенції (якщо $\beta = 0$ конвергенції немає); крім того, величина β позначає швидкість конвергенції. Запропонована дослідниками методологія є розширенням концепції β -конвергенції (яку використовують у фаховій літературі для оцінювання економічного зростання) до ситуацій, коли процентна ставка може бути нестационарною, а також враховує як секторальні, так і часові ряди даних.

Таблиця 1.4

Показники інтеграції фінансового ринку

Індикатори, що вимірюють вплив фінансової інтеграції на:	Цінові	Кількісні
Кредитному ринку та ринку облігацій	Різниця процентних ставок на грошовому ринку, ринку облігацій, ринку іпотеки та ринку корпоративних позик	Важливість іноземних банків (частки активів та кількість)
		Іноземні активи та зобов’язання, у власності національного банківського сектору
	Транскордонні банківські комісії	Міжнародна диверсифікація фондів облігацій та грошового ринку
Ринку акцій	Кореляція рівня віддачі на національних ринках акцій	Міжнародна диверсифікація фондів акцій, пенсійних фондів та страхових компаній
Рішення домогосподарств	Кореляції заощаджень та інвестицій	
Рішення корпорацій	Кореляція споживання між країнами	
Правові інститути	Транскордонні злиття і поглинання	
	Індекс вирішення спорів, Індекс тривалості суперечок	

Джерело: [634, с 61].

Для вимірювання рівня фінансової інтеграції в кожен момент часу ученими запропоновано використовувати поняття σ -конвергенції (у дослідженнях з економічного зростання σ -конвергенція має місце, якщо міжсекторальний розподіл змінної (зазвичай, дохід на особу) зменшується

з часом. У цьому контексті рівень фінансової інтеграції зростає, коли перехресне (міжсекторальне) середнє відхилення змінної, у даному разі процентної ставки, має тенденцію до зменшення. Якщо міжсекторальний розподіл прямує до однієї величини (точки), а стандартне відхилення до нуля, досягається повна інтеграція.

Важливо зазначити, що ці два показники конвергенції мають різний інформаційний зміст: присутність β -конвергенції не означає наявності σ -конвергенції. Причина полягає в тому, що середня реверсія не означає, що перехресна дисперсія зменшується з часом (насправді, β -конвергенція навіть може бути пов'язана з σ -дивергенцією). Тому розробниками методики було використано обидва поняття конвергенції для оцінки фінансової інтеграції.

Дослідники оцінили фінансову інтеграцію у ЄС в розрізі таких сегментів фінансового ринку, як кредитний ринок і ринок облігацій, ринку урядових зобов'язань, ринку іпотечних кредитів і ринок короткотермінових корпоративних позик на основі аналізу конвергенції процентної ставки через таку регресію:

$$\Delta i_{ct} = \alpha_c + \beta_{pre-emu} D_{pre-emu} i_{ct-1} + \beta_{post-emu} D_{post-emu} i_{ct-1} + \gamma_1 \Delta i_{ct-1} + \gamma_2 \Delta i_{ct-1} + \varepsilon_{ct}, \quad (1.3),$$

де c і t – країна й часовий проміжок, відповідно; α_c – умовна країна; $D_{pre-emu}$ та $D_{post-emu}$ – умовні змінні, які набувають значення 1, відповідно, до й починаючи з січня 1999 р. (та 0 в іншому разі); Δi – зміна у різниці (спреді) відповідної процентної ставки (спред обчислено як відхилення від відповідних ставок у Німеччині). Коефіцієнти лагової процентної ставки вимірюють швидкість конвергенції до ($\beta_{pre-emu}$) та після ($\beta_{post-emu}$) створення Європейського валютного союзу (ЄВС).

Усі отримані регресії мали від'ємне значення коефіцієнта β , що засвідчило наявність конвергенції, а величина значення β є прямим вимірюванням її швидкості у кожній країні. Бета-конвергенція дала змогу виміряти і порівняти фінансову інтеграцію різних сегментів фінансового ринку в різних періодах. Так, інтеграція виявилася високою для міжбанківської процентної ставки (3-місячної) і віддачі на 10-ти річні облігації, середньою для іпотечної ставки і найнижчою для корпоративної позикової ставки.

Загалом, конвергенція пришвидшилася після запровадження євро на всіх аналізованих ринках в середньому на 5%.

Інший індикатор фінансової інтеграції – σ -конвергенція – ґрунтується на перехресній дисперсії процентних ставок. На відміну від β -конвергенції, яка вимірює рівень наближення різних процентних ставок до однакового, усталеного значення, σ -конвергенція аналізує рівень фінансової інтеграції на певний момент часу. Для обчислення σ -конвергенції учені використали таку регресію:

$$sd(i)_t = (\alpha_{pre-emu} + \sigma_{pre-emu} t) D_{post-emu} + (\alpha_{post-emu} + \sigma_{post-emu} t) D_{post-emu} + \varepsilon_t, \quad (1.4),$$

де $sd(i)$ – перехресне стандартне середнє квадратичне відхилення кожної з чотирьох процентних ставок у періоді t .

Отримані результати засвідчили, що конвергенція є сильнішою на міжбанківському ринку та ринку державних облігацій і слабшою на ринках іпотечних та корпоративних позик. Окремі регресії для країн єврозони і для всіх країн ЄС дали змогу перевірити, чи була конвергенція в країнах зони євро швидшою, тобто чи конвергенція змінюється з часом ($\sigma_{pre-emu}$ і $\sigma_{post-emu}$ вимірюють σ -конвергенцію до та після введення євро). Довершена конвергенція (повна інтеграція) є тоді, коли нахил і перехресні коефіцієнти дорівнюють нулеві.

Отже, у цій моделі β -конвергенція – індикатор, що вимірює швидкість, з якою відбувається фінансова інтеграція, а σ -конвергенція вимірює рівень фінансової інтеграції в кожний момент часу. Перевагами використання β - та σ -конвергенцій для моніторингу інтеграції фінансового ринку є те, що обидва індикатори можуть бути щомісячно оновлені на підставі надійних статистичних даних Європейського центрального банку (ЄЦБ); вони нескладні для розрахунку і можуть бути використані для порівняльного аналізу різних національних ринків у різні проміжки часу. Тому логічно, що ЄЦБ вибрав саме цей метод для вимірювання інтегрованості найважливіших сегментів фінансового ринку об'єднаної Європи. Відповідні статистичні дані ЄЦБ публікує двічі в рік на своїй інтернет-сторінці [734], а звіт про перебіг процесу фінансової інтеграції – щорічно [709].

За результатами економічних досліджень Т. Шемет [524, с. 302] робить висновок, що індикатори фінансової інтеграції, які ґрунтуються на даних про ціни та прибутки, переважають над тими, основою яких є кількісні дані щодо запасів або потоків. Це можна пояснити тим, що: 1) статистичні дані про ціни є більш доступними й точними; 2) у контексті теорії вирівнювання цін такі індикатори мають чітку інтерпретацію, якої часто не вистачає для кількісних показників, розрахованих на підставі даних про потоки та запаси. Щоправда, кількісні індикатори, які характеризують запаси, доволі часто використовують у моделях портфельного інвестування.

Проте найчастіше рівень інтеграції у фінансовій сфері визначають все ж таки за кількісними критеріями, зокрема за обсягом капіталу, що надійшов у країну або перебуває за межами країн походження у формі іноземних активів, до яких зачисляють прямі й портфельні інвестиції, вимоги за банківськими та міждержавними кредитами (позиками). У 2001 р. обсяг капіталу, інвестованого за межами держав його походження, дорівнював розміру світового валового продукту, а іноземні активи в розвинених країнах становили майже 28 трлн дол. [367, с. 175]. У 2017 р., за оцінками Інституту міжнародних фінансів, надходження іноземного капіталу до країн, що розвиваються, сягнули 970 млрд дол. США (+35 % до попереднього року), а у 2018 р. перевищать 1 трлн дол. (уперше з 2014 р.). Очікують, що найбільшу вагу в них матимуть ПІІ (558 млрд дол., або 54 % до загального обсягу надходжень).

Наголосимо, що поворотним пунктом в інтеграції фінансових ринків став крах Бреттон-Вудської системи фіксованих валютних курсів у 70-х роках ХХ ст. та запровадження розвиненими країнами заходів з дерегулювання внутрішніх фінансових ринків. Саме послаблення центральними банками цих країн валютного контролю за переміщенням грошових коштів послугувало імпульсом до бурхливого зростання міжнародних потоків фінансового капіталу, проникнення його на внутрішні ринки країн-реципієнтів. Напрямок на лібералізацію доступу до внутрішніх фінансових ринків підтримав Міжнародний валютний фонд, що сприяло відповідним тенденціям у решті держав світу. Зазначені інституційні зміни в поєднанні з прогресом телекомунікацій значно знизили трансакційні витрати на виконання міжнародних торговельних та фінансових угод.

Ще однією важливою віхою в інтеграції фінансових ринків були 90-ті роки ХХ ст., коли послаблено державний контроль за внутрішніми та зовнішніми фінансовими угодами в більшості країн завдяки рішенням наднаціональних утворень – “Великої сімки”, Світової організації торгівлі (СОТ), Організації економічного співробітництва і розвитку (ОЕСР), Міжнародного валютного фонду та ін. Зокрема, одним з пунктів економічного комюніке саміту “Великої сімки” у Галіфаксі (1995) була вимога постійного заохочення країн-учасниць МВФ і Світового банку до усунення обмежень на міжнародне переміщення фінансового капіталу та запровадження вільного плавання валютних курсів.

Крім того, з початку 1990-х років МВФ рекомендував країнам, що розвиваються, дотримуватися макроекономічної політики так званого Вашингтонського консенсусу та посилив тиск на країни-учасниці щодо прийняття зобов’язань за статтею VIII статуту МВФ. Ця стаття забороняє вводити обмеження на здійснення платежів і переказів за поточними міжнародними операціями, брати участь у дискримінаційних валютних угодах, вдаватися до практики множинності валютних курсів. У 1996 р. з метою пришвидшення фінансової лібералізації МВФ увів у систему моніторингу за політикою країн-учасниць оцінку можливостей переміщення фінансового капіталу, яка була спрямована переважно на країни, що розвиваються, та розширив інформаційне сприяння державам, зацікавленим в інтенсифікації міжнародної інтеграції фінансових ринків.

У 1997 р. у рамках СОТ було підписано багатосторонню угоду про лібералізацію ринку фінансових послуг, згідно з якою країни, що приєдналися до угоди, зобов’язані через два роки забезпечити відкритість своїх внутрішніх ринків, зокрема, скасувати бар’єри на ринках банківських та страхових послуг і ринку цінних паперів, а також запровадити вільний доступ нерезидентів у банківський, страховий і фондовий сектори.

Ці новації сприяли швидкому розвитку транснаціоналізації фінансового посередництва, передусім банків і страхових компаній, які відкрили за кордоном власні філії чи створили дочірні установи й панують сьогодні на міжнародному фінансовому ринку. Особливо активно проникав іноземний банківський капітал на терени Східної Європи та Латинської Америки, де його частка зросла, відповідно, на 33,3 та 19,7 відсоткового пункту. На

загальному тлі міжнародної експансії транснаціональних банків вирізняються лише африканські країни, які не приваблюють іноземні банківські установи, тому їхня присутність тут навіть знизилась упродовж зазначеного десятиріччя. Порівняно замкненими залишилися банківські системи азійських країн, де іноземні активи зросли незначно, особливо це стосується держав Центральної Азії, де частка іноземних активів були на рівні 2 % [111, с. 36].

Отже, за умов відкритості економічних систем та посилення фінансової глобалізації зростає роль і значення фінансових посередників та міжнародних фінансових організацій. Фінансові посередники є рушійною силою у стимулюванні глобалізаційного розвитку національних фінансових ринків. Міжнародним фінансовим організаціям відведена роль регулювання світового валютно-фінансового ринку, запровадження правил і процедур та визначення вимог (нормативів) до фінансових посередників. Найвідомішими є вимоги до банків “*Basel-1, 2, 3*” та до страхових компаній “*Solvency-1, 2*”, а також щодо стандартизації національної фінансової звітності. Стандартизація фінансових статистичних даних різних країн відбувається з ініціативи МВФ, тоді як спільні вимоги до бухгалтерського обліку для суб’єктів господарювання розробляє і запроваджує Рада з міжнародних стандартів. Зокрема, Спеціальний стандарт поширення даних (*Special Data Dissemination Standard*) МВФ затвердив у березні 1996 р. з метою поліпшення координації макроекономічної політики та забезпечення стабільного функціонування національних фінансових ринків. Приєднання до стандарту й поширення даних є добровільним. Україна приєдналася до нього у 2003 р. [271]. Цей документ визначає параметри даних (охоплення, періодичність, своєчасність), вимоги до їхньої доступності, достовірності та якості.

Зазначимо, що загалом наслідки міжнародного переміщення фінансового капіталу для країн-експортерів та країн-імпортерів різноманітні й суперечливі. Неконтрольоване переливання грошового капіталу може спричиняти порушення рівноваги платіжних балансів держав і зумовлювати суттєві коливання валютних курсів. Проте усунення бар’єрів для вільного переміщення фінансового капіталу вигідне світу загалом і тим економічним суб’єктам, для яких це дає додаткові можливості, проте завдає шкоди тим, для яких означає жорсткішу конкуренцію.

Наголосимо, що теоретичні й практичні проблеми мотивації міжнародного переміщення фінансового капіталу завжди посідали чільне місце в системі наукових досліджень практично всіх економічних шкіл і течій, і на сучасному етапі постіндустріального розвитку суспільства вони не втратили своєї актуальності. Для будь-якої відкритої господарської системи залучення грошових коштів іноземних заощадників задля фінансування розвитку національної економіки завжди буде об'єктом пильної уваги науковців і практиків, адже на кожному етапі соціально-економічного розвитку формується специфічне бачення економічної природи мотивів міжнародного переміщення фінансового капіталу.

Більшість дослідників пов'язує мотиви цього процесу з перевагами вкладення заощаджень в інші країни, зокрема, з низькою вартістю факторів виробництва, з необхідністю виходу на нові ринки або уникнення торгових бар'єрів. Мотиваційна природа міжнародного переміщення грошового капіталу ґрунтується на вільній конкуренції і намаганні отримати прибуток. Переважно заощадники розміщують грошові кошти за кордоном з метою отримання вищих прибутків, ніж на внутрішньому фінансовому ринку. Загалом на міжнародне переміщення фінансового капіталу впливає стан розвитку світової економіки, національних товарних і фінансових ринків [222], світової валютної системи, міжнародної фінансової інфраструктури.

Розділ 2

МЕТОДОЛОГІЯ ДОСЛІДЖЕННЯ ФІНАНСОВОГО РИНКУ

2.1. Методологічні підходи до дослідження фінансового ринку

Однією з найгостріших проблем національної економіки України є нестача фінансових ресурсів практично в усіх її секторах. У сучасних умовах її практично неможливо вирішити без високоліквідного й стабільного фінансового ринку, що передбачає необхідність розроблення й відповідне наукове обґрунтування стратегії його реформування. Концептуалізація нової стратегії потребує всебічного висвітлення стану вітчизняного фінансового ринку, оскільки сьогодні у фінансовій сфері економіки відбувається чи не найбільше інноваційних та організаційно-технічних змін у русі фінансових ресурсів, особливо в умовах глобалізаційних процесів. Це зумовлює необхідність розроблення теоретико-методологічних положень та методичних підходів до оцінки стану фінансового ринку як невід'ємної складової фінансової системи.

З погляду сучасної науки будь-яке дослідження є процесом пізнання, що передбачає використання різноманітних підходів і методів для всебічного вивчення його об'єкта та предмета. Отримання достовірних наукових результатів безпосередньо залежить від вихідної філософсько-теоретичної позиції, сукупності використовуваних принципів та методів, визначення мети і завдань дослідження й організації наукового пошуку. У міру розвитку науково-технічного прогресу змінюються підходи до організації процесу наукового пізнання та вибору конкретних його методів, які визначають теоретичне і практичне сприйняття реальності, що знову ж таки актуалізує потребу її дослідження.

У науковій та професійній літературі [37, с. 93–95; 55, с. 18; 242, с. 63–65; 274, с. 71–72; 319, с. 25; 447, с. 5; 486, с. 374–375; 514, с. 78; 543, с. 13–14] поняття “методологія наукового дослідження” найчастіше трапляється у вузькому значенні, і його тлумачать так: сукупність методів пізнання; система принципів наукового дослідження, основоположних ідей; правила, операції, які застосовують у певній сфері дослідження; вчення про правила мислення в разі створення теорії науки та організацію діяльності; наука про структуру,

логічну організацію, методи і засоби дослідження; схема й план вирішення поставлених наукових і практичних завдань. У ширшому значенні під методологією розуміють комплекс теоретичних положень, концептуальних ідей, логічний виклад мети і змісту дослідження, підбір методів, прийомів і форм організації та проведення наукового пізнання сформульованої проблеми [38, с. 19]. Заслуговує на увагу тлумачення методології О. Гуторовим [101, с. 46–47] як різновиду раціонально-рефлексивної свідомості, що спрямована на вивчення, удосконалення та конструювання методів. Основне призначення методології – виявлення й усвідомлення рушійних сил, передумов і закономірностей розвитку наукового пізнання, забезпечення використання нових знань у практичній діяльності за умов сьогодення та в найближчій перспективі. Отже, методологія – це особлива технологія наукового пізнання.

На сучасному етапі розвитку людської цивілізації методологія наукового пізнання будь-якого явища, процесу чи окремого об'єкта є своєрідним ученням про систему апробованих принципів, підходів і методів науково-пізнавальної діяльності, про її форми, структуру та функції, що передбачає розроблення відповідних прийомів і способів дослідження в конкретній галузі знань. Загальноприйнято наукові пошуки розпочинати з визначення мети, завдань, об'єкта і предмета дослідження. У меті, зазвичай, визначають предмет і об'єкт дослідження, а також такі важливі елементи: 1) завдання для науки (теоретичний результат); 2) завдання для практики (практичний результат); 3) результати дослідження для економіки країни (проблема, що вирішується) [446, с. 329–330]. Тому цілком доречно визначити мету як стратегічну ціль, досягненню якої присвячене дослідження загалом і всі його структурні частини, а окремі завдання – як її локальні питання, оскільки вони є складовими мети та її деталізують. Об'єкт дослідження – це процес або явище, що має реальне вираження й обране для вивчення. Предмет дослідження є частиною об'єкта, отже, ним зумовлений та охоплює окремі відносини, що підлягають безпосередньому вивченню і є важливими для конкретного процесу пізнання. Іншими словами, предмет відображає певні властивості, особливості та функції об'єкта, на вивчення яких спрямоване дослідження. У нашому випадку об'єктом дослідження є інституційна структура фінансового ринку України та її окремі складові в контексті глобальних процесів формування світового фінансового простору,

а предметом – теоретико-методологічні, методичні та прикладні аспекти ринкових механізмів організації руху фінансових ресурсів (рис. 2.1).



Рис. 2.1. Структурні складові методології дослідження фінансового ринку
Джерело: розроблено автором.

Водночас цільову спрямованість (напрями) дослідження визначають його мета і завдання (рис. 2.2). Зазвичай, процес наукового пізнання

починають з визначення сутності об'єкта, його економічної природи та функцій, а відтак з'ясовують закономірності й суперечності розвитку з диференціацією на загальні, що властиві йому як єдиному цілому, і специфічні, що характерні лише для окремих його сегментів або учасників (суб'єктів).

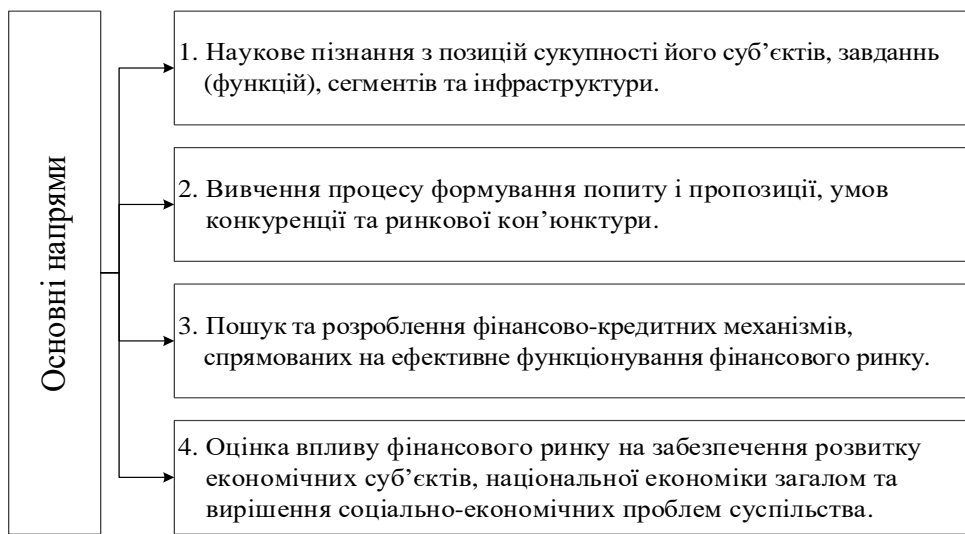


Рис. 2.2. Напрями дослідження фінансового ринку

Джерело: розроблено автором.

Одним із завдань (напрямів) може бути оцінювання поточного стану (кон'юнктури) і формування перспективних характеристик розвитку фінансового ринку. Наприклад, дослідження кон'юнктури дає змогу фінансовим посередникам оцінити своє місце на ринку, визначити особливості та рівень конкуренції, співвідношення попиту й пропозиції, а відтак розробити власну стратегію і тактику фінансової діяльності й ухвалити раціональні управлінські рішення.

Дослідження фінансового ринку може бути пов'язане також з пошуком та розробленням новітніх фінансово-кредитних механізмів, які передбачають вибір і застосування відповідних інструментів, їхнє вдосконалення з метою підвищення ефективності його функціонування або посилення впливу на розвиток національної економіки. Сучасний стан фінансового ринку та національної економіки, необхідність вирішення особливо гострих соціальних проблем суспільства зумовлює потребу в пошуку нових підходів

до управління фінансовими ресурсами практично в усіх секторах економіки та фінансової системи, що спонукає дослідників зосередити увагу на вдосконаленні державного регулювання фінансового ринку, а також його спрямуванні на підтримку соціально-економічних перетворень у країні.

Як і будь-яке інше, дослідження фінансового ринку розпочинається зі спостереження та нагромадження фактів або результатів експериментів. Унаслідок підготовчої роботи економічна діяльність стає відомою, проте ще не пізнаною. Збирання фактів називають описовою, або емпіричною, наукою. Для пізнання взаємозалежностей економічних явищ, виведення законів, теорій, принципів необхідний економічний аналіз [9, с. 26], який називають логічним, або теоретичним, рівнем пізнання.

Економічний аналіз можна виконувати за двома напрямками: 1) від фактів до теорії (індуктивний метод передбачає систематизацію, тлумачення й узагальнення зібраної інформації); 2) від теорії до фактів (дедуктивний метод – застосовуючи логіку або інтуїцію, спираючись на випадкове спостереження, дослідник може сформулювати попередньо неперевірену теорію, тобто гіпотезу). Спосіб перевірки гіпотези на правильність називають верифікацією, а на помилковість – фальсифікацією. Для перевірки гіпотези важливо багаторазово дослідити відповідні факти [9, с. 26]. У разі якщо факти не підтверджують гіпотези, вона однаково має позитивне значення, оскільки визначає шлях, яким не варто рухатись. Індукція й дедукція – це взаємодоповнювані, а не протилежні методи економічного аналізу. Сформульовані дедуктивним методом гіпотези слугують орієнтиром під час збирання й систематизації емпіричних даних. Водночас певні уявлення про реалії економіки є передумовою формування змістовних гіпотез.

Науковими гіпотезами для фінансового ринку можуть бути різноманітні твердження, наприклад, про: 1) пряму залежність рівня соціально-економічного розвитку країни від фінансового ринку; 2) спроможність фінансових інституцій акумулювати і спрямовувати кошти на забезпечення передусім національних інтересів – фінансування сталого й динамічного інноваційно-інвестиційного розвитку країни задля досягнення синергетичного ефекту. Для підтвердження цих гіпотез та отримання достовірних результатів необхідно дотримуватися відповідних методологічних принципів, чітко обґрунтовувати вибір тих чи інших методів,

підходів та інструментарію дослідження фінансового ринку. На наш погляд, дослідження фінансового ринку повинні ґрунтуватися на дотриманні таких методологічних принципів:

- системності – передбачає розгляд фінансового ринку як складної системи, що взаємодіє з зовнішнім і внутрішнім середовищем. Особливе місце посідають системоутворювальні внутрішні зв'язки, що впливають на формування структури системи, її організацію та забезпечують цілісність, функціональність і загальну впорядкованість. Фінансовий ринок як складна динамічна система, з одного боку, є системою серед собі подібних, а з іншого, – підсистемою складнішої системи [474, с. 261], тобто фінансової системи національної економіки. Тому під час дослідження складних систем потрібно враховувати не лише взаємозв'язки між елементами всередині системи, а й зв'язки з іншими системами, що формують зовнішнє середовище;
- комплексності – всебічне дослідження причинно-наслідкових залежностей, вхідних параметрів, їхньої зміни та розвитку в межах досліджуваного об'єкта в просторі та часі, що передбачає використання системи показників, за якими потрібно оцінювати фінансовий ринок. На нашу думку, для цього за основу доцільно взяти систему індикаторів, розроблену співробітниками групи Світового банку [766]. Її автори розділили всі показники на три групи: розвитку банківського, небанківського та фондового ринків; розміру і ефективності фінансового сектора загалом та у розрізі його сегментів; структури фінансового ринку та її правові, регуляторні, податкові й макроекономічні детермінанти. Використання методики МБРР дасть змогу об'єктивно оцінити стан і виявити закономірності розвитку фінансового ринку в Україні за досліджуваний період та виконати порівняльний аналіз з іншими країнами. Зазначимо, що принцип комплексності тісно пов'язаний з принципом системності і певною мірою його доповнює та розширює;
- єдності теорії і практики – передбачає поєднання теоретичних напрацювань та їхню апробацію в реальному житті, що дає змогу перевірити теоретичні механізми й інструменти забезпечення розвитку ринку на практиці, тобто оцінити відповідність прогнозованих результатів реальній дійсності;

- об'єктивності – передбачає підбір наукових підходів та засобів, що допомагають отримати істинне знання про об'єкт дослідження. Зокрема, це стосується обґрунтованості вибору вихідних даних, які б чітко та достеменно характеризували процеси функціонування фінансового ринку; а також потребує дотримання єдності та несуперечності дослідницьких дій, їхньої послідовності й на основі доконаних фактів формулювання достовірних висновків. Рівень об'єктивності залежить від того, наскільки всебічно досліднику вдалося обґрунтувати ймовірні варіанти вирішення поставленого завдання, з'ясувати альтернативні підходи до оцінки й аналізу досліджуваних процесів;
- еволюції (розвитку, історичності) – характеризує кількісні та якісні зміни об'єкта, імовірні варіанти його трансформацій, що дасть змогу дослідити виникнення, формування та розвиток процесів і подій у хронологічній послідовності через виявлення закономірностей та суперечностей. Річ у тім, що будь-яка система, зокрема й фінансовий ринок, перебуває у постійному розвитку та динаміці, генерує в собі нові характеристики, які впливатимуть на стійкість та ефективність. Наприклад, фінансовий ринок нарощує свої внутрішні захисні механізми, а фінансові посередники вдосконалюють інструментарій моделювання й управління ризиками, беручи до уваги різні умови розвитку зовнішнього і внутрішнього середовища; також відбувається вдосконалення механізмів державного регулювання різноманітних процесів для забезпечення сприятливих умов стосовно його функціонування як системи загалом, так і в розрізі окремих сегментів. На наш погляд, цей принцип є одним з найважливіших, оскільки дає змогу виконати періодизацію етапів становлення вітчизняного фінансового ринку, з'ясувати передумови, схарактеризувати еволюцію чинників його розвитку та динаміку кон'юнктури й визначити подальший поступ (еволюцію).

Отже, дослідження фінансового ринку, закономірностей і суперечностей його розвитку передбачає певний підбір складових методології дослідження (принципів, підходів, методів, інструментарію тощо), за допомогою якої можна отримати нові знання як на емпіричному, так і на теоретичному рівнях пізнання. Водночас сам вибір або розроблення нових методів дослідження залежить від мети і завдань, тобто специфіка наукової

діяльності здебільшого визначена методами або конкретними способами досягнення позитивного результату. Зазначимо, що термін «метод» (μέθοδος) походить з грецької мови й означає шлях дослідження, спосіб організації теоретичного й практичного пізнання дійсності, сукупність певних правил, способів, прийомів, норм та дії. Задля дотримання наведених вище принципів та отримання наукових результатів для дослідження фінансового ринку доцільно використовувати такі методи (табл. 2.1).

Таблиця 2.1

Методи дослідження фінансового ринку

Група	Вид	Застосування
1	2	3
Теоретичні	Теоретичного узагальнення	Формулювання наукових положень і уточнення термінологічного апарату
	Наукової абстракції	
	Індукції та дедукції	
	Аналізу й синтезу	
	Логічний	
	Деталізації	
	Ієрархічний	Зіставлення наукових підходів щодо розуміння економічних категорій та понять
Емпіричні	Системно-структурний	Визначення внутрішньої структури фінансового ринку та взаємозв'язку між його складовими
	Аксіологічний	
	Систематизації	Аналіз стану і тенденцій розвитку фінансового ринку загалом та в розрізі його складових, оцінювання впливу ринку на характеристики фінансової системи та соціально-економічний розвиток держави
	Групування	Ретроспективний аналіз еволюції фінансового ринку
	Порівняння	
	Елімінування	
	Історичний	Аналіз закономірностей і суперечностей функціонування фінансового ринку
	Спостереження	
	Діагностування	
	Контент-аналіз	З'ясування характеру розвитку фінансового ринку
	Праксиметричний	Визначення організаційно-функціонального статусу учасників фінансового ринку

Закінчення таблиці 2.1

1	2	3
Економетричні	Економіко-статистичні методи збирання й опрацювання інформації, порівняння, узагальнення	Аналіз динаміки та прогнозування показників фінансового ринку
	Лінійного програмування	
	Теорії множин	
	Математичної логіки	
	Нечіткої логіки	
	Системно-динамічного моделювання	Визначення причинно-наслідкових зв'язків між чинниками і результатами функціонування фінансового ринку
Побудови індикаторів	Порівняння з еталонним значенням	Нормування значень статистичних показників функціонування фінансового ринку
	Головних компонент	Визначення вагових коефіцієнтів показників
	t-критерію	Розрахунок та обґрунтування граничних значень показників
	Інтегрального оцінювання та теорії факторного аналізу	Побудова інтегральних показників, які комплексно характеризують функціонування фінансового ринку
Комбіновані	Компаративний	Аналіз практики регулювання фінансових ринків у країнах світу та в Україні
	Графічно-картографічний	Наочне зображення результатів аналізу показників фінансового ринку
	Абстрактно-логічний	Узагальнення результатів і підведення підсумків
	Графічно-картографічний	Наочне зображення результатів аналізу показників фінансового ринку
	Абстрактно-логічний	Узагальнення результатів і підведення підсумків
Експертні	Експертних оцінок	Оцінка чинників впливу на функціонування фінансового ринку
	Мозкового штурму	Розроблення механізмів та інструментів розвитку фінансового ринку

Джерело: таблицю складено автором на основі: [37; 38; 55; 101; 242; 274; 319; 447].

З огляду на різноманітність методів та інструментів для цілісного дослідження фінансового ринку необхідне їхнє поєднання та комплексне застосування в межах усталених загальнонаукових методологічних підходів – системного, інституційного, синергетичного, біхевіористського та програмно-цільового.

Традиційно, досліджуючи актуальні проблеми, що зазнають складних, різноспрямованих впливів зовнішніх чинників і відрізняються багатоваріантністю ендогенних умов розвитку, учені використовують системний підхід, який дає змогу комплексно їх вирішувати та розглядати об'єкт пізнання як цілісну систему, яка складається із взаємопов'язаних частин і множини елементів та взаємодіє з зовнішнім середовищем як єдине ціле [484, с. 584]. У цьому контексті фінансовий ринок доцільно розглядати як велику (з огляду на значну кількість його елементів та різноплановість їхніх функцій), складну (цілеспрямоване й узгоджене обґрунтування різних мотиваційних чинників фінансового ринку), дисипативну (бо можуть спонтанно виникати нові типи структур, відбувається перехід від хаосу до порядку), відкриту (оскільки взаємодіє з зовнішнім середовищем і вступає у взаємовідносини з іншими системами), динамічну (має множину всіляких змін поведінки) систему, стійкість та цілісність якої забезпечена сукупністю внутрішніх і зовнішніх зв'язків.

Зазначимо, що для фінансового ринку як системи характерне таке: багатокомплексність (сукупність елементів – складових системи); динамічність (взаємна залежність кожного елемента системи від іншого, а також залежність властивостей цих елементів у системі від їхнього розташування в ній, виконуваних функцій та інших параметрів); емерджентність (наявність у системі особливих властивостей, не характерних для її підсистем та елементів; сума властивостей системи не збігається з сумою властивостей усіх її складових, тобто неможливість визначення з властивостей складових елементів властивостей системи загалом); структурність (залежність поведінки системи від поведінки її окремих елементів, їхніх властивостей і структури); ієрархічність (кожна ланка, з одного боку, є більш обмеженою структурною системою, а з іншого, – частиною ширшої системи); множинність підходів до вивчення кожного елемента системи

через принципову складність їхньої структури і властивостей; залежність від чинників внутрішнього і зовнішнього середовища, під впливом яких система проявляє та змінює свої властивості.

Отже, фінансовий ринок є складною, динамічною та відкритою системою, яка поєднує в собі як просторові, так і часові характеристики, концентрує різні рівні зв'язків та відносин, має певні закономірності розвитку, відображає минуле (сукупність властивостей, нагромаджених системою в процесі її становлення), поєднує (чергує) стійкі та мінливі стани, що визначають її функціональні можливості та перспективні напрями розвитку.

Іншим методологічним підходом, який доцільно використати в процесі дослідження фінансового ринку, є інституційний, оскільки сьогодні на цьому ринку взаємодіє значна кількість різноманітних інститутів, діяльність яких прямо або опосередковано впливає на процес і результати його функціонування [445, с. 201–203]. З огляду на це виникає об'єктивна необхідність виконання інституційного аналізу (дослідження взаємовідносин між інститутами і правил, які їх регулюють) як передумови ефективного розвитку фінансового ринку загалом і в розрізі його сегментів.

Принциповим для інституційних досліджень є розуміння того, що процес задоволення потреб економічних суб'єктів має еволюційну структуру, яка характеризує етапи утворення певного інституту: виникнення потреби, задоволення якої неможливе без сумісних організованих дій; узгодження спільних цілей учасниками фінансового ринку; розроблення нових фінансових норм і правил; формування процедур, пов'язаних з їхнім дотриманням; інституціоналізація норм, правил і процедур, тобто їхнє практичне застосування; запровадження системи санкцій для підтримки норм і правил, диференційованість їхнього застосування в окремих випадках; створення системи статусів і ролей, які охоплюють усі інститути фінансового ринку. Зазвичай, інституційні зміни відбуваються під впливом різних причин, зокрема можуть бути: еволюційно-генетичним продовженням та спадкоємним розвитком (Дж. Ходжсон, Е. Скрепанті); наслідком впровадження нових досягнень науки і техніки (Дж. Гелбрайт, Я. Тінберген та ін.); результатом зміни в системі власності (Р. Коуз, Р. Познер та ін.) [339, с. 217].

Інституційний підхід відрізняється від інших таким: досліджує економіку лише як частину соціальної системи і розглядає культуру, науку,

економіку, політику та інші сфери подібними, взаємопов'язаними і рівноправними; заперечує принцип оптимізації, тобто інститути (фінансові посередники чи інші суб'єкти господарювання) є результатом дії правил поведінки і соціальних норм, а не створені з метою максимізації цільової функції (прибутку); інтереси суспільства первинні, а дії окремих суб'єктів значною мірою зумовлені ситуацією в економіці загалом, а не навпаки. Також цей підхід розглядає національну економіку як систему, що еволюціонує, і заперечує можливість тривалого стану її рівноваги; відкидає концепцію раціональної людини, яка керується винятково корисністю, оскільки неможливо врахувати всі чинники, що впливають на поведінку людини, а тому дії індивіда спрогнозувати теж неможливо; динаміка ціни (процентної ставки) на фінансовому ринку залежить не тільки від попиту, пропозиції, економічної кон'юнктури, а й від позаекономічних (інституційних) чинників; завдання економічної науки полягає в тому, щоб дати рекомендації, обґрунтувати рецепти відповідних змін у поведінці, політиці, суспільній свідомості, а не тільки в тому, щоб зрозуміти систему взаємозв'язків і скласти прогноз. Отже, інституційний підхід дає змогу надати розширену характеристику взаємовідносинам на фінансовому ринку, обґрунтувати та сформулювати виважену модель його державного регулювання, що сприятиме повнішому задоволенню фінансових потреб економічних суб'єктів.

Водночас аналіз розгалуженої інституційної структури фінансового ринку потребує також застосування синергетичного підходу, який став підсумком пошуку нових методів пізнання наприкінці 1980-х років і сьогодні є важливим інструментом інтерпретації результатів наукових пошуків. Загалом синергетика (від грец. *synergetikos* – спільний, погоджений, який діє сумісно) – це міждисциплінарна наука (яку іноді називають фізичною економікою), що вивчає процеси виникнення і самоорганізації, розвитку та розпаду систем різної природи, у тому числі економічних [138, с. 26].

Використання синергетичного підходу в дослідженні фінансового ринку як відкритої, самоорганізованої, нелінійної економічної системи вбачаємо в акцентуванні на постійній взаємодії її елементів між собою та з зовнішнім середовищем, що впливає на його розвиток. У цьому контексті інструментарій синергетичного підходу дає змогу вивчати “нелінійні ефекти

еволюції системи, кризи²⁸ і біфуркації²⁹ [71, с. 34–35]. Однозначно спрогнозувати, до якого стану і коли дійде система, що еволюціонує, неможливо, бо в разі переходу через точку біфуркації (точка, в якій виникає невизначеність) незрозумілою стає подальша поведінка системи: чи вона перейде у вищий, більш організований рівень упорядкованості, чи стан системи стане хаотичним. Самоорганізація системи виявляється під час переходу її з одного стану до іншого, тобто порядок виникає з хаосу, і навпаки.

У процесі розвитку фінансового ринку, який обмежений, наприклад, одним економічним циклом, точкою біфуркації буде пік банківського кредитування або фондової активності, після якого настає або хаос – фінансова криза, або, завдяки успішній монетарній політиці відбувається стримано-стимулювальний розвиток економіки через регулювання центральним банком обсягів надходження коштів на ринок. Синергетичний ефект від впливу інструментів монетарної політики або інших процесів на фінансовий ринок складається з загальної сукупності їхніх результатів (дії), які, зазвичай, взаємопов'язані й відтак посилюють дію один одного. Для отримання максимального синергетичного ефекту необхідно, щоб усі індивідуальні ефекти були тісно пов'язані між собою єдиною метою [265, с. 72].

З іншого боку, синергетичний підхід уможливорює розгляд фінансового ринку як структури, яка складається з багатьох окремих елементів – сегментів ринку, сумарний ефект від взаємодії яких переважає ефект кожного окремого сегмента, унаслідок чого він набуває властивостей, яких не мають окремі сегменти. Тобто фінансовий ринок як сукупність окремих сегментів функціонує набагато ефективніше (повніше забезпечує фінансові потреби економічних суб'єктів), ніж окремі його сегменти, а стійкість та ефективність його як системи перевищуватиме стійкість й ефективність навіть найсильніших ланок, узятих окремо.

Отже, застосування синергетичного підходу як методологічної платформи дослідження фінансового ринку є виправданим з огляду на таке: а) чинники впливу або причини появи певних процесів на ринку не завжди підпорядковані лінійним законам і, відповідно, не завжди піддаються

²⁸ Нестійка фаза існування, яка передбачає множинність сценаріїв подальшого розвитку.

²⁹ Процес якісного переходу від стану рівноваги до хаосу або порядку, більш вищого ступеня організації і розвитку через послідовні достатньо малі збурення (флуктуації) [71, с. 35].

аналізу з використанням простих лінійних моделей; б) відкритим системам (до яких зачисляємо й фінансовий ринок) властиві процеси самоорганізації, аналіз яких виходить за межі традиційних наукових підходів; в) хаос, який виникає на ринку, є свідченням “хворобливого стану”, а це означає, що попередній стан системи з її функціональними відносинами між елементами розпадається, і на її основі починають формуватися нові цілісні утворення; в) цей підхід дає змогу віднайти ефективні способи управління й координації розвитку досліджуваних систем та їхніх складових.

Водночас традиційні підходи, які ґрунтуються на раціональній поведінці та граничному аналізі, не завжди давали змогу пояснити ухвалені економічними суб’єктами фінансові рішення. Нераціональні рішення, зазвичай, є наслідком асиметричності інформації, обмеження когнітивних ресурсів для її опрацювання або емоційного напруження [572, с. 11–13]. Тому для дослідження поведінки учасників фінансового ринку вчені розробили відповідну методологічну основу – поведінковий (біхевіористський) підхід, використання якого поряд з традиційними забезпечує повніше пізнання процесу ухвалення фінансових рішень з урахуванням впливу поведінкових чинників на фінансові відносини за сучасного розмаїття економічних інтересів і фінансових інструментів.

Вихідними положеннями економістів-біхевіористів для обґрунтування гіпотез є такі: для фінансових ринків характерні аномалії та періодичні кризи, зумовлені психологічними чинниками; конфлікти цілей економічних суб’єктів є перманентними, що пояснюють суб’єктивними преференціями учасників фінансових відносин; інформація між учасниками фінансових відносин розподіляється асиметрично; ілюзорна через ментальні й психологічні чинники поведінка окремих суб’єктів фінансових відносин видається їм раціональною, що веде до колективної нераціональності; фінансові рішення доволі часто ухвалюють під впливом емоцій; індивіди набагато більше часу витрачають на прийняття маловажливих рішень.

Верифікація однієї з гіпотез дала змогу Д. Канеману та А. Тверські [746] сформулювати так звану теорію перспектив (*prospect theory*) – нову теорію очікувань, або теорію вибору. Один із постулатів цієї теорії такий: індивіди є більш чутливими до втрат, ніж до вигравів. Це означає, що для економічних суб’єктів важливіше уникнення збитків, ніж отримання

прибутків. Саме тому суб'єкти господарювання більше енергії та інвестицій спрямовують на недопущення збитків, а не отримання прибутків. Окрім того, індивіди готові витримувати набагато вищі ризики для збереження ситуації (*status quo*) порівняно з ризиками, пов'язаними з її зміною.

Згідно з цим підходом, економічним суб'єктам притаманна обмежена раціональність, тобто висновки теорій раціональних очікувань та ефективності ринків неповною мірою відображають реальність. Водночас, на думку М. Вебера [850], біхевіористський підхід не заперечує інших, а лише їх доповнює. У межах цього підходу Р. Тейлер [831] виділяє навіть окремий напрям – біхевіористські фінанси як “open minded finance”, тобто “неупереджені фінанси”, які досліджують вплив інформації на поведінку учасників фінансового ринку за різних умов з метою прогнозування їхньої поведінки та управління нею [470, с. 106]. Підсумком досліджень за цим напрямом стало виявлення характерних для поведінки учасників фінансового ринку закономірностей, зокрема: зайва самовпевненість та ілюзія управління ситуацією; переоцінка можливостей свого впливу на майбутню ситуацію; евристичні помилки та небажання їх визнавати; ефект стадної поведінки (небажання брати відповідальність на себе й ухвалювати самостійні рішення); когнітивний дисонанс (недооцінка важливої інформації через зацикленість на поточних прогнозах); недооцінка можливостей конкурентів.

Зрештою, для вдосконалення механізмів акумулювання та перерозподілу коштів, у тому числі й за допомогою фінансового ринку можна використовувати і програмно-цільовий підхід, який реалізується у формі розроблення державних, регіональних та галузевих програм. Його суть полягає в тому, що за результатами проведеного аналізу з використанням зазначених вище підходів під час розроблення стратегій, концепцій, засад тощо державної політики необхідно чітко визначати цілі й орієнтири, а також механізми (комплекс заходів) і терміни їхнього досягнення.

Загалом до переваг програмно-цільового підходу належать: формалізація зобов'язань держави або окремих її інституцій перед суспільством; визначення пріоритетних напрямів розвитку національної економіки, у тому числі й фінансового ринку та формування середовища для стабільного його функціонування; підвищення наукової і практичної обґрунтованості системи економічних та організаційних заходів і в підсумку – ефективності

державної політики завдяки її спрямованості на стратегічні, а не випадкові цілі та кон'юнктурні дії; залучення зацікавлених економічних суб'єктів до розроблення програм, що дає змогу повніше враховувати їхні потреби й інтереси, об'єднати зусилля та ресурси, що зменшить терміни досягнення поставлених цілей. Програми, як засоби реалізації державної політики, слугують каталізатором розвитку об'єкта, на який спрямовані, у нашому разі – фінансового ринку.

Для досягнення визначеної мети та завдань дослідження, на нашу думку, потрібне комплексне застосування зазначених підходів, що дасть змогу глибше пізнати це складне економічне явище, дати об'єктивну оцінку сучасним тенденціям розвитку фінансового ринку, чітко виокремити проблеми його функціонування й обґрунтувати пріоритетні напрями та механізми забезпечення його розвитку в умовах глобальних, гібридних загроз і викликів.

Безумовно, подальше дослідження функціонування фінансового ринку з позиції сучасної методології передбачає виділення таких його етапів: теоретичного, методологічного, аналітичного, науково-експериментального і практичного. На першому етапі на підставі аналізу наукових праць з'ясовують його зміст, функції, структуру, сегменти та їхню роль у системі фінансових відносин, а також новітні форми й технології купівлі–продажу коштів, розкривають зміст і складові інфраструктури фінансового ринку.

На другому етапі відображають методологічну основу дослідження фінансового ринку, у межах якої зазначають принципи і методи, які використано під час з'ясування закономірностей, суперечностей і процесів його функціонування й розвитку. Під час їхнього висвітлення в методологічній основі дослідницьких праць потрібно не просто наводити перелік загальнонаукових та специфічних методів і принципів, а відобразити їх у тісному взаємозв'язку з досліджуваними явищами та процесами, зазначаючи, які аспекти об'єкта (у нашому випадку – фінансового ринку) було досліджено тим чи іншим методом. Завдяки цьому можна переконатися в логічності вибору саме цих, а не інших методів пізнання. Коректний вибір методології дослідження фінансового ринку дає змогу отримати максимально об'єктивну, повну, систематизовану інформацію про ринок та його сегменти і їхні закономірності. На цьому етапі відбувається формування авторського науково-методичного підходу до аналізу функціонування фінансового ринку.

На третьому етапі на засадах власного бачення (розробленого науково-методичного підходу) доцільно сформувати перелік показників та оцінити за їхньою допомогою стан і тенденції розвитку фінансового ринку, його кон'юнктуру. Це допоможе виявити суперечності та проблематику сучасного стану фінансового ринку. Водночас доцільно дослідити інституційну структуру фінансового ринку способом виділення й обґрунтування характеру економічних відносин між його суб'єктами, регуляторами та іншими зацікавленими сторонами (стейкхолдерами), що дасть змогу розробити нові й удосконалити наявні механізми управління.

Четвертий етап передбачає моделювання впливу фінансового ринку на соціально-економічний розвиток країни та результати діяльності окремих економічних суб'єктів через використання економіко-математичних методів, а також оцінку його значимості в системі економічних відносин. Тут за допомогою статистично-математичного інструментарію доцільно перевірити висунуті гіпотези та виконати порівняльний аналіз моделей організації функціонування національних фінансових ринків.

На п'ятому етапі відбувається узагальнення наукових результатів і формування практичних рекомендацій за підсумками дослідження. У межах цього етапу розробляють концептуальні підходи, а також обґрунтовують пріоритетні напрями, механізми й організаційно-економічні заходи для забезпечення розвитку фінансового ринку в складі фінансової системи.

Наголосимо, що особливістю сучасної епохи є визначальний вплив науки та її досягнень на всі складові суспільного життя. Формування нових механізмів і моделей організації економіки, поява невідомих досі явищ і процесів зумовлює потребу в розробленні нових методів та інструментів пізнання, випереджальному розвитку науки порівняно з іншими видами діяльності. Сьогодні для виконання поточних управлінських завдань та успішного вирішення складних проблем необхідно володіти не лише певним обсягом фундаментальних і спеціальних знань, новітніми інформаційними технологіями, а й відповідною сучасною методологією наукового дослідження.

Зазначимо, що розбудова ринкових відносин в Україні спричинила докорінні зміни у вітчизняній економічній системі: з'явилися нові фінансові інститути, послуги (продукти), урізноманітнилися зв'язки економічних

суб'єктів, а впровадження інформаційних технологій пришвидшило інтеграцію національної економіки у світове господарство. Загалом за умов цифрової економіки зріс рівень взаємозалежності країн і сформувався єдиний світовий економічний простір, який є найдинамічнішою складовою загального процесу глобалізації й відіграє щораз більшу роль у розвитку людської цивілізації. У контексті розглянутого зауважимо, що найшвидше інтеграція країн відбувається власне у фінансовій сфері внаслідок зростання масштабів міжнародного переміщення фінансового капіталу в різних формах через національні фінансові ринки, що змінило їхню структуру, інструменти й навіть самих фінансових посередників через конвергенції їхніх функцій і форм діяльності.

Отже, процес функціонування та розвитку фінансового ринку – це безперервні, динамічні та багатопланові організаційно-структурні (зміна внутрішньої інституційної будови та системи зв'язків між його сегментами) й функціональні (зміна інституційних функцій і завдань) перетворення, які відбуваються за певної невизначеності та мінливості, що зумовлені постійною дією чинників, які не завжди піддаються чіткій формалізації та кількісній оцінці, з огляду на це проблематика його дослідження має багатоаспектний та міждисциплінарний характер.

На наш погляд, застосування та поєднання різних підходів і методів наукового дослідження дасть змогу розвинути категорійно-понятійний апарат, глибше розкрити сутність та особливості сучасного стану фінансового ринку, виявити актуальні проблеми і розробити рекомендації щодо подальшого вдосконалення механізмів регулювання його розвитку як загалом, так і в розрізі окремих сегментів. Водночас наголосимо, що завершальною ланкою пізнання будь-яких економічних явищ і процесів та критерієм достовірності отриманих наукових результатів є суспільна практика.

2.2. Фінансовий ринок та інституційні засади його функціонування

У сучасних умовах ефективність та перспективи розвитку фінансового ринку визначаються розвиненістю його інститутів та дієвістю механізмів регулювання, які є основою для забезпечення стабільності фінансової системи держави. Інститути здійснюють опосередковане фінансування

потреб економічних суб'єктів, сприяють формуванню довготривалих відносин між заощадниками і позичальниками, що дає змогу позичальникам реалізувати масштабні інвестиційні проекти, які є запорукою структурних, технологічних та інноваційних змін у національній економіці. Водночас політика держави у фінансовій сфері має бути спрямована на формування і розвиток ринкових інститутів та вдосконалення її організаційно-економічного механізму впливу на функціонування фінансового ринку.

Власне інституційному напряму дослідження процесів формування і розвитку фінансового ринку, на думку В. Смагіна [437, с. 92–93], потрібно приділяти значну увагу, оскільки лише цей напрям дає змогу знайти найадекватніші відповіді на складні питання трансформації економічної системи України. Останнім часом стало зрозумілим, що ігнорування основних засад інституційної еволюції економічної системи, дисбаланс формальних і неформальних правил економічного волевиявлення призвели до формування досить ліберальних моделей економіки з високим рівнем монополізації, тінізації, корупційним перерозподілом грошових потоків, а також до значного відриву фінансового сектора від реальної економіки. Тому методологія інституціоналізму набуває особливої актуальності для аналізу відкритих економічних систем, які нині перебувають у динаміці й трансформації.

Уважають, що однією з причин невідповідності сучасного стану фінансового ринку потребам національної економіки України є внутрішні суперечності в побудові його інституційної структури. Особливої уваги також потребує питання захисту вітчизняного фінансового ринку в разі настання шоків, бифуркацій і криз на світовому ринку, оскільки їхнє перенесення відбувається саме через фінансові інститути. Тому важливим є вдосконалення інституційної структури вітчизняного фінансового ринку та підвищення його ефективності за допомогою формування комплексу адміністративних, організаційних та економічних засад розвитку фінансових інститутів з метою створення належних умов для забезпечення зростання національної економіки.

Сучасні стратегії реформування фінансового ринку ґрунтуються на взаємодії різних інститутів та вдосконалюються завдяки розвитку інституціонального підходу до дослідження економічних явищ і процесів. Хоча зазначимо, що фінансовий ринок та його особлива роль у розвитку націо-

нальної економіки були предметом зацікавлень учених практично всіх наукових шкіл, однак дослідники недостатньо уваги приділяли вивченню взаємодії між окремими інститутами – складовими елементами інституційної структури фінансового ринку. Загалом дослідження взаємодії між економічними інститутами суспільства висвітлено в працях Р. Коуза, Д. Норта, Д. Ходжсона та ін. [596; 676; 695; 728; 729], проте його застосування у фінансовій науці потребує адаптації до специфічної проблематики фінансового ринку, особливо в аспекті розгляду практичних форм функціонування його інститутів.

Вітчизняний науковець І. Чугунов [518, с. 67] зазначає, що інституційний підхід передбачає розгляд економіки не як статичної системи, а як системи, що постійно трансформується. Особливістю країн з відкритою економікою на нинішньому етапі розвитку є постійні інституційні зміни на фінансовому ринку, що спрямовані на підвищення ефективності й адаптацію до сучасних викликів розвитку світової економіки. Річ у тім, що поглиблення інтеграційних і глобалізаційних процесів в Україні супроводжується конвергенцією інститутів фінансового ринку, у тому числі норм, правил, стандартів провадження та регулювання фінансової діяльності. Етапи дослідження фінансового ринку на засадах інституційного підходу відображено на рис. 2.4.



Рис. 2.4. Послідовність дослідження фінансового ринку на засадах інституційного підходу

Джерело: розроблено автором.

Перш ніж з'ясувати інституційну структуру фінансового ринку, необхідно чітко сформулювати сутність цього поняття, виокремити його особливості, а також з'ясувати об'єкти, суб'єкти та сегменти фінансового ринку. Ці питання детально розкриті у п. 1.1, тому зосередимо увагу на визначенні поняття “інститут фінансового ринку”.

Зазначимо, що поняття “інститут” можна визначити у двох аспектах – як тривалі суспільно-економічні відносини, які ґрунтуються на формальних і неформальних інституціях, а також як суб'єкт-носій соціально-економічних відносин, що забезпечує реалізацію інтересів конкретної сукупності інституцій (домогосподарств, фірм фінансового і нефінансового секторів, державних установ та організацій) [275, с. 99]. Водночас учені розрізняють поняття “інститут” та “інституція” [307]. Фінансовий інститут – “це специфічна організаційна форма економічного інституту, що створює умови для переміщення фінансових ресурсів між господарськими суб'єктами та виконує певні функції в структурі фінансового ринку” [196, с. 7], а саме: узгоджує та збалансовує інтереси (цілі) різних економічних суб'єктів; інформує їх про ціну грошових коштів та її динаміку; забезпечує обмін фінансовою інформацією; розподіляє ризики й ін. Отже, фінансові інститути сприяють пришвидшенню кругообігу грошового капіталу, забезпечують переміщення коштів від одних інституційних одиниць до інших.

Загалом у науковій літературі є різні погляди та тлумачення сутності поняття “інституційної структури” в економіці, зокрема, за Л. Шевченко [521, с. 58] – це “певний упорядкований спосіб поєднання (і взаємодії) окремого індивіда через систему інституційних угод із інституційним середовищем”, за М. Тупіциною [618, с. 8] – “сукупність взаємопов'язаних правил і норм, що координують економічну діяльність за допомогою обмеження альтернатив поведінки економічних суб'єктів, які діють в умовах обмеженої раціональності й асиметричного розподілу інформації”, за В. Вольчиком [561, с. 23] – “певна упорядкована сукупність інститутів, які створюють матриці економічної поведінки, визначають обмеження для суб'єктів господарювання, що формуються в межах тієї чи іншої системи координації господарської діяльності”.

Водночас “інституційна структура кредитного (фінансового) ринку”, на думку Г. Миськів [275, с. 101], – це “відкрита, динамічна система інститутів

ринку, яка забезпечує їх взаємозв'язок та взаємодію і створює належні умови фінансування економічних суб'єктів”, а з погляду В. Вірченка [70, с. 71] вона є “сукупністю фінансових інститутів, що регулюють структуровані в часі та просторі відносини між економічними агентами, пов'язані з обміном прав власності на фінансові ресурси, а також забезпечують трансформацію якісних характеристик грошових потоків і перерозподіл фінансових ресурсів у межах ринку”. Проаналізувавши наведені вище визначення, можемо дійти висновку, що цю структуру формують відповідні інститути, які чинять прямий або опосередкований вплив на процеси мобілізації грошових коштів відокремлених дрібних заощадників та їхнього подальшого розміщення на фінансовому ринку.

Зокрема, З. Варналій [57, с. 17] виділяє три основні групи таких фінансових інститутів: фінансові посередники, міжнародні фінансові інститути, фінансові інститути-регулятори. Водночас інституційна структура фінансового ринку, на думку В. Кравця [196, с. 7], формується на основі субординації виконуваних його інститутами функцій у процесі реалізації фінансових угод та складається з таких рівнів: регулювання (інститути-регулятори фінансового ринку), виконання (інститути, що укладають фінансові угоди зі споживачами фінансових продуктів, тобто фінансові інститути-посередники) та забезпечення (інститути інфраструктури фінансового ринку). Загалом погоджуємося з таким підходом, однак уважаємо за доцільне його дещо уточнити та деталізувати (рис. 2.5), зокрема, зважаючи на різноманітність та функціональне призначення інститутів фінансового ринку пропонуємо розділити їх на такі три групи.

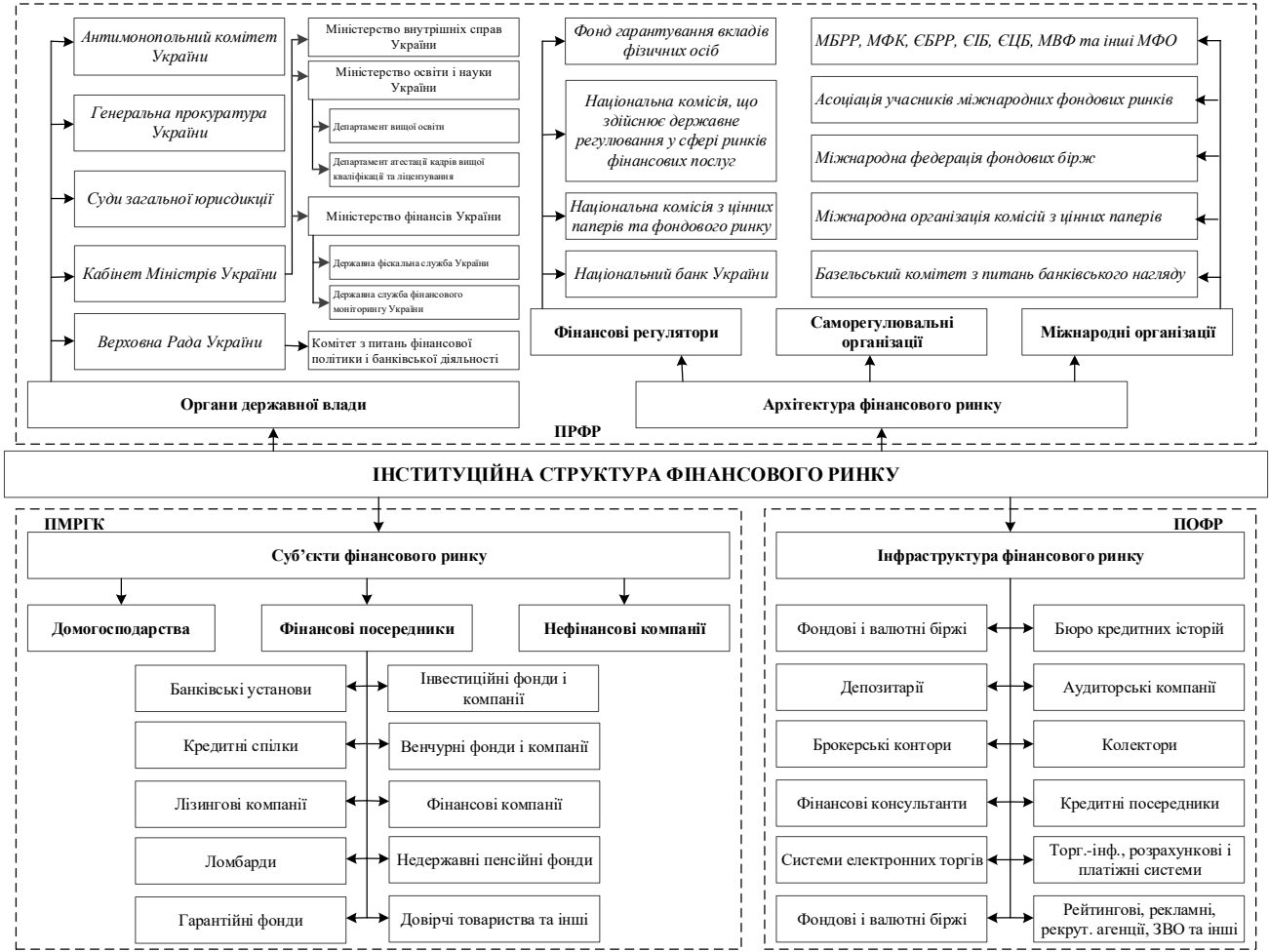
1. Законодавчо-регуляторні, які формують нормативно-правову основу його функціонування, провадять нагляд і моніторинг (підсистема регулювання фінансового ринку (ПРФР)).

2. Суб'єкти фінансового ринку (ціноутворюючі), які є власниками або розпорядниками тимчасово вільних грошових коштів (підсистема їх мобілізації та розміщення (ПМРГК)).

3. Інфраструктурні, які забезпечують та обслуговують процеси мобілізації і розміщення грошових коштів (підсистема обслуговування фінансового ринку (ПОФР)).

Джерело: розроблено автором.

Рис. 2.5. Інституційна основа фінансового ринку



Законодавчо-регуляторні інститути доцільно розділити на підгрупи, зокрема, органи державної влади – законодавчої (Верховна Рада України), виконавчої (Кабінет Міністрів України) та судової (суди загальної юрисдикції), які ухвалюють відповідні законодавчі й нормативно-правові документи, тобто формують правове середовище функціонування інститутів фінансового ринку або його інституційний механізм, а також провадять контроль за ефективністю діяльності цих інститутів та за потреби вносять відповідні корективи (змінюють “правила гри”). З-поміж них окремо треба виділити Міністерство освіти і науки України, яке реалізує завдання щодо формування стратегічних напрямів розвитку вищої освіти, бере участь в організації освітнього процесу та державної атестації під час підготовки, перепідготовки і підвищення кваліфікації кадрів (у тому числі для роботи на фінансовому ринку) у закладах вищої та післядипломної освіти.

До другої підгрупи цих інститутів зачислимо регуляторів (НБУ, НКЦПФР, Нацкомфінпослуг, ФГВФО), які впливають на характер інституційної структури фінансового ринку, санкціонують створення фінансових установ, наглядають за їхньою діяльністю. Вони також провадять регуляторну діяльність, розробляючи положення, постанови, інструкції та інші нормативно-правові документи, що роз’яснюють і деталізують механізм взаємодії між суб’єктами фінансового ринку і провадять моніторинг за їхнім дотриманням.

Окремо виділимо саморегульовальні організації, які виконують частково й регульовальні функції, забезпечують дотримання своїми учасниками етичних норм поведінки, досудове врегулювання конфліктів, що виникають між фінансовими інститутами та їхніми контрагентами. Такими організаціями сьогодні є Моторне (транспортне) страхове бюро України, Ядерний страховий пул, Аграрний страховий пул, Всеукраїнська асоціація кредитних спілок, Національна асоціація недержавних пенсійних фондів України та Адміністраторів недержавних пенсійних фондів [30, с. 100]. Саморегульовальні організації створені з метою захисту інтересів своїх учасників та інших суб’єктів фінансового ринку, а регулятори частково делегують їм повноваження щодо розроблення і впровадження правил поведінки на ринку, сертифікації фахівців тощо.

Не можна також забувати й про такий вид регулювання фінансового ринку, як міжнародно-правове, що може відбутися як на підставі окремих

міжнародних договорів, так і через міжнародні організації (об'єднання), зокрема, такі: Асоціація учасників міжнародних фондових ринків, Базельський комітет з банківського нагляду, Міжнародна асоціація з питань обслуговування цінних паперів, Міжнародна асоціація свопів та деривативів, Міжнародна асоціація учасників первинних ринків, Міжнародна організація комісій з цінних паперів, Міжнародна федерація фондових бірж, Міжнародна фінансова корпорація, Міжнародний банк реконструкції та розвитку, Міжнародний валютний фонд, Міжнародна асоціація органів нагляду за страховою діяльністю, Група тридцяти, Європейський банк реконструкції та розвитку, Європейський інвестиційний банк, Європейський центральний банк, Форум Європейських комісій з цінних паперів та ін. [103, с. 408–416]. Їх було створено з метою уніфікації стандартів, процедур і умов діяльності фінансових інститутів для підвищення ефективності їхнього функціонування, поглиблення рівня інтеграції національних фінансових ринків і в перспективі формування єдиного світового фінансового простору. Міжнародні організації відіграють важливу роль у процесі гармонізації нормативно-правової бази, сприяють уніфікації регулювання національних фінансових ринків та нагляду за діяльністю фінансових установ у різних країнах. Співпраця з профільними міжнародними організаціями та набуття членства у них є важливими для успішної європейської інтеграції фінансового ринку України.

Ще однією складовою інституційної структури фінансового ринку, є його суб'єкти – фінансові посередники, нефінансові компанії та домогосподарства. Перші відіграють особливу роль в інституційній структурі фінансового ринку – сприяють переміщенню грошових коштів між суб'єктами фінансового ринку, опосередковують їхню взаємодію [48, с. 9–10]. Загалом вони за допомогою різних механізмів акумулюють тимчасово вільні кошти та надають їх у позику. За цим та іншими критеріями є декілька різних класифікацій фінансових посередників (*див. п. 1.2*).

Звернемо увагу на той факт, що фінансово-кредитні посередники в окремих випадках теж можуть бути позичальниками грошових коштів (наприклад, на ринку міжбанківського кредитування, випуску цінних паперів власного боргу), або ж емітентами в процесі формування ними статутного капіталу. Фінансово-кредитні потоки також можуть формуватися

внаслідок взаємодії винятково між нефінансовими корпораціями в трьох випадках: 1) реалізації відносин власності; 2) використання векселів у розрахунках за продукцію; 3) придбання одними нефінансовими корпораціями цінних паперів власного боргу інших.

Третьою групою інституційної структури фінансового ринку є інфраструктурні інститути, які надають різноманітні послуги суб'єктам ринку. Наприклад, суб'єкти інфраструктури фінансового ринку провадять консультування клієнтів щодо вибору стратегії й об'єктів вкладення відповідно до поставлених цілей, визначення найвигідніших напрямів використання тимчасово вільних грошових коштів, обґрунтування фінансової ефективності інвестиційних проєктів, розроблення оптимальної схеми та структури залучення коштів для фінансування потреб клієнтів. У цьому разі спеціалісти підготовлюють бізнес-плани проєктів, інвестиційні меморандуми й інші необхідні документи, проводять їхню експертну оцінку [145].

Завдяки широким можливостям доступу до різноманітної ділової інформації, наявності сучасних телекомунікаційних і програмних засобів фінансові посередники та інфраструктурні суб'єкти володіють найновішими відомостями про явища й події, які відбуваються на національних та міжнародних фінансових ринках, що дає їм змогу надавати якісні та своєчасні інформаційно-аналітичні послуги. До найпоширеніших видів таких послуг належать інформування про: чинне вітчизняне та іноземне фінансове законодавство й можливі зміни в ньому; ціну позикових коштів, зокрема, процентні ставки, котирування та курси цінних паперів, їхню віддачу, динаміку фондових індексів тощо; тенденції фінансового ринку, складання аналітичних звітів за видами фінансових активів та інструментів, прогнозування розвитку ситуації на різних сегментах ринку; а також оцінювання інвестиційної привабливості компаній і галузей; аналізування портфеля фінансових активів клієнта та надання рекомендацій щодо його оптимізації. Користувачами ділової інформації можуть бути не лише позикодавці або позичальники, а й інші суб'єкти інституційної структури фінансового ринку.

За виконуваними функціями суб'єктів інфраструктури фінансового ринку згрупуємо за такими напрямками: 1) інформаційні (бюро кредитних історій, рейтингові агенції, аудиторські компанії, рекламні компанії, засоби масової інформації та ін.); 2) кадрові (заклади вищої освіти, рекрутингові агенції); 3) техніко-технологічні (торговельні інформаційні системи,

системи електронних торгів, платіжні та розрахунково-клірингові системи, телекомунікаційні мережі, провайдери); 4) організаційно-посередницькі (фінансові консультанти, колектори, депозитарії, зберігачі, фондові й валютні біржі, кредитні посередники, брокери, дилери, андерайтери та ін.). Відповідно, у межах інституційної структури фінансового ринку між її суб'єктами формуються різноманітні за характером та обсягом взаємовідносини й виникають такі потоки: 1) інформаційні, 2) фінансові-кредитні, 3) кадрові, 4) техніко-технологічні, кожен з яких має свій прояв у реальному середовищі та потребує, на наш погляд, детального розгляду.

З огляду на те, що на фінансовому ринку відбувається обмін значними масивами інформації між його суб'єктами, вважаємо за доцільне розділити інформаційні потоки на такі види: потік нормативно-правової інформації (НПІ), потік звітно-статистичної інформації (ЗСІ), потік ділової інформації (ПДІ). Потік нормативно-правової інформації формується інститутами підсистеми регулювання фінансового ринку – державними органами влади, регуляторами та міжнародними і саморегульованими організаціями. Для такого потоку характерна асиметрія зв'язків типу “згори донизу”, що передбачає доведення нормативно-правових документів, директив і вказівок до інших інститутів фінансового ринку з ціллю їхнього неухильного дотримання та виконання. Зазначимо, що нормативно-правові потоки відіграють вирішальну роль у формуванні інституційної структури фінансового ринку.

Водночас принцип “знизу догори” характерний для звітно-статистичних потоків, які передбачають подання звітів про результати діяльності фінансових інститутів. Аналогічні потоки інформації проходять між позичальниками грошових коштів і фінансовими посередниками з приводу оцінювання фінансового стану та кредитної історії для ухвалення рішень щодо надання позики. Чітко структурований і достовірний потік звітно-статистичної інформації зменшує асиметрію на фінансовому ринку, робить угоди й фінансово-кредитні потоки більш якісними і прозорими та створює основу для уникнення проблемних ситуацій у діяльності фінансових посередників.

У структурі інформаційних потоків фінансового ринку доцільно також виокремити потік ділової інформації. Він містить масиви інформації, опрацьованої та наданої фінансовими консультантами, колекторами, фінансовими брокерами, бюро кредитних історій і рейтинговими агенціями,

засобами масової інформації та іншими суб'єктами інфраструктури фінансового ринку. Інформація, яка надходить у межах цього потоку, є підставою для прийняття конкретних фінансових рішень.

Фінансово-кредитні потоки (ФКП) виникають унаслідок відносин між економічними суб'єктами щодо купівлі–продажу тимчасово вільних коштів на правах власності і/або розпорядження, завдяки чому в одних учасників утворюються активи, а в інших – зобов'язання. Погоджуємося з думкою Б. Пшика [395, с. 231] про те, що на фінансовому ринку під впливом попиту та пропозиції на тимчасово вільні грошові кошти відбувається їхній перерозподіл на комерційній основі між економічними суб'єктами (секторами економіки). Характерними особливостями фінансово-кредитних відносин, на думку вченого, є такі: 1) покладання фінансової відповідальності на всіх учасників; 2) можливість реалізації таких відносин лише за збігу інтересів їхніх учасників; 3) сподівання на отримання відповідного економічного чи соціального ефекту в майбутньому; 4) можливість розміщення ресурсів за умови збереження власності на ресурси за їхнім власником; 5) договірний характер та відповідне їхнє відображення в обліку й фінансовій звітності власника і реципієнта грошових коштів; 6) їхня реалізація за допомогою фінансових інструментів, що забезпечують перетворення зобов'язань в активи і навпаки.

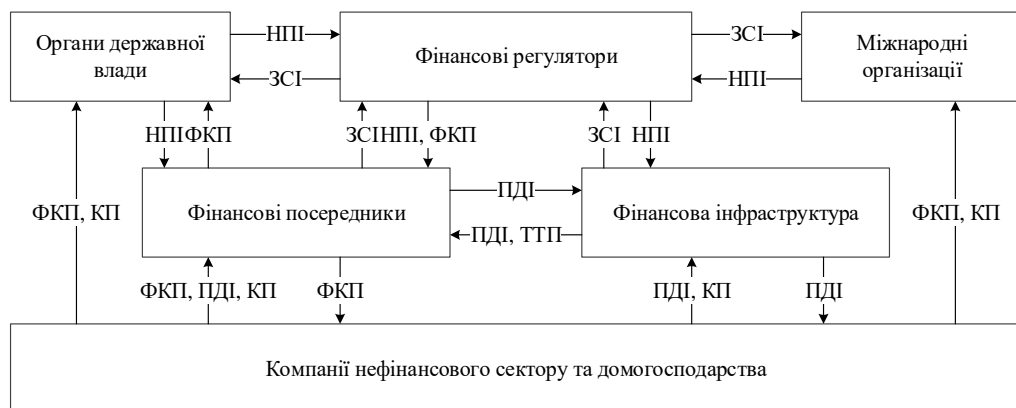
Ще один різновид потоків, який є на фінансовому ринку, – це кадровий потік (КП), який проявляється в тому, що заклади вищої освіти і рекрутингові агенції забезпечують фаховим та кваліфікованим персоналом практично всі складові інституційної структури фінансового ринку, однак найбільше фінансових посередників і суб'єктів фінансової інфраструктури.

Сутність техніко-технологічного потоку (ТТП) полягає в тому, що інфраструктурні інститути технологічно організують процес взаємодії між суб'єктами інституційної структури фінансового ринку, тобто продають їм технічні засоби, спеціальні програми, надають послуги зв'язку, доступ до телекомунікаційних мереж тощо.

Розмаїття і багатогранність потоків у межах інституційної структури фінансового ринку проявляється для його суб'єктів у двох аспектах: з одного боку, дає їм змогу обирати свою участь у цих потоках, а з іншого, – визначає якість їхньої діяльності. Жодна структура не буде життєздатною

й ефективною без використання інституційного механізму як процесу обміну потоками інформації й ресурсів між інститутами. Цілком справедливим є те, що інституційна структура фінансового ринку функціонує в умовах створеного та законодавчо закріпленого інституційного середовища на основі взаємообмінних потоків інформації та ресурсів, які формують його інституційний механізм [276, с. 70].

Зазначимо, що інституційний механізм полягає в трансформації та впорядкуванні відносин і потоків між інститутами фінансового ринку, з огляду на їхній статус і місце на цьому ринку з метою реалізації поставлених цілей та інтересів. Він є функціональною підсистемою, однією зі складових загального економічного механізму, завдяки якому формуються організаційні умови стабільної діяльності інститутів фінансового ринку та зменшуються їхні трансакційні витрати. Водночас інституційний механізм є самостійно організованою структурою, яка ґрунтується на горизонтальній і вертикальній взаємодії суб'єктів-інститутів фінансового ринку (рис. 2.7). Як бачимо, горизонтальні потоки наявні лише між рівнозначними інститутами фінансового ринку. Від інститутів вищого рівня до інститутів нижчого рівня проходять лише вертикальні потоки, пов'язані, здебільшого, з одностороннім рухом потоку нормативно-правової інформації.



НПІ – потік нормативно-правової інформації; ФКП – фінансово-кредитні потоки; КП – кадрові потоки; ПДІ – потоки ділової інформації; ЗСІ – потоки звітно-статистичної інформації; ТТП – техніко-технологічні потоки.

У схемі відображено основні потоки.

Рис. 2.7. Схема інституційного механізму фінансового ринку
Джерело: розроблено автором.

Отже, суб'єкти інституційної структури фінансового ринку перебувають у тісному взаємозв'язку та активно взаємодіють між собою. Зміна процесів, які відбуваються на фінансовому ринку, зумовлена саме різноманітністю взаємозв'язків між суб'єктами – власне інститутами та їхньою взаємодією. Діяльність інститутів фінансового ринку чітко регламентують нормативно-правові акти, на основі яких сформовано загальні правила та норми поведінки цих інститутів і створено умови (сприятливі або несприятливі) їхнього функціонування в межах економічної системи держави, які визначають її роль у світовому фінансовому просторі.

Інституційна структура фінансового ринку з огляду на процеси її функціонування та розвитку дає змогу розглядати її як складну та динамічну систему – сукупність державних установ, суб'єктів ринку та інфраструктурних інститутів. Для аналізу фінансового ринку як системи інститутів необхідно скористатися низкою принципів системного підходу [396, с. 104], а саме: 1) цілісності – сукупність суб'єктів, яка б не була їхня природа, розглядають як систему (єдине ціле), що має загальні властивості й поведінку; 2) структурованості (подільності) – можливість характеризувати систему через визначення структури, тобто мережі зв'язків і субординації, а поведінка системи визначена не стільки поведінкою її окремих елементів, скільки властивостями її структури; 3) ієрархічності – кожен елемент системи (інститут) можна розглядати тільки як систему, яка є складовою системи вищого рівня; 4) взаємозалежності системи і середовища – система формує та виявляє свої властивості в процесі взаємодії з середовищем, будучи провідним активним компонентом взаємодії. Застосування цих взаємодоповнювальних принципів дасть змогу визначити основні інститути фінансового ринку та резерви отримання синергетичного ефекту від їхньої узгодженої діяльності, тобто сформувати структурно-функціональну основу інституційного механізму фінансового ринку, а також ключові чинники і наслідки їхнього впливу на процеси розвитку фінансового ринку.

Серед основних чинників розвитку інституційної структури фінансового ринку, тобто створення або модернізації інститутів виокремимо такі.

1. Сегментація фінансового ринку, яка сприяла формуванню нових механізмів та інструментів управління фінансовими й комерційними ризиками.

2. Розширення спектра фінансових інструментів та обсягу операцій на фінансовому ринку, передусім на ринку боргових зобов'язань, ускладнення взаємозв'язків між інститутами та фінансіалізація економіки. Масовий розвиток операцій, які відображають на позабалансових рахунках, у тому числі спекулятивних з похідними цінними паперами (деривативами), значно ускладнив оцінювання ризиків на фінансовому ринку.

3. Значна невідповідність інституційної структури регулювання фінансового ринку рівню його розвитку [17, с. 26]. Це може призвести до серйозних наслідків для національного фінансового простору в разі несвоєчасного реформування системи його регулювання і нездатності адекватно реагувати на сучасні виклики та загрози.

4. Поява нових і вдосконалення наявних фінансових технологій. Їхнє використання зменшує час на отримання необхідної інформації, пришвидшує процес ухвалення фінансових рішень, укладення угод та виконання розрахунків, а відтак ускладнює процес об'єктивного оцінювання впливу ризиків та загроз під час виконання фінансових операцій.

Зазначимо, що способи інституційних змін є різними: рекомбінація наявних інституційних форм, перенесення теоретичних моделей у практику, створення інститутів фінансового ринку відтворенням національно-історичних зв'язків. Інституційний розвиток фінансового ринку, на думку В. Базилевича та В. Осецького [17, с. 26], є важливим елементом його модернізації, який полягає у збереженні, створенні, вдосконаленні й нарощуванні інституційного потенціалу. Цей розвиток охоплює два компоненти – інноваційний, що є підсумком природного добору або конструювання, та імітаційний, який виник унаслідок відтворення (запозичення) інститутів з інших інституційних систем. Оскільки початковий вибір інституційного механізму модернізації фінансового ринку зумовлений оцінкою поточних вигід, то можлива ситуація консервації часткових інституційних трансформацій. Закріплення таких інститутів на практиці спричиняє зменшення стимулів до майбутніх змін.

Інституційна складова модернізації взаємопов'язана з іншими її аспектами, зокрема, з політичним розвитком – “політика та інститути визначають зростання й розвиток”, а “хороша” політика зумовлює якісні інститути і необхідний час для їхнього розвитку” [811, с. 196–197]. На

думку представників інституційної теорії, держава повинна активно й постійно впливати на норми і правила поведінки економічних суб'єктів, тобто спрямовувати еволюцію та відбір інститутів. У цьому разі ключовим питанням для них є прийняття й успішна реалізація модернізаційного проекту, що безпосередньо залежить від здатності правлячої групи використати політичну волю і бюрократичну компетенцію в інтересах усього суспільства, а не “груп тиску” [765].

Як засвідчують дослідження, інституційна структура охоплює вихідні, базові, суттєві зв'язки між інститутами, які забезпечують інтеграцію, єдність, функціонування й розвиток фінансового ринку як системи. Вона формується за наявності чітко визначеного набору об'єктивних фінансово-кредитних відносин, на які впливають інститути, що домінують у суспільстві. Це означає, що специфічному інституційному утворенню відповідають структури, зумовлені політичними й економічними інтересами.

Ефективний розвиток інституційної структури фінансового ринку в економіці України залежить від належного інституційного забезпечення та поетапного виконання визначених завдань. Для цього структурна модель удосконалення діяльності інститутів фінансового ринку має відображати певні завдання в межах визначених інституційних рівнів. Перший рівень дослідження інституційної структури реформування фінансового ринку пов'язаний з процесом “модернізації згори”, коли держава визначає вектор соціально-економічного розвитку. Другим рівнем є “модернізація знизу”, що передбачає активізацію формування основних і допоміжних інститутів.

На першому рівні формування ефективної системи регулювання діяльності інститутів фінансового ринку потребує виконання таких завдань: створення сприятливих умов для появи нових інститутів на ринку; спрямування економічних реформ в країні на підвищення рівня і якості життя населення та стимулювання заощаджень; посилення конкурентоспроможності вітчизняних фінансових інститутів завдяки підвищенню прозорості їхньої діяльності, імплементації до вітчизняної нормативно-правової бази та запровадження в практику міжнародних стандартів і європейських правил надання фінансових послуг; розвиток системи фінансового моніторингу та контролю; забезпечення прозорості фінансових операцій; впровадження сучасних вимог до систем внутрішнього аудиту та контролю за

діяльністю учасників фінансового ринку; створення сприятливого макроекономічного інвестиційного середовища тощо.

Перспективні завдання розвитку інститутів фінансового ринку в економіці України в розрізі другого рівня, на наш погляд, мають відображати реалізацію стратегії розбудови національної функціонально-структурної моделі, зокрема: обґрунтування способів, методів та інструментарію інституційних змін на фінансовому ринку; з'ясування закономірностей і суперечностей розвитку інституційної структури фінансового ринку, у тому числі функціонування окремих його сегментів; вибір цілей розвитку інститутів фінансового ринку та сприяння консолідації інтересів його учасників; визначення інструментів удосконалення інституційної структури фінансового ринку та розроблення послідовності їхнього застосування з метою підвищення ефективності діяльності фінансових інститутів; імплементація розробленого комплексу заходів до інституційної структури вітчизняного фінансового ринку; активізації участі інститутів фінансового ринку у сприянні розвитку вітчизняного бізнесу, підтримці наукових досліджень, впровадженні інновацій.

Виконання цих завдань дасть змогу реформувати та модернізувати інституційну структуру вітчизняного фінансового ринку, яка має: 1) забезпечити дієвість механізмів мобілізації внутрішніх ресурсів та їхнє залучення в разі потреби із зовнішніх джерел; 2) задовольняти потреби економічних суб'єктів у грошових коштах; 3) сприяти впровадженню новітніх фінансових та інформаційних технологій; 4) мінімізувати можливі загрози з боку світової економіки; 5) пришвидшити процес європейської інтеграції України.

Зазначимо, що будь-яка стратегія (модель) розвитку інституційної структури фінансового ринку потребує регулярного перегляду та вдосконалення, оскільки ринок постійно перебуває у стані пошуку і формування узгодженої (оптимальної) структури інститутів.

Загалом розвиток інституційної структури фінансового ринку має відбуватись у напрямі утвердження організованих економічних відносин і прозорої економічної політики держави, що сприятиме мінімізації інституційних ризиків і створенню сприятливого інституційного середовища. Подальше її вдосконалення потребує від уряду проведення економічної політики, спрямованої на забезпечення адаптованих до вітчизняних реалій

алгоритмів взаємодії економічних суб'єктів і орієнтування їх на фінансування розвитку національної економіки. Досягнення цієї стратегічної мети можливе лише за умови правильного вибору цілей розвитку в різних сферах інституційного забезпечення і сприяння консолідації інтересів учасників економічних відносин в країні.

2.3. Науково-методичні особливості оцінювання фінансового ринку

Ефективне функціонування ринкової економіки потребує серед інших неодмінних умов забезпечення формування дієвого фінансового ринку, сприяння розвитку відносин між його учасниками завдяки створенню нових і вдосконаленню наявних фінансових послуг та інструментів. За таких умов значну роль відіграє інформаційно-аналітичне забезпечення механізму функціонування фінансового ринку, його аналіз дасть змогу об'єктивно оцінити стан тенденцій та обґрунтувати стратегію й тактику розвитку, провадити моніторинг їхньої реалізації, а також оцінити результати ефективності функціонування ринку як загалом, так і в розрізі його сегментів та учасників.

Утім у вітчизняній економічній літературі поки що не вироблено узгодженого підходу до аналізу фінансового ринку, немає також навіть сталої думки щодо змісту такого аналізу. Ті нечисленні дослідження українських та іноземних економістів з означеної проблематики присвячені, здебільшого, аналізу діяльності банків і небанківських фінансово-кредитних установ на мікрорівні та, зазвичай, обмежуються застосуванням стандартних методів оцінки їхнього фінансового стану й ефективності діяльності, а також на мезорівні, де увага науковців приділена аналізу кон'юнктури фінансового ринку та впливу на неї вітчизняного макросередовища. Причому такий аналіз фінансового ринку можуть виконувати як на рівні держави, так і в регіональному або секторальному розрізі.

З огляду на це особливої актуальності набувають питання макроаналізу фінансового ринку, конструктивна роль якого полягає в розробленні цілісного підходу до оцінювання його стану та вироблення стратегії

розвитку, управління процесами її реалізації на всіх рівнях державного регулювання. Адже в умовах побудови ринкової економіки в Україні сформувався принципово нові пріоритети і стратегічні підходи до забезпечення розвитку фінансового ринку у вітчизняній економічній системі, що суттєво змінило роль і місце економічного аналізу, передусім, посиливши його макроекономічний аспект. Необхідність макроаналізу фінансового ринку зумовлена такими потребами:

1) підвищення ефективності фінансової політики держави в напрямі мобілізації та розміщення тимчасово вільних грошових коштів з метою структурної перебудови національної економіки, розвитку її ринкової інфраструктури. Це передбачає вибір і глибоке обґрунтування пріоритетів державної політики, визначення масштабів фінансово-кредитного забезпечення процесів економічного зростання і конкретних механізмів його реалізації, що неможливо виконати без ґрунтовного макроекономічного аналізу;

2) створення умов і стимулів для ефективного функціонування фінансового ринку та забезпеченням можливостей доступу всім економічним суб'єктам до участі у фінансових операціях та використання фінансових інструментів, відповідно до їхніх можливостей і потреб;

3) розроблення відповідних планів, концепцій, стратегій, державних і регіональних програм соціально-економічного розвитку, а також для прогнозування динаміки показників, за допомогою яких оцінюють фінансовий ринок та його вплив на соціально-економічний поступ держави.

Метою такого аналізу, передусім, має бути оцінювання результатів та виявлення проблем функціонування фінансового ринку, зокрема, він повинен містити дослідження: стану і тенденцій розвитку фінансового сектора (банківських і небанківських фінансово-кредитних установ); чинників, що впливають на процеси мобілізації та розміщення тимчасово вільних грошових коштів (заощаджень) економічних суб'єктів; темпів розвитку депозитного, кредитного та фондового ринків; динаміки й структури фінансових інструментів, що їх використовують економічні суб'єкти тощо. Отримана в підсумку інформація дає змогу визначити ступінь реалізації поставлених цілей, внести корективи у фінансову політику держави, виконати порівняльний аналіз відповідної інформації з закордонними фінансовими ринками, а також її доцільно використати в

разі коригування наявних і розроблення нових економічних стратегій та різного роду програмних документів [14, с. 10]. На наш погляд, оцінювання фінансового ринку доцільно проводити у такі три етапи: підготовчий, аналітичний та підсумковий, які зображені на рис. 2.8.

На підготовчому етапі, передусім, необхідно визначити мету і завдання, об'єкт та предмет дослідження. У нашому випадку метою є з'ясування стану і тенденцій розвитку фінансового ринку та пошук резервів і напрямів щодо підвищення ефективності його функціонування. У цьому разі можуть бути поставлені такі завдання макроекономічного аналізу фінансового ринку.

1. Наукове обґрунтування змін у його тенденціях і структурі. Без комплексного аналізу та прогнозування динаміки на фінансовому ринку неможливо розробити обґрунтовані плани, програмні документи, вибрати оптимальні варіанти вирішення наявних проблем та сформувавши стратегію його розвитку.

2. Дослідження кон'юнктури фінансового ринку з огляду на поточний стан і формування перспективних характеристик його розвитку. Це дає змогу оцінити рівень попиту, пропозиції та цін на грошові кошти за різних умов їхнього продажу (різних фінансових інструментів), а отже, сформувавши загальний баланс фінансового ринку, який повинен бути основою перспективного планування діяльності як окремих його суб'єктів, так і державних інституцій.

3. Розроблення системи показників оцінювання фінансового ринку (загалом та у розрізі його складових) з урахуванням вимог щодо реалізації національних фінансових інтересів у сфері забезпечення конкурентоспроможності, безпеки, розвитку та формування сприятливої кон'юнктури.

4. Оцінювання розвитку фінансового ринку і виконання ухвалених стратегій, а також виявлення незадіяних резервів. Така оцінка сприяє оперативному й ефективному управлінню з метою усунення недоліків.

5. Визначення заходів щодо використання цих резервів для підвищення ефективності функціонування фінансового ринку, зокрема, підготовка рекомендацій, які дадуть змогу змінити або коригувати фінансову політику з метою досягнення планованих показників і визначених цілей.

6. Вивчення світового досвіду регулювання, нагляду та моніторингу сегментів фінансового ринку на макрорівні, його узагальнення і вироблення відповідних рекомендацій.

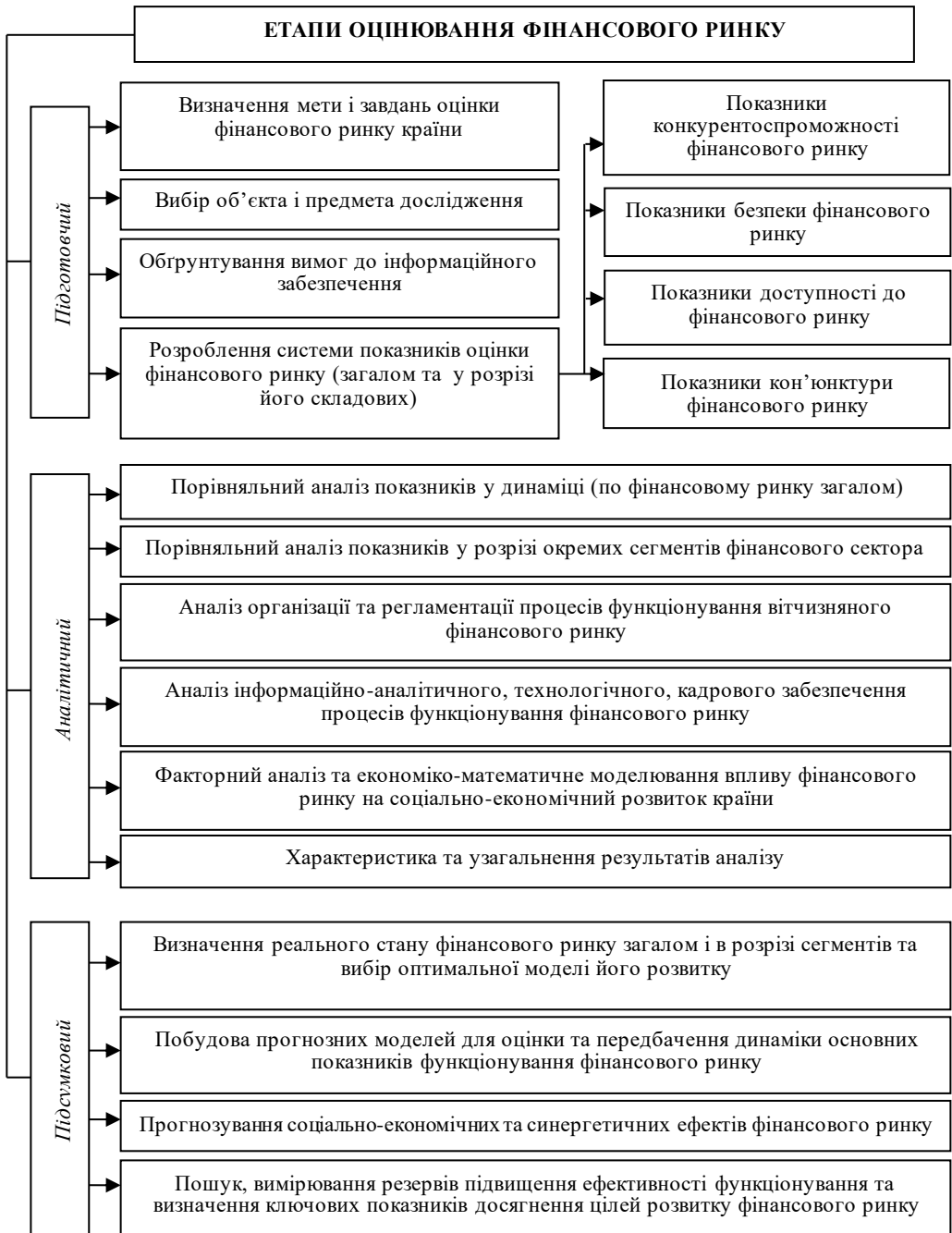


Рис. 2.8. Схема послідовності оцінювання фінансового ринку

Джерело: розроблено автором.

7. Контроль за виконанням планів та управлінських рішень. Такий контроль потрібно проводити не лише для констатації фактів та оцінювання досягнутих цілей, а й для виявлення недоліків, помилок і наслідків впливу на стан фінансового ринку. У цьому разі акцент треба робити не лише на поясненні того, що вже відбулося на ринку, а й на передбаченні на підставі аналітичного матеріалу найімовірніших наслідків ухвалених рішень.

Отже, макроекономічний аналіз фінансового ринку є системою спеціальних знань, пов'язаних із дослідженням тенденцій усебічного розвитку, науковим обґрунтуванням планів і управлінських рішень, контролем за їхнім виконанням, оцінкою досягнутих результатів, а також пошуком, вимірюванням й обґрунтуванням резервів підвищення ефективності у сфері функціонування фінансового ринку.

Принципово змінюється і зміст оцінювання функціонування фінансового ринку у разі зміни економічних умов: від оперативного простеження за виконанням деталізованих планових завдань до поглибленого аналізу тенденцій поведінки показників, які характеризують його стан [257, с. 16–19]. Посилюється причинно-наслідковий аспект оцінки з виявленням чинників, які суттєво впливають на ситуацію на ринку. Необхідно оцінювати тривалість їхньої дії, визначаючи ті, негативний вплив яких може бути припинений найближчим часом, а також ті, які мають довготривалий характер. Загалом об'єктами такого оцінювання є процеси функціонування та розвитку фінансового ринку України, а також відносини між економічними суб'єктами з приводу купівлі–продажу тимчасово вільних грошових коштів, предметом – причини і чинники зміни результатів функціонування фінансового ринку.

Водночас важливою складовою підготовчого етапу оцінювання є обґрунтування вимог до інформаційного забезпечення. Джерелами інформації для його проведення є такі: наукові праці вітчизняних й іноземних учених у сфері досліджуваної проблематики; законодавчі й нормативні акти, що регулюють діяльність економічних суб'єктів на фінансовому ринку; статистичні дані Національного банку України, Асоціації українських банків, Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Асоціації інвестиційного бізнесу, Міністерства фінансів України, Національної комісії з регулювання ринків фінансових послуг,

Державної служби статистики України, а також науково-методичні та інструктивні матеріали [394, с. 235].

Детальне проведення комплексного оцінювання фінансового ринку є неможливим без застосування сучасної методології наукових досліджень, яку ґрунтовно розкрито у п. 2.1. Тут розглянемо такі методи виконання комплексного аналізу фінансового ринку.

1. Метод порівняння передбачає зіставлення досліджуваного явища (предмета) з вивченим раніше для визначення їхніх спільних рис чи відмінностей. За допомогою цього методу з'ясовують загальні та специфічні риси в економічних явищах, визначають зміни в досліджуваних об'єктах, тенденції і закономірності їхнього розвитку. Можна виділити такі найтипівші ситуації, коли використовують порівняння та його цілі: зіставлення планових і фактичних показників для оцінки ступеня виконання плану; зіставлення фактичних показників з нормативними, що дає змогу проконтролювати їхнє дотримання; порівняння фактичних показників з показниками попередніх років (звітних періодів) для визначення тенденцій розвитку; зіставлення показників вітчизняного фінансового ринку з аналогічними показниками іноземних країн; зіставлення паралельних динамічних рядів для вивчення взаємозв'язків досліджуваних показників; зіставлення різних варіантів управлінських рішень задля вибору оптимального; зіставлення результатів діяльності до і після впровадження певних змін та нововведень [325, с. 10].

2. Метод приведення показників до порівнянного вигляду (приведення до порівнянного вигляду кредитів, депозитів, інших активів і пасивів у національній та іноземній валюті, порівняння фактичних показників з показниками попереднього періоду з урахуванням інфляційних процесів тощо) [142, с. 27; 553, с. 34–35; 609, с. 58–63].

3. Метод групування [325, с. 11], що дає змогу через систематизацію фінансових і статистичних даних з'ясувати сутність досліджуваних явищ і процесів. Під час оцінювання фінансового ринку необхідно застосовувати різні групування показників: за терміном, видом валюти, джерелами формування та напрямками розміщення коштів, галузевою ознакою, видами економічних суб'єктів тощо.

4. Метод прогнозування “зверху–вниз” передбачає проведення аналітичних прогнозних розрахунків, починаючи з макроекономічних тенденцій

і завершуючи аналізом мікроекономічних чинників [552, с. 255–256; 616, с. 227–228]. Факторний аналіз, який проводять з використанням цього методу, передбачає такі етапи: оцінку економічного розвитку країни, аналіз можливих параметрів його зміни; дослідження параметрів розвитку фінансового ринку країни в наступних періодах; оцінку тенденцій на окремих сегментах фінансового ринку; аналіз характеру та принципів обігу окремих видів фінансових активів та інструментів.

5. Метод прогнозування “знизу–вгору” передбачає побудову прогнозів щодо змін на фінансового ринку від певних мікроекономічних тенденцій до макроекономічних. Цей метод містить низку етапів [552, с. 256–257; 616, с. 229–231], які передбачають оцінювання та прогнозування: поточної діяльності окремого економічного суб’єкта, що є учасником фінансового ринку; інвестиційної привабливості певного виду економічної діяльності, до якої належить цей суб’єкт; змін окремого сегмента фінансового ринку; макроекономічних тенденцій.

6. Метод аналізу ймовірностей є надзвичайно важливим за таких умов: недостатності статистичної аналітичної інформації; необхідності оцінювання впливу майбутніх чинників макроекономічного середовища країни. Під час використання цього методу аналіз окремих чинників, які можуть потенційно впливати на розвиток фінансового ринку, може мати багатоваріантний характер. Основною перевагою методу є можливість визначення діапазону коливання окремих показників фінансового ринку чи окремих фінансових активів, що дає змогу створити основу для подальшої оцінки не лише змін на фінансового ринку, а й тих ризиків, що можуть їх спричиняти [2, с. 102].

7. Метод економічного моделювання ґрунтується на побудові багатofакторних економетричних моделей. Побудова цих моделей охоплює такі етапи: дослідження впливу окремих чинників на зміну стану ринку (для виявлення такого впливу використовують кореляційний аналіз показників); ранжування показників за силою їхнього впливу та відбір найбільш значимих; побудова багатofакторної регресійної економіко-математичної моделі; визначення планових (цільових) значень обраних для побудови моделі показників; підстановка цих значень у розроблену модель для отримання прогнозів щодо зміни стану фінансового ринку в наступних періодах [550, с. 257].

8. Інші методи (графічний метод, метод коефіцієнтів тощо).

Важливою складовою першого етапу оцінювання є розроблення системи показників аналізу фінансового ринку, які умовно розділимо на чотири групи: показники кон'юнктури, показники безпеки, показники конкурентоспроможності і показники доступності до фінансового ринку.

1. Показники кон'юнктури фінансового ринку відображають внутрішні економічні процеси його розвитку; це інструментарій, за допомогою якого можна кількісно оцінити зміни, що відбулися під впливом різних чинників [527, с. 427]. Сформована система показників кон'юнктури є об'єктивною передумовою отримання достовірних прогнозів та правильного відображення її стану. До них зачисляємо такі: обсяги депозитів, кредитів, вкладень у цінні папери (як загалом, так і в розрізі економічних суб'єктів), обсяги торгів на фондовому ринку, пропозиція фінансових інструментів (загалом та за видами), обсяги та характер фінансової концентрації та ін.

На практиці під час оцінювання кон'юнктури фінансового ринку найчастіше використовують технічний аналіз – систематичний моніторинг як найважливіших показників функціонування ринку, так і тих, які безпосередньо цікавлять замовників конкретного дослідження. Цей аналіз передбачає дослідження ринку за допомогою побудови й інтерпретації різноманітних графіків [103, с. 339–355; 593, с. 17–29], що відображають тенденції та зміни в рівні попиту чи пропозиції, їхнє співвідношення, динаміку рівня цін на грошові кошти та фінансові інструменти, а також обсягів торгів ними тощо. Основні завдання технічного аналізу такі: визначити характер тенденції, що склалася в динаміці досліджуваного показника; виявити точки перелому тенденції; з'ясувати рівні підтримки й опору; визначити характер і частоту наявних проявів.

Утім розглянутий аналіз дає лише наближену оцінку, тому в сучасних економічних умовах його не можна використати окремо від фундаментального аналізу, який передбачає дослідження кон'юнктури фінансового ринку за такими напрямками: аналіз, моніторинг та прогнозування кон'юнктури ринку (загалом та в розрізі окремих видів і сегментів) та економічного розвитку країни; оцінка перспективних напрямів фінансового розвитку окремих регіонів і видів економічної діяльності; аналіз фінансового стану та перспектив розвитку окремих учасників ринку; порівняльний аналіз інвестиційної якості окремих видів фінансових активів та інструментів.

Отже, фундаментальний (факторний) аналіз ґрунтується на оцінці динаміки комплексу фінансово-економічних показників, що надає вичерпну аналітичну інформацію щодо тенденцій, характерних для кон'юнктури в заданий період, і дає змогу провести адекватніше прогнозування на основі ретроспективного дослідження [2, с. 99–100].

2. Показники безпеки фінансового ринку. До них зачислено такі, які характеризують можливості безпечного і стабільного функціонування учасників фінансового ринку та мають своє граничне (мінімальне чи максимальне) значення (табл. 2.4).

Таблиця 2.4

Показники безпеки фінансового ринку

Показник	Спосіб розрахунку	Економічний зміст	Нормативні значення/рекомендовані тенденції
Розміщення активів	Частка розміщення активів за конкретними термінами (до 30 днів; 31–90 днів; 91–180 днів; 181–365 днів; понад 365 днів)	Дає змогу оцінити розміщення активів за термінами	Зростання частки активів з термінами понад 365 днів
Проблемні активи	Відношення протермінованих і неповернутих активів фінансового сектора до їхнього загального обсягу	Характеризує рівень “проблемності” портфеля активів фінансового сектора	6–9 %
Надійність	Співвідношення власного капіталу до залучених коштів фінансового сектора	Характеризує залежність від коштів, залучених на фінансовому ринку	Не менше 5 %
Фінансовий важіль	Співвідношення зобов'язань і капіталу	Розкриває здатність залучати кошти на фінансовому ринку	У межах 1 : 20
Мультиплікатор капіталу	Характеризує співвідношення між активами і капіталом	Характеризує ступінь покриття активів акціонерним капіталом	12,0–15,0
Безготівковий обіг	Відношення обсягів безготівкового обігу до сукупного грошового обігу	Характеризує частку безготівкового обігу	Понад 90 %
Рівень проникнення (глибини)	Відношення пасивів (активів) фінансових посередників до ВВП	Дає уявлення про місткість фінансового ринку	Збільшення
Концентрація	Відношення активів п'яти найбільших фінансових установ до активів фінансового сектора	Характеризує рівень монополізації фінансового ринку	Зменшення

Джерело: складено на основі [28, 270].

3. Показники конкурентоспроможності фінансового ринку. Серед наявних підходів до оцінювання конкурентоспроможності фінансового ринку і його сегментів використовують як окремі показники (наприклад, показники фінансової глибини або ліквідності ринку, фінансової інтеграції тощо), так і комплексні методика, що дають змогу надати всебічну оцінку рівня його конкурентоспроможності й ефективності. Більшість з них розроблено спеціалістами Світового банку, Міжнародного валютного фонду, Всесвітнього економічного форуму, Міжнародного інституту розвитку менеджменту та ін. У цьому разі в окремих методиках рівень розвитку фінансового ринку розглядають як складову загальної конкурентоспроможності національної економіки (табл. 2.5).

Таблиця 2.5

Порівняльна характеристика інтегральних показників оцінки конкурентоспроможності фінансових ринків

Характеристика методики	Інтегральний показник конкурентоспроможності фінансових ринків		
	<i>індекс розвиненості фінансового ринку</i>	<i>рівень фінансового розвитку</i>	<i>рівень розвитку фінансового ринку</i>
1	2	3	4
Розробник	Всесвітній економічний форум	Всесвітній економічний форум	Міжнародний інститут розвитку менеджменту
Видання	Звіт про глобальну конкурентоспроможність (<i>The Global Competitiveness Report</i>)	Звіт про фінансовий розвиток (<i>The Financial Development Report</i>)	Щорічник світової конкурентоспроможності (<i>World Competitiveness Yearbook</i>)
Походження індексу	Складові індексу глобальної конкурентоспроможності	Самостійний індекс	Складові чинники "Ефективність бізнесу" індексу конкурентоспроможності національної економіки
Кількість досліджуваних національних фінансових ринків	140	62	63

Закінчення таблиці 2.5

1	2	3	4
Складові, які беруть до уваги під час розрахунку інтегрального показника	1) показники ефективності фінансових ринків, 2) показники довіри до фінансових ринків	1) інституційне середовище, 2) діловий клімат, 3) фінансова стабільність, 4) банківські фінансові послуги, 5) небанківські фінансові послуги, 6) фінансові ринки, 7) фінансова відкритість	1) ефективність банківської системи, 2) ефективність фондового ринку, 3) особливості управління фінансами
Місце України в рейтингу 2018	83	59	59

Джерело: ідея таблиці запозичена з [266, с. 45–46], оновлено на основі [732, 835, 836].

Наприклад, Всесвітній економічний форум пропонує розраховувати два інтегральні показники конкурентоспроможності фінансових ринків – індекс розвиненості фінансових ринків як складову індексу глобальної конкурентоспроможності та індекс фінансового розвитку. Розрахунок другого індексу ґрунтується на оцінці показників ефективності фінансового ринку (наявність та доступність фінансових послуг, можливості фінансування через фондовий ринок, доступність кредиту, наявність венчурного капіталу) та довіри до фінансової системи (стійкість банківської системи, регламентація роботи фондових бірж, рівень захисту прав кредиторів та позичальників).

Конкурентоспроможність фінансового ринку можна оцінювати з позиції як поєднання глибини проникнення фінансового сектора в національну економіку, так і структури ринку. Рівень глибини оцінюють за низкою показників, які розраховують як такі співвідношення:

1) пасивів банків і небанківських фінансово-кредитних установ (НФКУ) до ВВП – характеризує розміри фінансового посередництва загалом, іноді його називають фінансовою глибиною. У країнах з високим рівнем доходів³⁰ цей показник становить приблизно $\frac{2}{3}$ ВВП, тоді як у країнах з низьким рівнем доходів – до $\frac{1}{4}$ [766];

³⁰ Світовий банк визначає країну з високим рівнем доходу як ту, яка має валовий національний дохід на особу, що перевищує 12 056 доларів США.

2) обсягу банківських кредитів до ринкової капіталізації – відображає залежність між фінансовим розвитком та економічним добробутом країни. Наприклад, у країнах з розвиненим фінансовим сектором банківський та фондовий підсектори мають однаково високий (понад 150 % до ВВП, а в окремих країнах, як США і Великобританія, – понад 200–300 %) рівень розвитку незалежно від наявної в тій чи іншій державі моделі фінансового ринку. Натомість у країнах з низьким економічним розвитком фінансовий сектор суттєво поступається розвиненим країнам;

3) активів банків та ВВП – характеризує загальний розмір банківського сектора;

4) вимог банків до приватного сектора та ВВП – загальний індикатор активності банків у секторі домогосподарств та нефінансових корпорацій;

5) вимог НФКУ до приватного сектора та ВВП – характеризує їхню активність у секторі домогосподарств та нефінансових корпорацій;

6) активів центрального банку та ВВП – відображає роль НБУ в розміщенні кредитних коштів;

7) активів банків, НФКУ та капіталізації фондового ринку до ВВП – використовують для оцінки загального розміру та рівня розвитку фінансового сектора. Має чітку тенденцію до зростання у країнах з високим рівнем ВВП на особу [658].

Загалом на підставі зіставлення показників, які характеризують функціонування окремих сегментів фінансового ринку, з ВВП можна розрахувати глибину (розмір) кожного з них, зокрема – спільного інвестування (співвідношення активів інститутів спільного інвестування до ВВП), недержавного пенсійного забезпечення (співвідношення активів недержавних пенсійних фондів до ВВП), страхового (співвідношення страхових премій до ВВП) тощо.

Показники, які характеризують структуру фінансового ринку, спосіб їхнього розрахунку та економічний зміст наведено в табл. 2.6. Одна частина наведених індикаторів дає змогу виявити панівний сегмент у структурі фінансового ринку, який відіграє основну роль у процесах фінансування національної економіки, а інша – з'ясувати та порівняти ефективності функціонування його сегментів та ринку загалом. Наприклад, дослідження, проведене фахівцями Світового банку [766, с. 5–10] на основі

статистичних даних 150 країн, засвідчило, що у країнах з високим рівнем доходів фондові ринки, банки та інші фінансові посередники, зазвичай, є більшими, активнішими й ефективнішими. Причому частка страхових компаній, пенсійних і пайових фондів, інших небанківських фінансових посередників у ВВП зростає зі збільшенням рівня доходів. За критерієм ВВП на особу дослідниками простежено ці ж тенденції [766, с. 11–20].

Таблиця 2.6

Індикатори структури фінансового ринку

Співвідношення	Економічний зміст
Активів банків та ринкової капіталізації фондового ринку	Зазначені індикатори дають змогу з'ясувати, який із сегментів фінансового ринку переважає
Активів банків до активів НФКУ	
Вимог банків до приватного сектора й обсягу торгів на фондовому ринку	
Вимог НФКУ до приватного сектора й обсягу торгів на фондовому ринку	
Загального обсягу торгів на фондовому ринку та чистого процентного доходу банків	За допомогою цих індексів виконують порівняльну оцінку ефективності функціонування сегментів фінансового ринку
Загального обсягу торгів на фондовому ринку та накладних (операційних) витрат банків	
Коефіцієнта оборотності фондового ринку та частки чистого процентного доходу банків у активах банків	
Коефіцієнта оборотності фондового ринку та частки операційних витрат у загальних активах банків	

Джерело: складено на основі [86; 394; 657; 658; 766; 826].

4. Показники доступності до фінансового ринку. Зазвичай, ця група показників передбачає можливість домогосподарств і бізнесу отримати доступ та ефективно користуватися фінансовими послугами. На думку фахівців Міжнародної фінансової корпорації, під фінансовою доступністю потрібно розглядати становище, за якого все населення працездатного віку має доступ до повного спектра якісних фінансових послуг за доступних цін, зручного доступу та поваги до людської гідності клієнтів. У цьому разі виділяють три групи індикаторів доступності до фінансового ринку, зокрема:

- доступ до фінансових послуг та фінансової інфраструктури, який передбачає: фізичний аспект (тип і кількість місць отримання послуги, відстань, час, складність доступу, у тому числі дистанційним способом), фінан-

- совий аспект (ціна послуги), клієнтський аспект (прийнятність вимог для клієнта, обмеження характеристик споживача, вимоги до документів);
- використання у розрізі фінансових послуг і точок доступу, враховуючи дистанційні та мобільні канали. Оцінюють також часову перспективу – досвід використання в минулому, поточне використання та потенційний попит на перспективу. Для кожної послуги оцінюють частоту, регулярність придбання, канал збуту;
 - якість пропонованих фінансових послуг (фінансова грамотність і поведінка, ринкова ситуація і захист споживачів – задоволеність послугами, скарги клієнтів, перешкоди у користуванні фінансовими послугами).

Загалом перелік показників, які використовують для вимірювання рівня доступності домогосподарств до фінансових послуг, наведено у додатку 6. Зазначимо, що для корпоративних клієнтів використовують ті ж критерії, що й для домогосподарств, проте скориговані певними коефіцієнтами, розробленими на основі методу експертних оцінок.

Другим етапом аналізу фінансового ринку є аналітичний. На цьому етапі потрібно виконати обґрунтування та порівняльний аналіз показників у динаміці по фінансовому ринку загалом та в розрізі його сегментів і суб'єктів. Наприклад, зміни процесів, що впливають на розвиток фінансово-кредитних відносин, доцільно аналізувати в такій послідовності: аналіз показників динаміки, порівняльний аналіз, факторний аналіз (рис. 2.9).



Рис. 2.9. Послідовність оцінки функціонування фінансового ринку
Джерело: розроблено автором на основі [142, с. 31; 325, с. 10; 393, с. 15; 609, с. 46–48 та 78–80].

Водночас аналіз структури фінансового ринку повинен передбачати визначення агрегованого обсягу фінансового сектора та його складових

(макрорівень), а також дослідження фінансових послуг, які задовольняють потреби клієнтів – домогосподарств та нефінансових корпорацій (мікрорівень). Такий аналіз рекомендовано виконувати в контексті визначення ролі кожної групи фінансових посередників (банків, інститутів спільного інвестування, кредитних спілок тощо) на засадах особливостей їхнього функціонування та розвитку.

Зазначимо, що наприклад, аналіз показників концентрації та глибини фінансового ринку дасть змогу не лише виявити основних фінансових посередників в національній економіці, а й отримати уявлення про модель його розвитку (у разі, якщо переважну роль відіграватимуть банки, матимемо банкоцентричну модель, якщо ж небанківські фінансові установи, – ринково-орієнтовану), а також визначити конкретні типи і види фінансових активів та інструментів, які переважають на фінансовому ринку [457, с. 159]. Це також дасть змогу порівняти, наскільки ефективно працюють фінансові посередники, зіставити спектр фінансових послуг та продуктів за критеріями ліквідності, ризику та віддачі (рентабельності) й оцінити глибину фінансового ринку загалом і в розрізі пропонованих продуктів та послуг для кожної їхньої групи.

Особливу увагу в межах цього етапу необхідно приділити питанням моделювання ризику економічних суб'єктів та професійних учасників фінансового ринку країни, на основі чого оцінити його уразливість у стресових ситуаціях. Це слугуватиме основою для розроблення надалі практичних рекомендацій щодо управління ризиками на фінансовому ринку країни в разі системної фінансово-економічної нестабільності та значного рівня невизначеності зовнішнього і внутрішнього середовища.

Важливо також виконати факторний аналіз впливу фінансового ринку на основні процеси соціально-економічного розвитку країни, що передбачає використання відповідних методів економіко-математичного моделювання та статистичного аналізу. Для комплексного оцінювання фінансового ринку необхідно проаналізувати його нормативно-правове, організаційне та регламентне забезпечення, а також стан інформаційно-аналітичного, технологічного, кадрового забезпечення його функціонування. Це дасть змогу пояснити, чому певні фінансові посередники та сегменти ринку є більш розвиненими і які чинники це зумовили.

Усі напрями наукових досліджень, реалізовані в межах підготовчого та аналітичного етапів, допомагають визначити реальний стан фінансового ринку загалом і в розрізі його сегментів, а отримані результати використовують у межах третього етапу підсумкового. На цьому етапі відбувається побудова прогнозних моделей для оцінки та передбачення в перспективі динаміки основних показників функціонування й розвитку фінансового ринку. Результати такого моделювання є підставою для розроблення науково-практичних підходів щодо вдосконалення та вибору оптимальної моделі його розвитку. Після цього прогнозують соціально-економічні та синергетичні ефекти на фінансовому ринку на перспективу залежно від впливу можливих трансформацій.

Завершенням підсумкового етапу є характеристика й обґрунтування результатів прогнозування, а також пошук резервів підвищення ефективності функціонування та визначення ключових показників досягнення цілей розвитку фінансового ринку. Такими показниками можуть бути: індикатор фінансових знань; рівень задоволеності населення відповідями регуляторів ринку на подані ними скарги; індекс цінової доступності фінансових послуг для економічних суб'єктів; частка видів продуктів і послуг, доступних через дистанційні канали продажів; індекс захисту міноритарних інвесторів; частка нерезидентів (резидентів) на фінансовому ринку та його сегментах; рівень диференціації регулювання професійних учасників ринку; кількість спеціалізацій на фінансовому ринку, що підлягають атестації; рівень виконання регуляторами ринку зобов'язань щодо впровадження міжнародних принципів і стандартів та ін.

Використання запропонованого методичного підходу дасть змогу виявити певні закономірності в розвитку фінансового ринку в країні за відповідними періодами або порівняно з іншими країнами. Рекомендації, наведені в кожному з зазначених вище спеціалізованих напрямів аналізу, доцільно зіставити одну з одною, а потім узагальнити у висновку за результатами оцінювання. Значущість такого аналізу полягає в тому, що сформульоване резюме має стати основою для розроблення (удосконалення) фінансової політики держави і дієвих механізмів її реалізації, спрямованих на розвиток фінансового ринку в умовах трансформаційних процесів у контексті інтеграції у світовий фінансовий простір та з огляду на поточні й стратегічні національні інтереси у фінансовій сфері.

Розділ 3

СУЧАСНИЙ ІНСТРУМЕНТАРІЙ ДОСЛІДЖЕННЯ ФІНАНСОВОГО РИНКУ

3.1. Інструменти дослідження фінансового ринку на мікро- та мезорівні економіки

Орієнтація економіки на ринкові відносини та їхній розвиток в Україні докорінно змінив підходи до вирішення багатьох економічних проблем, передусім пов'язаних з організацією суспільного виробництва, функціонуванням фінансової системи країни та її складових. Як спосіб цивілізованої організації суспільного виробництва ринкова економіка ґрунтується на приватній власності й ціновому механізмі вирішення проблем економічної організації, а ринок у спрощеному розумінні – це місце (механізм), де зустрічаються продавці та покупці й відбувається обмін.

Особливості функціонування фінансового ринку досліджують на всіх рівнях економіки. На мікрорівні вивчають господарську діяльність економічних суб'єктів, у тому числі процес ухвалення ними фінансових рішень, а на мезо – функціонування ринків економічних ресурсів, і хоча гроші, як відомо, не є фактором виробництва, проте головною змінною, яка визначає ситуацію на ринку фізичного (реального) капіталу, є процентна ставка, що формується на ринку фінансового капіталу (ринку позикових коштів). За допомогою мікроекономічного аналізу досліджують поведінку заощадників та позичальників на ринку, а також фінансових посередників з позиції фінансового маркетингу та фінансового менеджменту. Мезоекономічний інструментарій можна застосувати для з'ясування впливу різноманітних чинників на формування і зміну попиту, пропозиції та рівноважної ціни грошей на різних сегментах фінансового ринку.

Проведення макроекономічного аналізу передбачає вивчення сукупності мотивів поведінки економічних суб'єктів у процесі вибору між використанням грошових коштів для задоволення власних поточних потреб і можливістю їх надання в позику, а також впливу зміни їхньої поведінки на рівень процентної ставки та заощадження в національній економіці. З

одного боку, важливу роль тут відіграють різноманітні чинники, які стимулюють заощаджувати й надавати гроші в позику, а з іншого – чинники, які спонукають їх позичати. Зміни у споживанні, заощадженні й інвестуванні в ринковій економічній системі можуть призвести до значних коливань рівнів національного виробництва, зайнятості й цін.

З використанням цього інструментарію можна також досліджувати функціонування фінансового ринку на міжнародному рівні за умови відкритості вітчизняної господарської системи. Зрозуміло, що таке дослідження передбачає модифікацію та певні особливості застосування мікро-, мезо- та макроекономічного інструментарію для аналізу зовнішньоекономічних зв'язків країни, наприклад, з'ясування механізму формування валютного курсу або причин та наслідків міжнародного переміщення грошового капіталу.

На думку автора, огляд інструментарію потрібно розпочати зі способів формування заощаджень та умов, за яких власники готові надати їх у позику. Для аналізу заощаджень використовують різні методи наукового дослідження, зокрема, агрегування (під час групування на особисті, приватні та національні), абстрагування та моделювання (за побудови функції заощадження та визначення чинників, які впливають на її переміщення). Скажімо, на обсяги заощадження домогосподарств впливає не лише поточний використовуваний дохід, а й низка інших [65, с. 31–35] чинників: сподівання щодо доходів, цін чи наявності товарів (модель майбутнього очікуваного доходу, модель постійного доходу); можливості переміщення доходів у часі (модель міжчасового вибору); прагнення до підтримання однакового рівня життя в усіх періодах (гіпотеза життєвого циклу); податкова політика уряду та зміни в обсязі державного боргу; процентні ставки; а також різні мотиви – спадку (передання майна у спадок), застереження (на випадок непередбачених обставин) та ін.

З огляду на фінансові можливості в національній економіці заощаджують усі суб'єкти: домогосподарства, фірми та держава. До заощаджень фірм належать нерозподілений прибуток та амортизація. Держава є заощадником, якщо зводить державний бюджет з профіцитом [9, с. 357]. Крім того, у розпорядження національної економіки можуть надходити заоща-

дження закордонних економічних суб'єктів у вигляді іноземних інвестицій. Однак незалежно від мотивів та причин заощадження втілюються в тому або іншому виді активів, основними з яких є такі: фінансові (готівка, гроші на рахунках, акції, облігації тощо), нерухоме майно (земля, житлові будинки, господарські будівлі), коштовності, твори мистецтва, обладнання, інструменти, реманент тощо. Вибір економічним суб'єктом того чи іншого активу визначає багато чинників, як-от розмір заощаджень, рентабельність (очікувана віддача), ризиковість і ліквідність активу, вартість отримання інформації про актив та інші. Раціональні заощадники диверсифікують активи, якими володіють, тобто формують їхній портфель.

У контексті обговорюваної проблеми подальший аналіз заощаджень у формі фінансових активів передбачає їхній поділ на організовані та неорганізовані. До організованих належать ті, які надходять безпосередньо на фінансовий ринок або в розпорядження фінансових посередників, усі ж решта – неорганізовані. Система переходу тимчасово вільних грошових коштів від заощадників до позичальників у різних країнах неоднакова, що зумовлено співвідношенням і специфікою функціонування механізмів та інструментів їх передання.

Спершу розглянемо мікроекономічний інструментарій, який використовують для з'ясування поведінки заощадників і позичальників в окремих сегментах фінансового ринку чи навіть на ринку певних фінансових інструментів. Річ у тім, що купівля–продаж тимчасово вільних грошових коштів може набувати різного вигляду (відбувається через різноманітні фінансові інструменти), оскільки заощадники та позичальники мають величезне розмаїття потреб. Тому фінансові інструменти відрізняються часовим графіком виплат, гарантіями для заощадників й обмеженнями на позикові угоди, що впливає на рівень віддачі та розмір доходу.

Для дослідження процесу визначення процентної ставки проаналізуємо поведінку покупців і продавців тимчасово вільних грошових коштів, наприклад, на ринку облігацій (складова ринку позикових коштів – сегмента фінансового ринку). Цю поведінку можна розглядати з двох позицій: 1) товаром є тимчасово вільні грошові кошти, 2) товаром є облігація (акція чи інший цінний папір). У першому випадку кількість позикових

коштів змінюватиметься залежно від процентної ставки. У другому – кількість облігацій варіюватиме зі зміною їхньої ціни. Мікроекономічний аналіз передбачає дослідження поведінки окремих економічних суб'єктів (не їхньої сукупності, на відміну від макроекономічного), його використовують заощадники для вибору найліпшого варіанта вкладення тимчасово вільних грошових коштів задля отримання найбільшого доходу.

Безумовно, що для порівняння фінансових активів заощадники найчастіше використовують такий інструмент, як віддача (дохідність, рентабельність) на момент погашення – це процентна ставка, за якої поточна вартість доходу на актив дорівнює його ціні сьогодні. Тобто вартість нині дорівнює вартості майбутнього платежу, інакше кажучи: “якщо сьогодні оплачуєте ціну P за низку майбутніх доходів, то за якої процентної ставки могли б інвестувати цю P й отримати аналогічний набір майбутніх надходжень?” [77, с. 104].

Для простої позики віддача на момент погашення дорівнює процентній ставці i , а її розрахунок для однопіріодної дисконтної облігації ринковою вартістю D та номінальною вартістю F виконують за формулою

$$i = \frac{F - D}{D}. \quad (3.1)$$

Для купонної облігації номінальною вартістю F з терміном погашення через n періодів і купонним платежем C віддачу на момент погашення i обчислюють з рівняння

$$P = \frac{C}{(1+i)^n} + \frac{F}{(1+i)^n} = \frac{C}{i} [1 - (1+i)^{-n}] \frac{F}{(1+i)^n}, \quad (3.2)$$

де P – поточна ціна купонної облігації на ринку. Якщо така облігація не має терміну погашення (консоля), то це рівняння спрощується до вигляду

$P = \frac{C}{i}$ [730, с. 78]. Дохідність на момент погашення для позики з незмінним

платежем FP за процентної ставки i й терміну погашення в періоді n розраховують за формулою

$$P = \frac{FP}{(1+i)^n} = \frac{FP}{i} [1 - (1+i)^{-n}]. \quad (3.3)$$

Ці рівняння для знаходження поточної вартості засвідчують, якою сьогодні є вартість майбутніх грошових надходжень унаслідок вкладення заощаджень (тимчасово вільних грошових коштів). Розважливий заощадник не платитиме за облігацію більше від її поточної вартості, і саме ця сума становитиме ціну його інвестицій. У підсумку ціна боргового фінансового інструмента дорівнює його поточній вартості.

Розглянуті інструменти дають змогу заощаднику зробити раціональний вибір за умови, що він зберігає придбані облігації до досягнення терміну погашення й отримання плати за користування його тимчасово вільними грошовими коштами та основної суми боргу від позичальника. Проте заощадник може продати облігацію ще до терміну погашення. У такому разі на її ціну впливатимуть, окрім майбутніх потоків платежів, ще й інші чинники. Передусім це ринкові процентні ставки, які змінюються з часом, і ці зміни відобразатимуться в ціні облігації. З огляду на це її ринкова ціна може відрізнятись від номінальної вартості.

У сучасних умовах для того, щоб використати віддачу на момент погашення з метою визначення початкової процентної ставки і зміни ціни облігації, необхідно її розділити на дві складові: 1) поточну доходність, яка дорівнює відношенню купонного платежу C до поточної ринкової ціни облігації P (для купонної облігації або позики з незмінними виплатами); 2) майбутні грошові надходження внаслідок володіння облігацією до досягнення терміну погашення (різниця між ціною купівлі та номінальною вартістю облігації). Аналіз результатів досліджень щодо співвідношення між віддачею на момент погашення, поточною доходністю та купонною ставкою на облігацію дав змогу економістам [77, с. 109] зробити такі висновки, якщо поточна ціна облігації:

- дорівнює її номінальній вартості F , то володіння облігацією до моменту погашення не спричиняє приросту або втрати капіталу. Відтак віддача на момент погашення i відповідає поточній рентабельності C/P , яка дорівнює купонній ставці C/F ;
- нижча від її номінальної вартості $P < F$, то заощадник забезпечує собі приріст капіталу, володіючи облігацією до моменту погашення. Віддача на момент погашення i більша за поточну доходність C/P , яка теж більша, ніж купонна ставка C/F ;

- вища від її номінальної вартості $P > F$, то заощадник зазнає збитків, володіючи облигацією до моменту погашення. Тоді віддача на момент погашення i менша поточної дохідності C/P , яка теж меншай за купонну ставку C/F .

Ці співвідношення відображають обернену залежність між ціною облигації та її віддачею на момент погашення, тобто зі зниженням ціни дохідність на момент погашення зростає, оскільки заощадник платить менше за той самий потік майбутніх надходжень. Висновок про цю обернену залежність важливий для дослідження функціонування окремих сегментів фінансового ринку. Його можна перефразувати так: дисконтування майбутніх платежів за вищою процентною ставкою неминуче зменшує їхню поточну вартість, а отже, і ціну облигації, а зниження віддачі на момент погашення збільшує поточну вартість майбутніх платежів, а отже, і ціну фінансового інструмента.

Навіть безризикові в сенсі повернення боргу фінансові інструменти (зокрема, державні облигації розвинених країн) усе ж є ризиковими в тому розумінні, що зміна віддачі на момент погашення може вплинути на їхню ринкову ціну. Ця чутливість залежить від часу, що залишився до моменту погашення. Зміна дохідності на момент погашення вагомніше впливає на ціни довготермінових облигацій, ніж на ціни облигацій, термін погашення яких настане незабаром. Водночас залежність ціни короткотермінових фінансових інструментів від зміни процентної ставки, як свідчать наукові дослідження [77, с. 111], є незначною.

З наведеного вище може скластися враження, що заощадники мають змогу зменшити ризик, пов'язаний з коливанням ринкових процентних ставок, купуючи лише короткотермінові фінансові інструменти. Однак тоді існує ризик реінвестування, тобто отримані доходи від короткотермівової облигації мають бути вкладені в аналогічні нові облигації за невизначеною процентною ставкою в майбутньому. Відповідно, заощадник може виграти або програти залежно від зміни процентної ставки. Тому раціонально надавати тимчасово вільні грошові кошти в позику, беручи до уваги власне ставлення до ризику реінвестування й тривалість часу, коли ймовірно знадобляться гроші.

Згідно з таким аналізом, заощадники для ухвалення рішення про вкладення коштів використовують ще один інструмент – показник сукупного рівня віддачі R , який дорівнює сумі поточної дохідності і фактичного приросту чи втрати капіталу:

$$R = \frac{C}{P_t} + \frac{P_{t+1} - P_t}{P_t} \quad (3.4)$$

де $\frac{C}{P_t}$ – початкова поточна дохідність; $\frac{P_{t+1} - P_t}{P_t}$ – відсоткова зміна ціни облігації; t та $t+1$ – період володіння облігацією [730, с. 87].

Проте цей показник, як і всі попередні інструменти аналізу поведінки заощадників, не враховує зміни з часом купівельної спроможності грошей. Оскільки інфляція зменшує купівельну силу доходу у вигляді процента, то заощадники і позичальники ухвалюють рішення щодо купівлі–продажу тимчасово вільних грошових коштів, використовуючи процентні ставки і рівень віддачі, які скориговані на зміну купівельної спроможності. Скориговані на рівень інфляції економічні змінні називають реальними, зокрема, виділяють номінальні і реальні процентні ставки, що має важливе значення під час побудови економіко-математичних моделей. Номінальна процентна ставка i – це ставка, яку сплачують інвестори за взяті в позику кошти; “це альтернативна вартість нагромадження грошей, тобто те, від чого відмовляються, володіючи грішми, а не облігаціями” [9, с. 426]. Реальна процентна ставка r – це номінальна процентна ставка, скоригована на інфляцію π , тобто $r = i - \pi$.

Зазвичай, залежність між ними описують за допомогою “рівняння Фішера” $i = r + \pi$, що дає змогу виділити дві причини зміни номінальної процентної ставки: зміна реальної процентної ставки або зміна темпу інфляції [113, с. 321]. Цей взаємозв’язок між рівнем інфляції та номінальною процентною ставкою називають ефектом Фішера. Оскільки заздалегідь невідомо, якою буде інфляція на момент повернення позики, то розрізняють два види реальної процентної ставки: та, яку позичальник і позикодавець очікують у момент надання позики – *ex ante*, і *ex post* – на момент її повернення (фактичну) [9, с. 426–427]. Очевидно, що номінальна процентна ставка може змінюватися лише під впливом очікуваного темпу інфляції (π^e), оскільки

фактичний темп заздалегідь невідомий ані заощадникам, ані позичальникам, тому ефект Фішера точніше можна записати так: $i = r + \pi^e$.

Емпіричні дослідження [77, с. 117] загалом не відображають тісного зв'язку номінальних процентних ставок з очікуваним темпом інфляції, що пояснюють неврахуванням податків t у гіпотезі І. Фішера. Іншими словами, на поведінку заощадників більше впливає не реальна процентна ставка, а реальна післяподаткова процентна ставка, тобто

$$r = i - ti - \pi^e = (1-t)i - \pi^e. \quad (3.5)$$

Тому номінальні процентні ставки не завжди є надійним індикатором очікуваних реальних процентних ставок, які заощадники й позичальники використовують для ухвалення рішень щодо вкладення своїх коштів у різні види фінансових активів. Відповідно, реальний рівень віддачі відображає кількість додаткових товарів і послуг, які заощадник може купити завдяки доходу з фінансового інструмента. Урахування чинника інфляції під час дослідження поведінки заощадників на фінансовому ринку привело навіть до появи нових фінансових інструментів – проіндексованих облігацій³¹, усі платежі за якими коригують з урахуванням змін рівня цін [730, с. 90]. Ці облігації дають змогу суб'єктам фінансового ринку в режимі реального часу отримувати показники реальних процентних ставок і темпів очікуваної інфляції.

Якщо як товар розглядати не облігацію, а звичайну акцію (ринок пайових цінних паперів – сегмент фінансового ринку), то можна дійти висновків, що аналогічні для ринку позикових коштів (боргових цінних паперів). Наприклад, якщо заощадник хоче купити звичайну акцію, то рівень її віддачі можна описати формулою

$$d_i = \frac{D}{P_p} \cdot 100\%, \quad (3.6)$$

де d_i – поточна віддача для заощадника (рендит); P_p – ціна придбання акції, D – поточна сума дивідендів [83]. Зазначимо, що в цій формулі ціну придбання акції можна замінити її номінальною ціною (тоді отримаємо

³¹ Проіндексовані облігації (*indexed bonds*) з'явилися у 1990-х роках у розвинених країнах, зокрема, у Сполученому Королівстві, США, Канаді, Австралії, Швеції та ін. У США їх уперше випустила Державна скарбниця 1997 р. як *The U. S. TIPS (Treasury Inflation Protection Securities)*.

номінальну віддачу) або поточною ринковою (тоді отримаємо поточну ринкову віддачу).

Як і у випадку з облигацією, заощадник може вирішити володіти нею декілька років, а потім продати, тоді кінцеву віддачу d_k розраховують за формулою

$$d_k = \frac{P_n - P_p}{P_p} \cdot 100\% = \frac{\Delta P + \bar{D}}{P_p} \cdot 100\%, \quad (3.7)$$

де \bar{D} – розмір дивідендів, виплачених у середньому за рік (визначають як середнє арифметичне); n – кількість років, упродовж яких заощадник володів акцією; P_n – ціна продажу акції. Звідси сукупна віддача

$$d_t = \frac{\sum_{i=1}^n D_i + \Delta P}{P_p} \cdot 100\%, \quad (3.8)$$

де D_n – сума сплачених дивідендів.

Оскільки і дивіденд, і ціна акції є номінальними величинами, то рівень віддачі d_i характеризує номінальну процентну ставку $i = d_i$. Якщо скоригувати і чисельник, і знаменник дробу на рівень інфляції, то рівень віддачі відобразатиме реальну процентну ставку [563].

Сума дивіденду, зазвичай, відома до купівлі акції. Тому, модифікуючи формулу $d_i = \frac{D}{P_p} \cdot 100\%$, можна знайти ціну, яку заощадники готові

платити за звичайну акцію:

$$P_e = \frac{D}{1+i}. \quad (3.9)$$

Проте звідки заощадники дізнаються про величину i ? Вони орієнтуються на інші процентні ставки в економіці, наприклад, на ставку за банківським депозитом. Якщо пропонує банком ставка зростає, то заощадники охочіше вкладають гроші в банк, ніж у цінні папери. Тому ціна акції знижуватиметься доти, доки рівень її віддачі не зрівняється зі ставкою банку. З рівняння випливає, що ціна цінного папера і процентна ставка

рухаються в протилежних напрямках: коли ставка зростає, ціна акції (цінного папера) знижується, і навпаки.

Водночас на практиці розрахувати ринкову ціну акції значно складніше, ніж облігації. Акції – це цінні папери зі змінною віддачею (оскільки величина дивідендів залежить від результатів діяльності корпорації), на відміну від облігацій, за якими виплати або фіксовані, або змінюється з певною закономірністю. Для розрахунку курсів акції використовують різні моделі. Найпоширенішою з них є модель М. Гордона [84], яка припускає три варіанти розрахунку поточної ринкової ціни акції.

Як бачимо, фінансовий ринок пропонує заощадникам значне різноманіття фінансових інструментів, які, на їхній погляд, є активами та засобом нагромадження багатства, тобто в разі потреби їх можна продати для купівлі необхідних товарів і послуг. Зазвичай, заощадники розподіляють свої тимчасово вільні грошові кошти між різними фінансовими активами, причому структура цього розподілу змінюється з часом. Вище вже перелічено чинники, які впливають на вибір заощадником інструментів фінансового ринку та на структуру портфеля активів. Для аналізу ж змін у портфелі активів, спричинених зміною багатства заощадника, використовують такий інструмент, як еластичність попиту на актив за розміром заощаджень:

$$\begin{aligned} \text{Еластичність попиту на актив за багатством} &= \\ &= \frac{\% \text{ зміни обсягу попиту на актив}}{\% \text{ зміни багатства}}. \end{aligned} \quad (3.10)$$

Порівняння значень цього показника дає змогу простежити залежність між зміною заощаджень і пріоритетами заощадників щодо активів, тобто виділити активи вищого й нижчого порядку. Для перших – значення наведеного показника більше від одиниці, а для других – менше від одиниці. Статистичні дані засвідчують, що зі зростанням багатства частка активів вищого порядку в портфелі заощадників збільшується. Водночас їхнє придбання та володіння ними потребує більших трансакційних витрат.

Цей інструмент дослідження функціонування фінансового ринку дає змогу з'ясувати відмінності поведінки економічних суб'єктів, які мають різний розмір заощаджень. У разі ж однакового розміру заощаджень суб'єкти в своїх діях керуватимуться очікуваною віддачею на актив та

обиратимуть той, на який вона вища. Причому до уваги братимуть реальний післяподатковий рівень віддачі, визначений формулою (3.5), оскільки ставки оподаткування різних фінансових інструментів відрізняються. Окрім того, коли заощадники ухвалюють рішення про вибір активу, то враховують не тільки рівень віддачі, а й її потенційну мінливість: що вона вища, то більший ризик. Кожен заощадник підбирає активи, виходячи зі свого ставлення до загроз. Проте частка схильних до ризику порівняно мала, тому здебільшого зростання ризику на один актив за незмінності на інші призводить до зменшення бажання володіти ним. Однак визначення рівня ризику потребує затрат часу та відповідних ресурсів для оцінки кредитоспроможності позичальника чи відстеження його дій. Дослідженням схильності заощадників до ризику та ухвалення рішень за умов невизначеності займаються у поведінкових фінансах (п. 3.2).

Особливий інтерес викликає ще один чинник, який беруть до уваги заощадники під час добору активів до свого портфеля, – ліквідність, яка характеризує здатність активу швидко та без втрати вартості перетворюватися на готівку. Очевидно, що раціональний пересічний заощадник надає перевагу ліквідним активам над неліквідними.

У досліджуваному контексті, навіть припустивши, що заощадник використовує весь розглянутий інструментарій та визначає найідеальніший варіант вкладення своїх коштів, усе ж існує ризик, незважаючи на будь-який аналіз і раціональність рішень, тобто не може бути повної впевненості, що доля активу складеться так, як передбачалося. Тому заощадники диверсифікують вкладення грошей між різними видами фінансових інструментів, адже їхня віддача не змінюється абсолютно однаково. Відтак сукупний ефект диверсифікованого портфеля активів для заощадника є стабільнішим, ніж кожного окремо взятого.

За результати досліджень, присвячених аналізу переваг диверсифікації, група вчених (Дж. Тобін, Г. Марковіц, В. Шарп) отримала Нобелівську премію в галузі економіки. Науковці виділили дві складові: 1) систематичний (ринковий) ризик, який притаманний одночасно всім активам на ринку та залежить від макроекономічних чинників; 2) несистематичний (ідіосинкратичний) ризик, який властивий кожному окремому фінансовому інструменту та залежить від стану справ у галузі чи в кожного

конкретного позичальника. Диверсифікація дає змогу усунути ідіосинкратичний ризик, проте не систематичний. Для нейтралізації систематичного ризику потрібно надавати тимчасово вільні грошові кошти в позику економічним суб'єктам іноземних держав, тобто виходити на ринки інших країн, оскільки макроекономічні умови в різних державах не змінюються цілком однаково. Щоправда, зі зростанням рівня економічної глобалізації, інтеграції та загалом відкритості національних економік ці зміни синхронізуються. Збільшення кількості активів у портфелі зменшує загальний ризик, якщо рівні віддачі на різні активи є незалежними величинами. Варіація віддачі на портфель активів дорівнює квадрату відхилення від очікуваної віддачі, а стандартне відхилення – квадратному кореню з варіації.

На підставі зазначеного вище для вимірювання систематичного ризику використовують величину “бета”, яка характеризує чутливість очікуваної віддачі на фінансовий інструмент до зміни вартості повного ринкового портфеля досліджуваного активу, тобто набору всіх інструментів цього виду. Ринковому портфелю притаманний лише систематичний ризик, тому якщо конкретний фінансовий інструмент має високе значення “бета”, то віддачі на нього властивий значний ризик. Відтак фінансові активи з високим значенням “бета” повинні мати ліпшу очікувану віддачу, аби компенсувати заощадникам надмірний ризик. Ці припущення лягли в основу розроблення моделей премії за ризик, зокрема: 1) моделі оцінки капітальних активів *CAPM* (*capital asset pricing model*); 2) теорії цінового арбітражу *APT* (*arbitrage pricing theory*).

У моделі *CAPM*, розробленій В. Шарпом та Дж. Лінтнером [77, с. 138], сподівана віддача R_j^e на актив j залежить від безризикової процентної ставки R_f та очікуваної віддачі на ринковий портфель $(R_m^e - R_f)$, що математично можна записати так:

$$R_j^e = R_f + B_j \times (R_m^e - R_f), \quad (3.11)$$

де B_j – “бета” активу j . Премію за ризик визначають добутком премії за ризик на ринковий портфель та коефіцієнта “бета”. Однак ця модель припускає, що єдиним джерелом ринкового ризику є систематичний ризик

ринкового портфеля активів. Проте в економіці можуть існувати й інші його джерела, наприклад, сукупна інфляція чи сукупний обсяг виробництва. Урахувавши це, С. Росс сформулював теорію арбітражних оцінок, у якій кожному з цих джерел відповідає свій коефіцієнт “бета”. Отже, модель *APT* поліпшує *CAPM*, замінивши ринкову віддачу R_m^e очікуваною віддачею R_{FACi}^e внаслідок впливу кожного i -го чинника, тобто

$$R_j^e = R_f + \sum_{i=1}^n B_{ji} \times (R_{FACi}^e - R_f). \quad (3.12)$$

Значення “бета” для кожного чинника знаходять за допомогою оцінки чутливості очікуваної віддачі до його зміни. Врахування чутливості активу до дії кожного з чинників збільшує премію за ризик.

Сьогодні моделі *CAPM* та *APT*, незважаючи на численні спроби їхнього вдосконалення, професійні учасники фінансового ринку використовують як основні. Водночас зазначимо, що на спроможність заощадників диверсифікувати ризики впливають: 1) вартість отримання інформації про альтернативні фінансові інструменти; 2) трансакційні витрати купівлі–продажу активів та володіння ними; 3) законодавчі обмеження щодо диверсифікації та вкладення коштів.

Подальші дослідження були пов’язані з визначенням можливих збитків від зміни вартості фінансового інструмента чи портфеля активів, які можуть статися за певний період із заданою ймовірністю, що привело до розроблення показника *VaR* (*Value-at-Risk* – вартість під ризиком). Для визначення вартості під ризиком необхідно знати залежність між обсягами прибутків і збитків та ймовірностями їхньої появи, тобто розподіл імовірностей прибутків і збитків упродовж обраного інтервалу часу. Тоді за заданим значенням імовірності втрат можна визначити розмір відповідного збитку. З використанням властивостей нормального розподілу ймовірностей найпростіша формула визначення *VaR* матиме такий вигляд: $VaR = (\alpha\sigma - \mu)A_p$, де α – порогове значення ймовірності; σ – стандартне відхилення дохідності активу (у процентах від вартості активу); μ – середнє значення дохідності активу (у процентах від вартості активу); A_p – вартість активу [20, с. 94–95].

У ході визначення вартості під ризиком ключовими параметрами є довірчий інтервал і часовий горизонт. Оскільки збитки є наслідком коливань, то довірчий інтервал слугує тією межею, що відділяє “нормальні” коливання від екстремальних сплесків за частотою їхнього вияву. Зазвичай, імовірність втрат визначають на рівні 1,0, 2,5 або 5,0 % (довірчий інтервал становитиме 99,0, 97,5 та 95,0 %), однак відповідно до власної стратегії управління активами заощадник може обрати інше значення. Зі збільшенням довірчого інтервалу показник вартості під ризиком зростає. Водночас вибір часового об'єкта залежить від виду та цілей економічного суб'єкта: для фінансових посередників, які проводять активні операції на фінансовому ринку, типовим періодом розрахунку є один день; для стратегічних інвесторів і нефінансових компаній використовують інші періоди. Крім того, у разі визначення часового горизонту варто враховувати статистичний розподіл прибутків і збитків для очікуваного інтервалу часу, оскільки зі збільшенням часового об'єкта зростає і показник вартості під ризиком. Практика доводить, що за період у n днів вартість під ризиком буде приблизно в \sqrt{n} разів більшою, ніж розрахована для одного дня.

Для визначення показника *VaR* використовують такі методи: 1) аналітичний³²; 2) історичного моделювання³³; 3) Монте-Карло³⁴. Вибір методу

³² Аналітичний (коваріаційний, дельта-нормальний) метод ґрунтується на класичній теорії портфеля фінансових активів. У його основі є припущення, що зміни ринкових факторів ризику мають нормальний розподіл. Це припущення дає змогу визначити параметри розподілу прибутків і збитків для всього портфеля. Потім, знаючи властивості закону нормального розподілу, можна легко обчислити збиток, що траплятиметься не частіше заданого відсотка випадків. Аналітичний метод поступається методам імітаційного моделювання надійністю оцінки ризиків портфелів активів, що складаються з інструментів, вартість яких залежить від ринкових факторів нелінійним чином, особливо на порівняно великих часових об'єктах.

³³ Метод історичного моделювання порівняно простий і найбільш доступний для розуміння. Він не ґрунтується на теорії ймовірностей і факторів ризику. Як і в аналітичному методі, вартість інструментів портфеля мають бути попередньо відображені як функції ринкових факторів ризику, а розподіл прибутків і збитків визначають емпірично. Однак використання цього методу потребує наявності часових рядів значень за всіма застосованими в розрахунках ринковими факторами, що не завжди можливо для значно диверсифікованих портфелів.

³⁴ Метод Монте-Карло належить до імітаційного моделювання. Основна відмінність від методу історичного моделювання полягає в тому, що в ньому обирають статистичний розподіл, який добре апроксимує зафіксовані зміни ринкових факторів, і визнається оцінка їхніх параметрів. Складністю застосування методу Монте-Карло є вибір адекватного розподілу для кожного ринкового фактора та оцінка його параметрів.

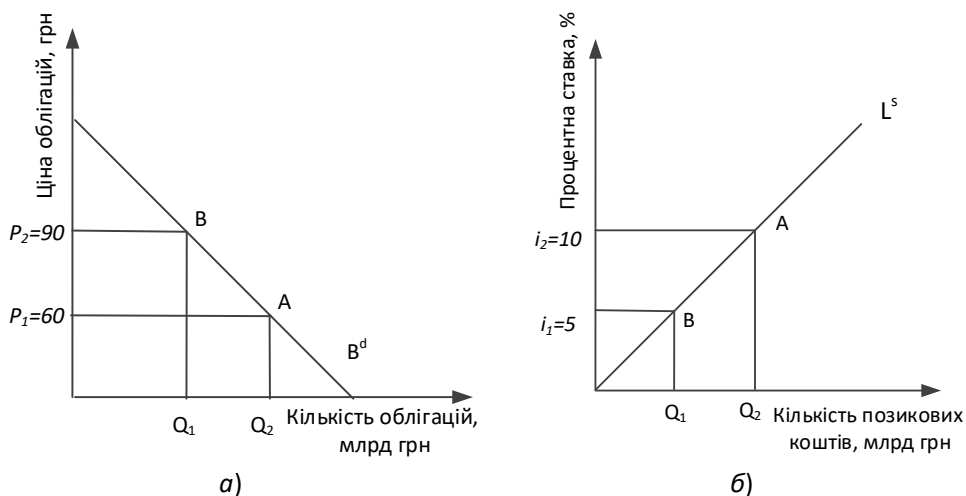
залежить від складу й структури портфеля активів, доступності статистичних даних, програмного забезпечення тощо [20, с. 95].

Важливо пам'ятати, що концепція *VaR* неявно припускає, що склад і структура оцінюваного портфеля активів залишаються незмінними впродовж усього часового горизонту. Таке припущення недостатньо виправдане для порівняно тривалих інтервалів часу, тому за кожного оновлення портфеля необхідно коригувати розмір вартості під ризиком. З огляду на це, постає питання оптимальної частоти переоцінки параметрів дохідності активів та перегляду самого портфеля. За результатами досліджень [124, с. 278; 125] на підставі моделей *VAR* (*Vector AutoRegression*) та *VARMA* (*Vector autoregressive moving-average*) Т. Заблоцький робить висновок, що немає потреби кожного дня в ході переоцінки параметрів дохідності акцій перебудовувати сам портфель, оскільки найчастіше дохідність портфеля змінюється несуттєво. Тому заощадник-інвестор, використовуюючи контрольну карту Шефарда, має змогу зекономити кошти й час, необхідні для перебудови портфеля. Крім того, наголосимо, що контрольні карти дають змогу досить швидко відреагувати на зміну припущень початкової моделі та з якомога меншими втратами перебудувати портфель, а у випадку портфеля найменшої варіації мінімізувати ризик портфеля, за яким у цьому випадку вибрано варіацію.

Подальший аналіз інструментарію дослідження функціонування фінансового ринку передбачає перехід на мезоекономічний рівень із'ясування залежності попиту та пропозиції на тимчасово вільні грошові кошти, з одного боку, або на фінансові інструменти – з іншого, від зміни їхньої ціни. Універсальний закон попиту стверджує, що зі зменшенням ціни товару покупці бажатимуть збільшити обсяги його купівлі. Дія цього закону поширюється і на такі специфічні товари, як гроші та фінансові інструменти, тобто зменшення ціни, наприклад, облігацій приведе до збільшення обсягу попиту на них за інших незмінних умов (крива попиту на облігації є низхідною (рис. 3.1 (а))). Для підвищення обґрунтованості ухвалення рішень під час побудови кривої попиту на ринку облігацій, коли товаром уважатимемо гроші, потрібно знайти процентні ставки для цих облігацій³⁵. Оскільки

³⁵ Очікувана віддача від володіння облігацією впродовж одного року – це її дохідність на момент погашення, тобто процентна ставка, за якою надано тимчасово вільні грошові

заощадників цікавить процент, який вони можуть отримати, то зі зростанням процентної ставки (за інших незмінних умов) вони готові збільшити кількість грошей, які пропонують у позику (крива попиту на облігації, коли товаром є гроші, має висхідне положення – як класична крива пропозиції, тому що вони фактично продають тимчасово вільні грошові кошти (див. рис. 3.1 (б)).



а) – ринок облігацій, крива попиту на облігації B^D відображає обернену залежність між обсягом попиту заощадників на облігації і ціною облігацій за інших однакових умов;
 б) – ринок позикових коштів, крива пропозиції позикових коштів L^S відображає пряму залежність між обсягом пропозиції заощадниками грошей і процентною ставкою за інших однакових умов.

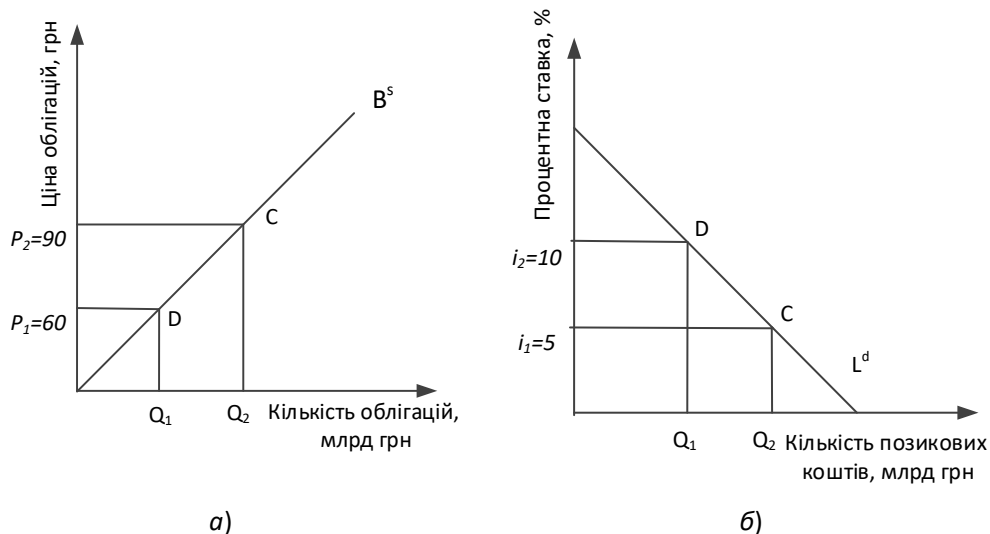
Рис. 3.1. Попит заощадників на облігації та пропозиція ними позикових коштів [730, с. 118]

Для знаходження рівноваги на ринку необхідно ще побудувати криву пропозиції облігацій, яка відображає, як обсяг їхньої пропозиції позичальниками змінюється зі зміною цін облігацій за інших однакових умов. На рис. 3.2 (а) проілюстровано, що зі зростанням ціни облігацій позичальники (емітенти) готові запропонувати заощадникам більшу їх кількість, тобто крива пропозиції облігацій B^S є висхідною. Щоби

кошти у позику. Формула обчислення віддачі на момент погашення i для одноперіодної дисконтної облігації ринковою вартістю D та номінальною вартістю F у цьому разі має

$$\text{вигляд } i = \frac{F - D}{D} .$$

проаналізувати ринок облігацій з погляду попиту на кошти, поглянемо на поведінку позичальників, яким вони потрібні, але є в заощадників. Цей підхід зображено на рис. 3.2 (б). Попит позичальників на грошові кошти зростає за нижчих процентних ставок. Відтак крива попиту на позикові кошти L^D є спадною.



а) – ринок облігацій, крива пропозиції облігації B^S відображає пряму залежність між обсягом пропозиції облігацій позичальниками і ціною облігацій за інших однакових умов;
 б) – ринок позикових коштів, крива попиту на позикові кошти L^D відображає обернену залежність між обсягом попиту позичальників на гроші і процентною ставкою за інших однакових умов.

Рис. 3.2. Пропозиція облігацій позичальниками та їхній попит на позикові кошти [730, с. 120]

Зобразимо одночасно ці криві на рис. 3.3, матимемо змогу з'ясувати ціну облігацій та процентну ставку на обох ринках. Рівноважну ринкову ціну облігації P^* визначаємо за точкою перетину кривої попиту на облігації B^D з кривою пропозиції облігацій B^S , тобто за точкою E на рис. 3.3 (а). У стані рівноваги ціна облігацій та їхня кількість залишаються сталими, оскільки в заощадників та позичальників немає стимулів для зміни своїх рішень щодо купівлі чи продажу облігацій. Аналогічно рівноважну ринкову процентну ставку i^* визначаємо за

точкою перетину кривої попиту на позикові кошти L^D з кривою пропозиції грошей L^S , тобто за точкою E на рис. 3.3 (б).

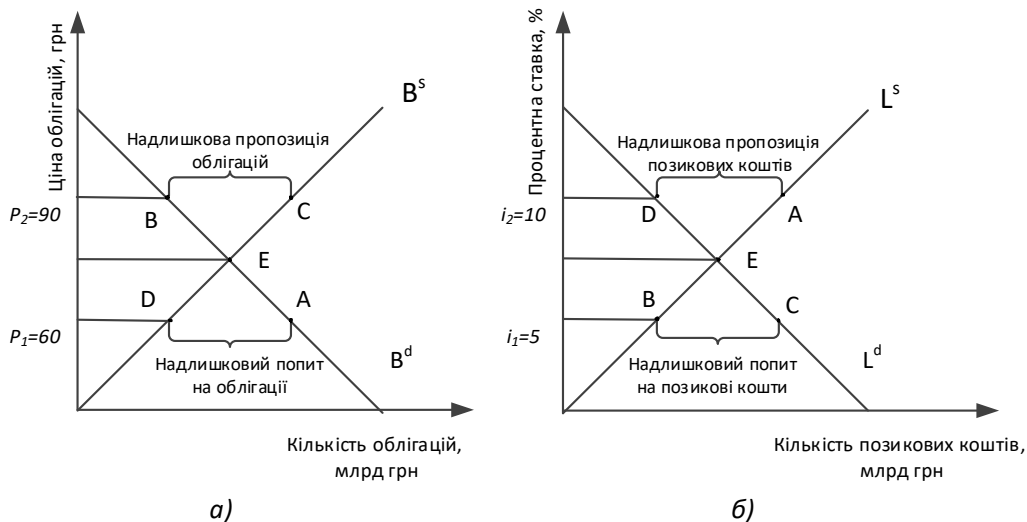


Рис. 3.3. Рівновага на ринках облігацій (а) та позикових коштів (б) [730, с. 121].

Водночас зазначимо, що в економічній науці є два підходи до аналізу встановлення рівноважної ціни на ринку, розроблені Л. Вальрасом та А. Маршалом (рис. 3.4). У підході Л. Вальраса головна причина – різниця в обсязі попиту й пропозиції. Наприклад, якщо існує надлишок попиту обсягом $Q_2 - Q_1$ за ціни P_1 , то внаслідок конкуренції між покупцями відбуватиметься підвищення ціни доти, доки надлишок не зникне. У разі надлишку пропозиції (за ціни P_2) конкуренція між продавцями приведе до його зникнення.

У підході А. Маршала основою є різниця цін $P_1 - P_2$. Учений виходить із того, що продавці передусім реагують на різницю ціни попиту і ціни пропозиції. Що більша ця різниця, то більше стимулів для зростання пропозиції. Збільшення (зменшення) обсягу пропозиції зменшує (збільшує) цю різницю, сприяючи досягненню рівноважної ціни.

Отже, дії покупців і продавців за обома підходами зумовлюють спрямування ринку до встановлення рівноважних значень ціни облігацій та

процентної ставки. Учені-економісти вважають, що поведінку заощадників на фінансовому ринку в короткотерміновий період ліпше характеризує модель Вальраса, а в довготерміновий – модель Маршала.

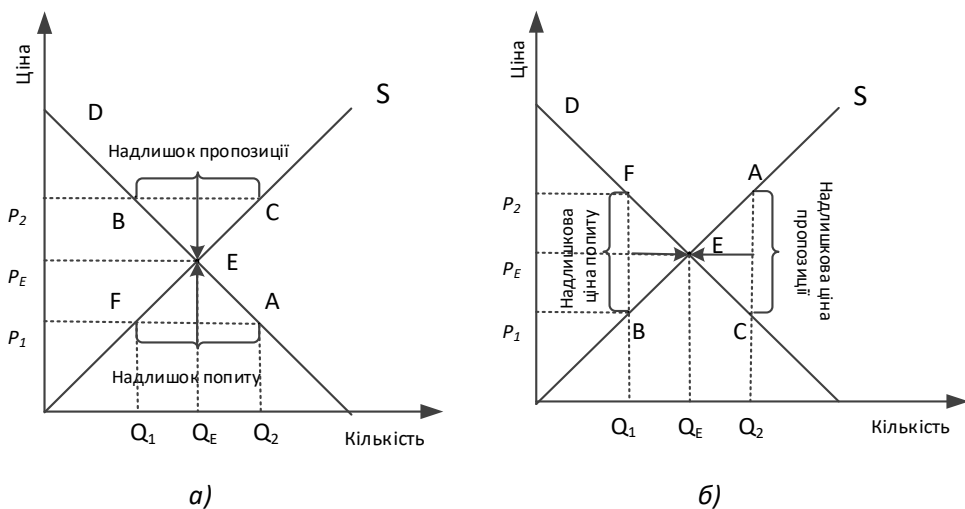


Рис. 3.4. Концепції формування рівноважної ціни Л. Вальраса (а) та А. Маршала (б).

Джерело: побудовано автором на основі [41, с. 366–367 та с. 510–512].

Зазначені моделі пояснюють причину відновлення рівноваги на ринку, проте не розкривають самого механізму, який ілюструє так звана павутиноподібна модель (рис. 3.5). Покупці товару (грошей, облігацій тощо), плануючи обсяги купівлі, знають його ціну в певний період. Крива D відображає залежність обсягу попиту на товар від його ціни в конкретному періоді. Натомість економічні суб'єкти, ухвалюючи рішення щодо обсягів купівлі, не знають, якою буде його ціна (процентна ставка у випадку тимчасово вільних грошових коштів) на момент виходу на ринок, й орієнтуються на ціну попереднього періоду. Крива S відображає залежність обсягу пропозиції товару від його ціни в попередній період.

Нехай у деякий період ціна (процентна ставка) становила P_1 і було куплено Q_1 грошових одиниць. Тоді в наступному періоді, орієнтуючись на ціну P_1 , заощадники запропонують на ринку Q_2 одиниць грошових коштів; цей обсяг буде продано за ціною P_2 . Враховуючи ціну P_2 , заощадники

готові будуть у новому періоді запропонувати лише Q_3 грошових одиниць, відтак ціна товару (грошей) зростає до P_3 . Як бачимо з рис. 3.5, подальші зміни пропозиції позикових коштів та обсягу попиту на них нагадують павутиноподібну лінію, яка прямує до рівноважного стану в точці з координатами (Q_0, P_0) . Багато економістів вважає, що ця модель дуже добре характеризує функціонування ринків цінних паперів та валютного ринку.

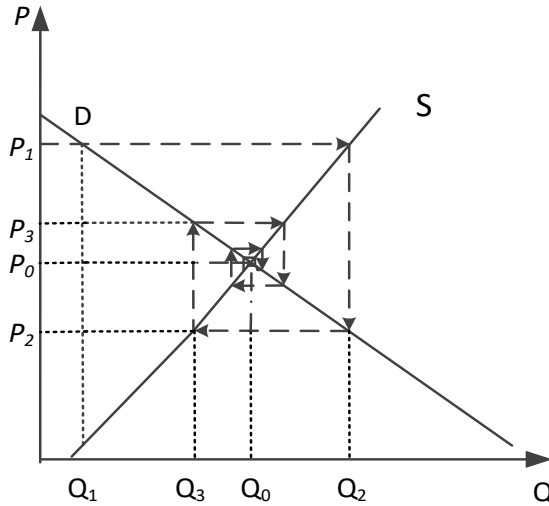


Рис. 3.5. Павутиноподібна модель встановлення ринкової рівноваги [113, с. 122]

Зазначимо, що в економіці на формування ринкової рівноваги впливають, крім ціни та кількості, й інші чинники, які приводять до переміщення кривої попиту та пропозиції на фінансовому ринку. До тих, що спричиняють переміщення кривої пропозиції коштів (кривої попиту на облігації, а власне їх використовують заощадники під час вибору активів для інвестування в теорії вибору портфеля), належать такі: багатство (майно), очікувана віддача, очікувана інфляція, ризик, ліквідність та інформаційні витрати [77, с. 152]. Зокрема, зі збільшенням багатства пропозиція позикових коштів заощадниками зростає, тобто крива пропозиції переміщується праворуч, що знижує процентні ставки (на фінансовому ринку) і збільшує ціну облігацій (на інвестиційному ринку) за інших однакових умов. Зменшення сукупного багатства заощадників знижує їхню спроможність

постачати тимчасово вільні грошові кошти за всіх значень процентної ставки, що переміщує криву їх пропозиції ліворуч, унаслідок чого ринкова процентна ставка зростає. Отже, зі зменшенням багатства попит на облігації (фінансові інструменти) знижується; крива попиту переміщується ліворуч, що знижує ціну облігацій і підвищує процентні ставки за інших однакових умов.

Водночас зростання очікуваної віддачі облігації збільшує привабливість інвестування в цей цінний папір. Утім, на попит впливають також зміни очікуваної віддачі інших активів, наприклад, акцій. У разі її зростання щодо акцій (за незмінності щодо облігацій) відбудеться відносне зниження очікуваної віддачі облігацій та зменшиться попит на них. У підсумку крива попиту на облігації переміститься ліворуч, а їхня рівноважна ціна буде нижчою. На ринку позикових коштів таке відносне зниження очікуваної віддачі на облігації, порівняно з акціями, призведе до спаду готовності заощадників постачати грошові кошти за кожного рівня процентної ставки, тобто крива їхньої пропозиції на фінансовому ринку переміститься ліворуч. Унаслідок дії ринкового механізму процентна ставка зростає, що спонукатиме заощадників до надання позик.

Альтернативою вкладанню тимчасово вільних грошових коштів в облігації (фінансові активи) є інвестування в матеріальні активи, які, зазвичай, надають захист від очікуваної інфляції. Передбачуване зростання інфляції збільшує прогнозовані майбутні ціни матеріальних активів, що означає номінальний приріст капіталу і вищу очікувану віддачу від володіння ними. За незмінної віддачі облігації це призведе до зниження попиту на неї, переміщення кривої попиту ліворуч, і ціна облігації знизиться. Зростання сподіваної інфляції на ринку позикових коштів зменшує бажання заощадників пропонувати кошти за кожного рівня процентних ставок, оскільки вони втрачають купівельну спроможність. Тоді крива пропозиції грошових коштів переміщується ліворуч і процентна ставка зростає, щоб компенсувати позикодавцям втрати, зумовлені інфляцією. І навпаки, спадання очікуваної інфляції зменшує попит на реальні активи, і крива попиту на них переміщується ліворуч, а процентна ставка знижується.

У середовищі фінансового ринку будь-яка зміна, що зменшує ризиковість облігацій, збільшує готовність заощадників постачати тимчасово

вільні грошові кошти за кожного рівня процентних ставок; крива пропозиції переміщується праворуч, і процентна ставка знижується. У протилежному випадку та за інших незмінних умов процентна ставка зростає, щоб компенсувати позикодавцям додатковий ризик.

Водночас будь-яка зміна, що поліпшує ліквідність на фінансовому ринку, спонукає заощадників до надання позик за кожного рівня процентних ставок за інших незмінних умов; крива пропозиції грошових коштів переміщується праворуч, а процентна ставка знижується. У разі погіршення ліквідності фінансового ринку процентна ставка зростає, щоб компенсувати позикодавцям зниження ліквідності. Нижча ліквідність фінансових активів означає вищі втрати в разі їхнього негайного продажу для отримання коштів. Отже, якщо ліквідність на ринку облігацій зменшується, то готовність заощадників володіти облігаціями за кожного рівня ціни знижується, унаслідок чого зменшується і їхня ціна.

У практичній діяльності, що нижчі витрати на отримання інформації, то вища готовність заощадників до надання позик за кожного рівня процентних ставок, тобто крива пропозиції позикових коштів переміщується праворуч, а процентна ставка знижується [77, с. 156]. На ринку облігацій збільшення витрат на отримання інформації про них, порівняно з іншими активами, зумовлює зменшення попиту, і крива попиту переміщується ліворуч, а ціна знижується, що відображається у зростанні процентної ставки на фінансовому ринку. Отже, витрати на отримання інформації для оцінки якості фінансових активів впливають на готовність заощадників купувати ці активи.

Учені-економісти вважають, що на переміщення кривої попиту на кошти на фінансовому ринку (і водночас кривої пропозиції фінансових інструментів, наприклад, облігацій) переважно впливають такі чинники: очікувана рентабельність від використання позичених грошей, оподаткування, прогнозована інфляція, урядові запозичення. Суб'єкти господарювання позичають грошові кошти, здебільшого, для фінансування власних проектів у реальному секторі економіки, беручи до уваги їхню очікувану віддачу. Вища прогнозована рентабельність спонукає фірми до отримання більших позик для фінансування реальних інвестиційних проектів, тобто до збільшення пропозиції облігацій за кожного рівня їхньої ціни. Отже,

зростання очікуваної віддачі посилює готовність позичальників пропонувати облігації; крива попиту на позикові кошти на фінансовому ринку переміщується праворуч, і процентна ставка зростає. Водночас на інвестиційному ринку крива пропозиції облігацій теж переміщується праворуч, що знижує ціну на них. І навпаки, спад очікуваної віддачі послаблює готовність позичальників пропонувати облігації; крива пропозиції переміщується ліворуч, що збільшує ціну облігацій і знижує процентну ставку.

На очікування щодо майбутньої рентабельності впливає й оподаткування, оскільки компанію цікавлять лише ті прибутки, які залишаються після сплати податків [730, с. 127]. Тому для стимулювання вкладення тимчасово вільні грошові кошти у реальний сектор економіки уряди країн використовують спеціальні інвестиційні податкові пільги [206], які збільшують віддачу інвестицій і готовність фірм позичати кошти на фінансовому ринку, тобто пропонувати більше власних цінних паперів (облігацій) на інвестиційному ринку за кожного рівня ціни. Зрозуміло, що підвищення рівня оподаткування зменшує бажання суб'єктів господарювання брати позики для інвестування в реальний сектор національної економіки. У такому разі на фінансовому ринку крива попиту на тимчасово вільні грошові кошти переміщується ліворуч, і процентна ставка знижується, а зменшення очікуваної віддачі позиченого грошового капіталу після сплати податків знижує готовність позичальників пропонувати облігації на інвестиційному ринку; крива пропозиції облігацій переміщується ліворуч, і ціна на них зростає.

Що ж до впливу очікуваної інфляції на рівновагу фінансового ринку, то вищі її темпи збільшують попит позичальників на грошові кошти за кожного рівня процентних ставок, оскільки за цієї номінальної процентної ставки зростання темпів інфляції зменшує реальну вартість отримання позики (гіпотеза Фішера). На інвестиційному ринку це знизить вартість раніше випущених облігацій і спонукатиме позичальників пропонувати їх більше за кожного рівня ціни, тобто крива пропозиції облігацій переміщується праворуч, ціна облігацій знижується, а на фінансовому ринку зростає процентна ставка.

Економічні рішення уряду (загалом державного сектора) також можуть впливати на ціни облігацій і процентні ставки в національній економіці, адже в одні періоди він є позичальником, а в інші – позикодавцем.

Хоча в довготерміновому періоді державний сектор не може витратити більше, ніж отримує з податкових надходжень, проте кожного окремо взятого року допустимий надлишок чи дефіцит бюджету. Аналогічно в одних суб'єктів державного сектора може бути надлишок грошових коштів, а в інших – дефіцит. Тому під час аналізу дослідники використовують поняття “чисте надання або отримання позик урядом” та “державний борг”.

Водночас наголосимо, що рішення уряду щодо заощадження передусім визначені його економічною політикою і не залежать від змін процентних ставок на ринку позикових коштів. Якщо уряд бере позики для фінансування бюджету, то за інших незмінних умов це переміщує криву попиту на грошові кошти праворуч, і процентна ставка зростає. Тобто уряд пропонує заощадникам купити більше державних облігацій на інвестиційному ринку, що переміщує криву їхньої пропозиції праворуч. За сталої кривої попиту на облігації (домогосподарства та фірми не змінюють рівня своїх заощаджень) це спричинить зниження їхньої ціни, тобто збільшення урядових запозичень призведе до зростання процентної ставки.

Зауважимо, що в реальності розглянуті чинники діють одночасно, і в підсумку переміщення кривих попиту та пропозиції на фінансовому ринку залежить від їхнього сукупного впливу. Загалом чинники, що переміщують криву попиту на позикові кошти праворуч, зумовлюють зростання номінальної процентної ставки на фінансовому ринку за інших незмінних умов. Водночас ці ж чинники переміщують праворуч і криву пропозиції облігацій та спричиняють зниження їхньої ціни на інвестиційному ринку за інших незмінних умов.

У сучасному світі на кількість тимчасово вільних грошових коштів, доступних для вітчизняних позичальників, і на ринкові процентні ставки впливає також рівень відкритості національної економіки, тобто ступінь її інтегрованості у світову фінансову систему. Міжнародні економічні суб'єкти можуть пропонувати кошти вітчизняним позичальникам, якщо очікувана віддача буде вищою, ніж в інших країнах. Якщо ж умови сприятливіші поза межами вітчизняної економіки, то позикові кошти з українського фінансового ринку будуть використані для фінансування запозичень за кордоном. Фактичні результати міжнародного переміщення грошового капіталу відображають на певну звітну дату у Платіжному балансі країни.

Задля аналізу впливу міжнародного переміщення грошового капіталу на вітчизняний фінансовий ринок дослідники [730, с. 136–139] дещо модифікують розглянутий вище інструментарій, зокрема, використовують в економіко-математичних моделях реальну, а не номінальну процентну ставку, що дає змогу не зважати на відмінності в темпах інфляції в різних державах. Також припускають, що в країнах нема будь-яких обмежень на вільне переміщення капіталу за кордон, а світова реальна процентна ставка r_w визначена на міжнародному ринку капіталів і не залежить від стану національного фінансового ринку для малої відкритої економіки. Натомість зміни поведінки заощадників і позичальників у великих відкритих економіках впливають на світову реальну процентну ставку.

Ці припущення ґрунтуються на тому, що в малій відкритій економіці обсяг пропозиції позикових коштів надто незначний, щоби впливати на світову реальну процентну ставку, і така економіка приймає світову процентну ставку як даність, тобто внутрішня реальна процентна ставка тут дорівнює реальній процентній ставці, визначеній на міжнародному фінансовому ринку. Якщо з якихось причин (наприклад, зміни в податковій політиці) обсяг пропозиції коштів на внутрішньому ринку перевищує обсяг попиту на них, то, на відміну від закритої економіки, це не призведе до зниження процентної ставки, а країна просто інвестує частину своїх позикових коштів за кордон. Якщо ж обсяг попиту на позикові кошти на внутрішньому ринку перевищує обсяг їхньої пропозиції за цієї процентної ставки, то країна фінансує частину своїх потреб у коштах за допомогою запозичень з-за кордону.

Для великої відкритої економіки вже не можна припускати, що внутрішня реальна процентна ставка дорівнює реальній процентній ставці на міжнародному фінансовому ринку. За таких умов дослідники розглядають світ як дві великі відкриті економіки – національна економіка й економіка решти країн, а реальна процентна ставка на міжнародному ринку капіталів (рис. 3.6) урівноважує попит і пропозицію на грошові кошти в обох великих економіках. Іншими словами, за автаркії рівноважна процентна ставка на фінансовому ринку визначена лише взаємодією внутрішніх кривих попиту та пропозиції тимчасово вільних грошових коштів в обох великих економіках: D_1 і S_1 та D_2 і S_2 , відповідно.

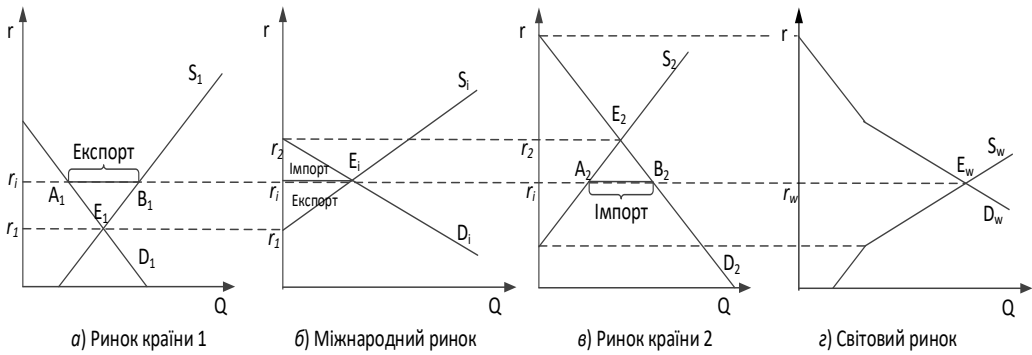


Рис. 3.6. Формування рівноваги на ринках позикових коштів за двох великих відкритих економік

Джерело: розроблено автором.

На графіку по горизонтальній осі показано обсяги коштів Q , а по вертикальній – реальну процентну ставку r . Ринкова рівновага попиту і пропозиції на грошові кошти досягається в точці E_1 в країні 1 на рівні r_1 і в точці E_2 в країні 2 на рівні r_2 . Оскільки $r_1 < r_2$, то цей специфічний товар (гроші) дешевший у країні 1, ніж у країні 2. Отже, заощадникам країни 1 вигідно його експортувати в країну 2 й отримати від цього прибуток, а позичальникам країни 2 вигідно його імпортувати з країни 1 і так заощадити, зменшивши закупівлю на внутрішньому ринку. Через відмінність у внутрішніх процентних ставках між країнами 1 та 2 у першої за будь-якої більшої від r_1 ставки виникає надлишкова пропозиція грошей, а в другій за будь-якої меншої від r_2 ставки – надлишковий попит на них.

За вільного міжнародного переміщення грошових коштів рівноважна процентна ставка r_1 в країні 1 відображає, що в точці E_1 попит D_1 дорівнює пропозиції S_1 і в країні немає надлишку грошей для їхнього експорту, тобто засвідчує мінімальну ціну грошей, за досягнення якої їхній експорт стає невигідним. За цієї ставки пропозиція позикових коштів на міжнародному ринку S_i дорівнюватиме нулю, оскільки $S_i = S_x = S_1 - D_1$, де S_x – крива пропозиції грошей на експорт країною 1. Водночас для країни 2 рівноважна процентна ставка r_2 відображає ситуацію, що в точці рівноваги попиту і пропозиції E_2 країна не має потреби в імпорті коштів, тобто відображає максимальну ціну, під час досягнення якої їхній імпорт припиниться. За

цієї ставки попит на грошові кошти на міжнародному ринку D_i дорівнюватиме нулю, тому що $D_i = D_m = D_2 - S_2$, де D_m – крива попиту на позикові кошти країною 2.

Оскільки за припущенням розглянутої моделі є тільки дві великі країни, то кількість тимчасово вільних грошових коштів, які експортує перша, повинна точно відповідати кількості, яку імпортує друга, тобто надлишкова внутрішня пропозиція в країні 1 ($S_x = S_1 - D_1$) має дорівнювати надлишковому внутрішньому попиту в країні 2 ($D_i = D_2 - S_2$); графічно $A_1B_1 = A_2B_2$, де A_1B_1 – експорт країни 1, а A_2B_2 – імпорт країни 2. Водночас обсяг експорту A_1B_1 визначить другу точку, яка належить кривій пропозиції грошових коштів на міжнародному ринку, а обсяг імпорту A_2B_2 дає координати другої точки, яка належить кривій попиту на гроші на міжнародному ринку позикового капіталу. Так як кількісно експорт та імпорт однакові, то на графіку міжнародного ринку вони спільно зображені відрізком r_iE_i , який визначає нову ринкову рівновагу у точці E_i за нового рівня міжнародної процентної ставки r_i одночасно на всіх ринках. Таким чином, унаслідок вільного міжнародного переміщення грошового капіталу між двома великими відкритими економіками процентна ставка в одній з них зростатиме, а в іншій знижуватиметься доти, доки не врівноважаться на одному рівні r_i . Зазначимо, що погляд на цю ситуацію через призму світового ринку як сукупності всіх національних ринків (світовий попит на позикові кошти дорівнює сумі попиту всіх країн, тобто $D_w = D_1 + D_2$, аналогічно й пропозиція – $S_w = S_1 + S_2$) та прирівнювання їх ($D_w = S_w$) приводить до знаходження світової процентної ставки r_w , яка точно відповідатиме r_i (див. рис. 3.6 (з)).

Отримані результати засвідчують, що з зазначеного вище можна зробити такі висновки:

- обсяг експорту тимчасово вільних грошових коштів визначають надлишком пропозиції, а обсяг їх імпорту – розмірами надлишку попиту;
- факт надлишку пропозиції і надлишку попиту визначають, порівнюючи внутрішні рівноважні процентні ставки в різних країнах;
- ціна тимчасово вільних грошових коштів (процентна ставка), за якою проводять міжнародну торгівлю ними, є між мінімальною і максимальною рівноважною внутрішньою ціною в країнах до початку торгівлі;

- з одного боку, зміна міжнародної процентної ставки призводить до зміни кількості експорту та імпорту на міжнародному ринку, з іншого, – зміна їхньої кількості (наприклад, унаслідок запровадження державою обмежень на міжнародне переміщення грошового капіталу) призводить до зміни міжнародної процентної ставки.

Отже, рівноважна реальна процентна ставка зрівнює обсяги надання позик на міжнародному ринку однієї великої відкритої економіки з обсягами міжнародних запозичень інших економік світу. Чинники, які спричиняють перевищення попиту на позикові кошти на міжнародному ринку над їхньою пропозицією, підвищують рівноважну реальну процентну ставку, а ті чинники, які зумовлюють перевищення їх пропозиції над попитом, знижують її. Також зазначимо, що використання центральним банком заходів регулювання міжнародного переміщення грошового капіталу по-різному впливатиме на малу та велику відкриту економіку (*п. 3.4*).

3.2. Поведінкові аспекти діяльності економічних суб'єктів на фінансовому ринку

У сучасному світі фінансові ринки країн є одними з найбільших та найважливіших секторів економіки майже в усіх державах світу, а зростання обчислювальних можливостей комп'ютерів дає змогу збирати й аналізувати великі обсяги інформації за щораз менші проміжки часу. Для такого аналізування, зазвичай, використовують інструментарій та моделі (*див. п. 3.1*), які ґрунтуються на припущенні про раціональну поведінку економічних суб'єктів – “діють винятково у власних інтересах, намагаючись досягти найкращого результату за наявних можливостей” [66, с. 21] та “однорідністю в сприйнятті ними ризику” [195, с. 100], що надалі дає змогу максимально використовувати увесь арсенал методів математично-статистичного аналізу. Загалом цінність таких моделей визначена не успіхами в передбаченні поведінки окремих суб'єктів, а ефективністю пояснення функціонування ринку й інших проявів агрегованої поведінки індивідів у процесі соціальної взаємодії [663, с. 12]. Сьогодні часто стверджують, що раціональність більшою мірою є характеристикою багатьох

типів інститутів, зокрема ринку, аніж індивідів. Важливим наслідком такого підходу стає можливість зберегти математичний інструментарій оптимізації та оптимальність кінцевого результату без необхідності припущення про раціональність кожного окремого індивіда [683, с. 7].

Справді, донедавна переважало твердження, що ринок у цінах повністю акумулює інформацію стосовно фінансового інструмента та пов'язаного з ним базового активу, у тому числі прогнозу інформацію щодо поведінки ціни цього активу, та реагує на неї практично миттєво. Це твердження відоме як гіпотеза ефективного ринку (ГЕР, *efficient market hypothesis (EMH)*) Ю. Фама [786], критерії ефективності фінансового ринку наведено у додатку 7. Теоретичне обґрунтування ця гіпотеза отримала в працях Д. Осборна, Ф. Блека та М. Шоулза [662], які в моделі ціноутворення опціону припустили еквівалентність броунівського руху та руху ціни базового активу (облігацій, акцій). Нобелівські лауреати У. Шарп [818], Дж. Літнер, Дж. Моссін поєднали цю ідею з математичною моделлю теорії інвестиційного портфеля Г. Марковіца [777] і створили модель оцінки капітальних активів (МОКА; *capital asset pricing model (CAPM)*).

Проте періодичні глобальні та регіональні фінансово-економічні кризи наочно продемонстрували необхідність їхнього вдосконалення та вразливість національних фінансових ринків, що “заставило багатьох економічних суб'єктів переосмислити свої концепції ухвалення фінансових рішень та почати враховувати закономірності людської поведінки, ірраціональну природу людини та її вплив на процес прийняття рішень” [39, с. 53], а також потребу у вивченні зовнішніх і внутрішніх чинників регулювання фінансової стабільності, дія яких залежить від особливостей інституційного середовища та реакції інституційних одиниць на заходи регуляторів ринку (монетарну політику держави).

Для подальшого розвитку моделювання поведінки заощадників і позичальників на фінансовому ринку характерне таке: активне використання математичного інструментарію, розширення базових гіпотез з урахуванням нових економічних та позаекономічних чинників, зростання обсягу доступної для аналізу фінансової інформації, відхід від описативного аналізу [261, с. 74]. Особливого поширення набуло застосування прикладної математики, спрямоване на тестування гіпотез фінансового ринку

(додаток 8) та аналітичне моделювання фінансових процесів, що дає змогу оцінити їх винятково за кількісними характеристиками, не вдаючись до вербальних обґрунтувань, проте намагаючись поєднати різні методологічні підходи економічних шкіл і течій. Тобто можна констатувати, що новітні моделі ухвалення фінансових рішень формуються за принципом співіснування різних економічних теорій і напрямів.

У підсумку сформувалась група “комплексних” теорій, що ґрунтуються на міждисциплінарному підході до моделювання поведінки суб’єктів фінансового ринку, а саме: опис стохастичних процесів зміни цін на фінансові активи (форма розподілу цінових змін, часової пам’яті, статистичних якостей високих порядків); побудова теоретичної моделі, яка відображає основні якості стохастичної динаміки цін фінансових активів (позитивний експес, товсті хвости негаусівського розподілу цінових різниць); методика оцінки похідних фінансових інструментів, коли окремі припущення моделі Блека–Шоулза послаблені; дослідження характеру такого процесу, як турбулентність. Тобто ці моделі ґрунтуються на чітко визначених та постійних у часі вподобаннях і раціональності вибору економічних суб’єктів з можливістю врахування позаекономічних (передусім психологічних) чинників, на важливості яких під час ухвалення фінансових рішень наголошували ще І. Фішер та Дж. Кейнс [63, с. 40].

Сьогодні багато дослідників [194, с. 100] уважає, що насправді більшість економічних суб’єктів не міркує “раціонально”: по-перше, різні економічні агенти неоднаково сприймають несхожі загрозливі ситуації, тобто залежно від власного психоемоційного стану та часу, відведеного на ухвалення рішення (іноді на ринку за кілька секунд різні особи ухвалюють протилежні рішення); по-друге, навіть за однакового рівня ризику і сталого психоемоційного стану, проте за різних зовнішніх умов (наприклад, інвестиційний горизонт, співвідношення втрата–прибуток та ін.) економічні суб’єкти продукують часом протилежні рішення; по-третє, нераціональність мислення пояснюють різними цілями та розумінням технологій учасниками ринку (індивідуальне сприйняття особливостей різних фінансових інструментів), доступом до інформації й фінансових ресурсів тощо. За цими ознаками виділяють принаймні чотири окремі групи суб’єктів фінансового ринку: експектатори, технологи, прогнозисти, маніпулятори.

Отже, суб'єкти ринку, ухвалюючи рішення в умовах динамічного розвитку сучасної економіки, доволі часто допускають систематичні помилки ("діючи в умовах невизначеності і ризику, люди піддаються впливу цілої низки ілюзій, емоцій та помилково сприймають інформацію" [73, с. 37]), які впливають на ціни та прибуток, а відтак – на ефективність функціонування фінансового ринку, усупереч припущенням теорії раціональної поведінки. Тому новітні напрями досліджень у сфері фінансового ринку зосереджені на вивченні психологічних особливостей поведінки заощадників, позичальників і фінансових посередників, а також на з'ясуванні ролі й можливості держави в запобіганні нераціональній поведінці суб'єктів ринку й мінімізації її наслідків. Ці напрями узагальнено об'єднують у наукову економічну школу біхевіоризму, яка має досить чітку соціально-психологічну спрямованість щодо обґрунтування прояву різних економічних інтересів та явищ.

Біхевіористська економічна теорія (*Behavioral Economics*) поєднує економіку і психологію, аналізуючи ситуацію на ринках, коли частина індивідів виявляє притаманні людині недоліки й обмеження. Програма її досліджень передбачає з'ясування відмінностей поведінки індивідів від прогнозованої на засадах стандартної теорії і вивчення важливості цих відмінностей в економічному контексті. У центрі критичної уваги перебувають три ключові риси загальноприйнятого підходу до моделювання економічної поведінки людей: необмежена раціональність, необмежена сила волі, необмежений егоїзм [785, с. 5].

В економічній теорії раціональність поведінки розуміють як припущення, прийняте з усвідомленням того, що відхилення від раціональності є рідкісними, коли йдеться про серйозний вибір, або що ці відхилення зникають під впливом дисципліни ринку [744, с. 162]. Послідовники біхевіористського підходу визнають, що є багато ситуацій, у яких таке припущення логічно виправдане. Водночас, на їхню думку, досить часто доцільніше використовувати концепцію обмеженої раціональності [63, с. 41].

Стандартом раціональності в економічній теорії була і є максимізація індивідами суб'єктивної сподіваної корисності [744, с. 163] (у випадку фінансового ринку – віддачі, рентабельності). Одним із ключових елементів теорії сподіваної корисності є несхильність людей до ризику, логічно

зумовлена опуклістю функції корисності багатства індивіда. Проте, як нещодавно довів М. Рабін [803], таке пояснення не належно обґрунтоване. У межах теорії сподіваної корисності з неохочності до ризику стосовно невеликих ставок неминуче впливає безглузда неохочність до ризику щодо великих і дуже великих ставок.

Філософською основою біхевіоризму є такі концепції: Дж. Локка (про народження людини з чистого аркуша), Т. Гоббса (про невизнання існування мислячої субстанції), Дж. Уотсона [597] (схема, що пояснює поведінку людини), Е. Торндайка [597] (поняття оперантної поведінки). Економічна психологія як наука сформувалася в ХХ ст. завдяки працям Г. Тарда, Дж. Катона, Л. Гараї та М. Алле (моделі очікуваної корисності і моделі міжчасової корисності, на підставі яких стало можливо висувати доступні для перевірки гіпотези про процес ухвалення рішень в умовах невизначеності і за розподіленого в часі вибору); У. Едвардса, Д. Канемана і А. Тверські [746] (теорія перспектив, порівняння їхніх когнітивних моделей ухвалення рішень за умов ризику і невизначеності з економічними моделями раціональної поведінки); Г. Беккера (включення психологічних чинників в ухвалення економічних рішень); Г. Саймона (теорія обмеженої раціональності: пояснення, чому люди прагнуть до задоволення замість того, щоб максимізувати корисність, як раніше припускали економісти); Е. Фера, К. Шмідта [709], А. Фалька і М. Рабіна (поняття “чесність”, “неприйняття нерівності”, “взаємний альтруїзм” у контексті припущень неокласичної економічної теорії про “досконалий егоїзм”).

На основі цих концепцій для пояснення волатильності ринку цінних паперів (динаміки цін на фінансові активи на ринку) Н. Барберіс, А. Шлейфер, Р. Вішни [643] та К. Деніель, Д. Гіршліфер і А. Субраманіам [684] розробили моделі, які ґрунтуються на екстраполяції і зайвій самовпевненості. Ш. Бенартці і Р. Талер розгадали загадку прибутковості акцій, тоді як зробити це за допомогою традиційних фінансових моделей не вдалося. Модель Талера описує реакцію ціни на інформацію та передбачає три етапи: недостатня реакція – пристосування – надмірна реакція, які створюють ціновий тренд. Серед інших напрацювань вітчизняних та закордонних дослідників виділимо праці Дж. Бальтуссена [640], Т. Бернхема [558], Дж. Б'юкенена [54], П. Грува [723], Т. Егертсона [701], Т. Єфименко [120], В. Зелізер [567],

А. Капелюш [160], В. Корнєєва [186], В. Кредісова [199], М. Ліпич [253], Ч. Маккея [585], С. Савицького [429], Дж. Стігліца [459], Н. Таллеба [828] та ін. Зазначимо, що думки економістів щодо можливостей та принципів прогнозування цін на фінансовому ринку, особливо в окремих його сегментах зі специфічними фінансовими інструментами (різними видами акцій, облігацій, опціонів, ф'ючерсів тощо), суттєво відрізняються.

Власне неспроможність класичної теорії адекватно пояснити несхильність до ризику, на думку послідовників біхевіористського підходу, зумовлює потребу у створенні нової, більш реалістичної моделі економічної поведінки людей [63, с. 42]. Важливим її елементом є запропонована Д. Канеманом і А. Тверські [746] теорія перспективи (*prospect theory*), яка охоплює вплив низки психологічних чинників у разі ухвалення індивідами рішень за умов невизначеності, зокрема: 1) дуже часто схильні оцінювати ситуацію з огляду на зміну, а не на абсолютний рівень певного показника; 2) значно чутливіші до збитків (втрат), аніж до прибутків (коли йдеться про невеликі суми, вони вважають зниження корисності від збитків приблизно удвічі вагомим, аніж приріст корисності внаслідок аналогічних за обсягом прибутків [802, с. 14]; 3) спадна гранична чутливість до змін відображає зниження впливу змін з їхнім віддаленням від рівня відліку (коли заробітна плата зростає з 1 тис. до 2 тис. грн, це значно відчутніше, ніж її зростання від 6 до 7 тис. грн.).

Наприклад, більшість людей є несхильними до втрат (*loss aversion*) – необґрунтоване прагнення уникнути фінансових втрат навіть у тих випадках, коли це може призвести до ще більших програшів. Це проявляється в тенденції інвесторів до продажу активів, ціни яких зростають, що фактично призводить до зниження їхнього прибутку, тоді як активи, які знецінюються, продають набагато рідше. Результати безлічі психологічних тестів також показують, що люди переоцінюють власні можливості порівняно з можливостями інших і їм властиво пояснювати свої невдачі волею злої долі, а успіхи розглядати як свідчення винятково особистих заслуг. Поєднання цих властивостей людської психології в цілому підвищує волатильність ринків цінних паперів і призводить до виникнення короткотермінової “пам’яті” ринку і до “коливань маятника” у тривалішій перспективі [556]. Інакше кажучи, ринкова віддача акцій відображає ірраціональну, але передбачувану

поведінку людей. Тому ринок, природно, неспроможний перебувати у стані рівноваги, але буде коливатися навколо нього.

Основні положення теорії поведінкових фінансів Д. Канеман та А. Тверські виклали у книзі “Прийняття рішень в умовах невизначеності: евристики та упередження”, виданій 1974 р. Теорія поведінкових фінансів є критикою одного з основних постулатів, на засадах якого в гіпотезі ефективного ринку стверджують, що ринкові ціни в будь-який момент є справедливими саме через раціональність учасників ринку. Згідно з цією теорією, в умовах невизначеності, за наявності чуток, суперечливих фактів, постійної зміни ситуації та невизначеності навколишнього світу, інвестори частіше не здатні приймати оптимальні рішення, аномальна з погляду раціональної моделі поведінка в реальному світі часто є нормальною, а раціональне ухвалення рішень треба вважати винятком [116]. Іншими словами, у теорії поведінкових фінансів стверджено, що реальність суттєво відрізняється від ідеалізованого світу, для якого гіпотеза ефективного ринку та модель оцінки капітальних активів є справедливими, саме через людський фактор.

Проте Д. Канеман також заперечує, що метою його праць є доведення людської ірраціональності: “Недолік раціональної моделі полягає в тому, що для її втілення необхідний розум. Однак де взяти такий розум, який відповідає цій моделі? Кожен з нас повинен знати і розуміти все, повністю і миттєво”. Один з перших послідовників ученого Р. Талер, який, до речі, став лауреатом Нобелівської премії з економіки 2017 р., висловив ту саму думку радикальніше: “Люди зовсім не закінчені ідіоти, але вони і не гіперраціональні машини”. Індивідуальні й спільні праці Д. Канемана та А. Тверські містять значний перелік фактів, ідей і самоочевидних постулатів людської поведінки в процесі ухвалення рішень, який суперечить гіпотезі ефективного ринку. Однак теорія поведінкових фінансів також не дає відповіді на питання, як перемогти ринок, а просто визначає те, що людська психологія безпосередньо впливає на ринкові ціни та їхній рух [431, с. 145]. Отже, поведінкові фінанси можна схарактеризувати як учення про фінансову поведінку економічних суб’єктів та її вплив на стан фінансового ринку.

Ще одна важлива розбіжність між класичним (раціональним) і біхевіористським підходами стосується втілення в життя відомих оптимальних

рішень. Припущення про абсолютну силу волі, яке явно чи неявно використовують у стандартній теорії, часто виявляється досить далеким від реальності. Повсякденні рішення людей нерідко суперечать їхнім усвідомленим довготерміновим інтересам. Такі суперечності між намірами і діями індивідів дають підстави припускати, що люди часто стикаються з проблемою самоконтролю [63, с. 45].

Готовність людей вдаватися до різних механізмів самоконтролю безпосередньо пов'язана з усвідомленням ними змінності своїх уподобань з часом. Для якомога повнішого відображення реальності в ході аналізування проблеми самоконтролю сьогодні використовують три типи економічних агентів [790]. Припускають, що одні індивіди усвідомлюють зміну своїх уподобань з часом, інші наївно вважають їх сталими, а вподобання ще інших справді узгоджені в часі. Як свідчать результати моделювання, ухвалені ними рішення у деяких ситуаціях докорінно відрізняються, що зумовлює важливість подібних досліджень для розуміння і прогнозування поведінки людей. Імовірно також, що, прогнозуючи свої майбутні уподобання, люди насправді поєднують елементи усвідомлення їхньої змінності та наївності щодо цього.

Проблема самоконтролю виявляється особливо актуальною під час аналізування процесу заощадження та інвестування. Як відомо, навіть у країнах з розвиненою економікою значна частина домогосподарств не має жодних заощаджень на період після виходу на пенсію, а в багатьох інших ці заощадження недостатні. Саме тому люди часто намагаються раціонально обмежувати свою поведінку. Усвідомлення значення проблеми самоконтролю передбачає, що суттєвий вплив на рівень особистих заощаджень матимуть особливості виплати заробітної плати (зокрема, різноманітні бонусні схеми) і тонкощі побудови пенсійних програм. У США, наприклад, переважна частина заощаджень домогосподарств припадає на індивідуальні пенсійні рахунки і пенсійні програми. З біхевіористського погляду ці програми просто допомагають вирішити проблему самоконтролю: люди формують спеціальні мислені рахунки для пенсійних заощаджень, а система податкових штрафів запобігає дочасному використанню цих коштів [63, с. 46].

Ще однією розбіжністю є конфлікт між учорашніми і сьогоднішніми вподобаннями, який полягає в тому, що людям, здебільшого, притаманні

прагнення до негайного отримання винагороди (задоволення) в короткотерміновому періоді і водночас нетерплячість у довготерміновому. Зворотним боком нетерплячості щодо задоволення є зволікання з виконанням діяльності, яка потребує часу, зусиль чи витрат. Таку часову структуру вподобань можна адекватніше описати за допомогою так званого гіперболічного дисконтування [636]. На рис. 3.7 показано дві функції дисконтування, які відображають зменшення корисності внаслідок відтермінування споживання на певну кількість періодів.

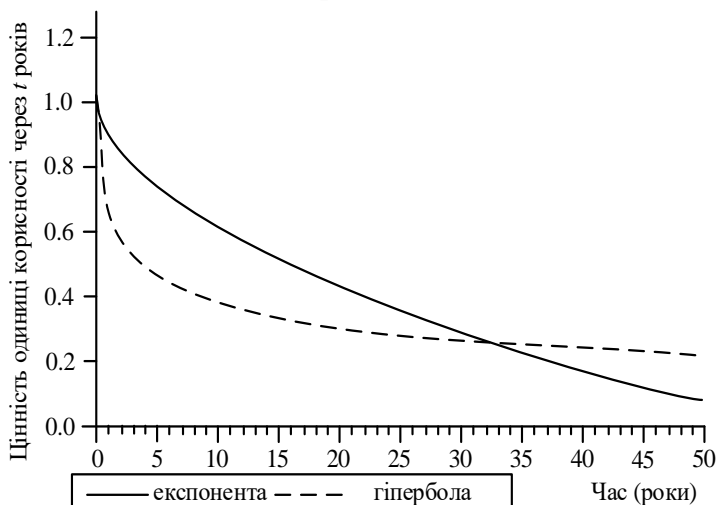


Рис. 3.7. Експоненційна і гіперболічна функції дисконтування [63, с. 47]

Класична теорія використовує експоненційну функцію дисконтування, яка відповідає ситуації узгодженості часових уподобань споживачів, коли цінність одиниці корисності зменшується постійно. Натомість гіперболічна функція дає змогу врахувати різну швидкість зміни корисності в короткотерміновому і довготерміновому періодах. Вдалиий приклад їхнього практичного використання (неузгодженості часових уподобань людей) наводить Дж.Акерлоф [633, с. 424]: в одній компанії працівникам було запропоновано долучитися до програми заощадження, що давала їм змогу заздалегідь вибрати, яку частку приросту заробітної плати заощаджувати. У повній відповідності з гіперболічним законом дисконтування працівники обирали незначний поточний рівень заощаджень, однак погоджувалися

заощаджувати вищу частку в майбутньому. Відтак за невеликий проміжок часу середній рівень заощаджень зріс удвічі.

Гіперболічне дисконтування ліпше узгоджується з даними емпіричних досліджень і дає змогу поліпшити розуміння рішень людей, пов'язаних з розподілом доходу між споживанням і заощадженням [636, с. 49]. Індивіди, уподобання яких можна описати гіперболічною функцією дисконтування, зберігають своє багатство в неліквідній формі і широко використовують позики за кредитними картками, що спричиняє високий рівень заборгованості. Через незначну частку багатства в ліквідній формі такі домогосподарства не спроможні ефективно зрівнювати споживання в часі. Тому щодо них простежується значно тісніший, аніж це передбачає класична теорія життєвого циклу, зв'язок між поточним доходом і споживанням. До того ж цей зв'язок зберігається і після виходу на пенсію, що зумовлює помітне зниження рівня споживання в цей період. Тобто гіперболічний закон дисконтування логічно пояснює надмірну чутливість споживання до змін поточного доходу, що є однією з найактуальніших проблем сучасної теорії споживання–заощадження.

Припущення щодо надмірного егоїзму людини і прагнення нею досягнення винятково власних інтересів з погляду послідовників біхевіористського підходу також є досить суперечливим. Готовність багатьох людей пожертвувати власними інтересами, щоб допомогти іншим (або покарати їх), підтверджена економічними експериментами. Формально врахувати психологічні нюанси ставлення людей до інших допомагає використання функції корисності, яка залежить і від чинника справедливості. Ключову роль тут відіграє чинник взаємності: люди готові дечим пожертвувати, щоб винагородити доброзичливість або покарати нечесність. М. Рабін [801] увів функцію доброзичливості, яка може набувати додатних і від'ємних значень залежно від позитивного чи негативного ставлення до інших. Корисність індивіда залежить від матеріальних чинників і добутку ставлень суб'єктів один до одного. Тобто корисність зростає не лише в разі взаємної доброзичливості (добуток двох додатних чисел), а й у разі ворожого ставлення до осіб, які демонструють неприязнь (добуток двох від'ємних чисел також є додатним числом).

Наприклад, “дилема ув’язнених” – без урахування чинника справедливості ($\alpha = 0$), коли суб’єкти фінансового ринку погоджуються на співпрацю, їхній вигравш становить по 4. У разі якщо лише один з них дотримується угоди про співпрацю, а інший – ні, то вигравш першого становить 0, а другого – 6. Коли ж обидва відмовляться від співпраці, то їхні вигравші дорівнюють 0. Модифікація моделі з урахуванням чинника справедливості, який у табл. 3.1 задано параметром α (відносна вага справедливості порівняно з матеріальною вигодою), змінює ситуацію. Наприклад, якщо перший суб’єкт фінансового ринку дотримується умов співпраці, а інший відмовляється, то додаткова втрата корисності, зумовлена недружнім ставленням партнера, становитиме $-0,5\alpha$. Натомість у разі, коли обидва згодні співпрацювати, корисність кожного з них унаслідок обопільної доброзичливості зростає на величину $0,75\alpha$. За досить великих значень α співпраця стає оптимальним варіантом для обох гравців на фінансовому ринку.

Таблиця 3.1

Дилема ув’язнених з урахуванням чинника справедливості

		Другий суб’єкт Співпраця			
		Так		Ні	
Перший суб’єкт Співпраця	Так	$4 + 0,75\alpha;$	$4 + 0,75\alpha$	$0 - 0,5\alpha;$	6
	Ні	6;	$0 - 0,5\alpha$	0;	0

Джерело: [672, с. 162]

Прагнення до взаємності у стосунках з іншими індивідами виявляється ключовим у ситуаціях, коли йдеться про колективні дії багатьох осіб. Можна простежити прямі аналогії між принципами взаємодії індивідів у деяких видах ігор і проблемою формування та усталення в суспільстві соціальних норм [708, с. 166]. Соціальні норми в цьому контексті можна розглядати як певний різновид біхевіористських громадських благ. Якщо є можливість для покарання осіб, які ухиляються від співпраці, то навіть меншість індивідів, схильних до взаємності у стосунках, виявляється спроможною змусити егоїстичну більшість змінити свою поведінку і погоджуватися на колективні дії [708, с. 165]. Відтак прагнення частини індивідів

до взаємної справедливості може не лише спричиняти суттєві зміни у функціонуванні наявних економічних інституцій, а й вагомо впливати на формування нових [708, с. 178]. Описані вище механізми взаємності у стосунках є важливими в багатьох реальних економічних ситуаціях і найчастіше на фінансовому ринку виявляються у взаємодії між фінансовими посередниками, а на його сегменті – ринку цінних паперів – між торговцями ними.

Подальші дослідження поведінки економічних суб'єктів та динаміки цін на фінансовому ринку дали змогу Б. Мандельброт [775] запропонувати гіпотезу фрактального ринку (ГФР, *fractal market hypothesis (FMH)*), за якою ціни відображають комбінації короткотермінової технічної торгівлі та довготермінової фундаментальної оцінки, а на ринку працюють трейдери та інвестори з різними інвестиційними горизонтами, і це є причиною стабільності та ліквідності ринку. Згідно з цією гіпотезою, учасники ринку з різними інвестиційними горизонтами можуть по-різному оцінювати інформацію, а в певний окремий проміжок часу ринкові ціни відображають не всю наявну інформацію, а тільки ту, що важлива для певного горизонту. Інвестиційні горизонти учасників ринку можуть змінюватись під час отримання та оцінки нової інформації, і через це ринок час від часу може ставати нестабільним. Цей напрям отримав розвиток у працях Е. Петерса [600], Ван ден Берга, Д. Вуда, Д.-Е. Бестенса [559]. Зазначимо, що коротко- та довготерміновий прогнози мають різні завдання, і неможливо навчитися вирішувати їх однаковою мірою. Фінансовий консультант може володіти великою кількістю навиків для успішного виконання короткотермінових фінансових операцій, водночас бути неспроможним вкладати грошові заощадження в довготермінові проекти [571, с. 318].

Дж. Сорос стверджує, що на фінансовому ринку існує двосторонній (рефлексивний) зв'язок між усіма його учасниками. На думку фахівця, рефлексивність – це така взаємодія між ситуацією на ринку та поглядами його учасників, за якої обидві є залежними змінними, де первинна зміна прискорює настання подальших змін як у самій ситуації, так і в поглядах учасників. Через виконання рекурсивних когнітивної (прагнення зрозуміти ринкову ситуацію) та впливової (прагнення підлаштувати реальність під свої бажання) функцій учасники ринку призводять не до рівноваги, а до постійного процесу змін, що ніколи не закінчується. За допомогою цієї теорії Дж. Сорос обґрунтовує, що

процес формування ціни якщо не завжди, то в більшості випадків зумовлений рефлексивними реакціями його учасників, тобто панівними уявленнями або думками про майбутній напрям руху цін [120, с. 35–36]. Завдяки теорії рефлексивності науковий світ звернув більшу увагу на те, як учасники ринку та їхні розуміння ситуації змінюють ситуацію на ринку та сам ринок, і навпаки.

Вагомий внесок у вирішення дискусії щодо раціональної чи ірраціональної поведінки учасників фінансового ринку зробив також Т. Ваге [846], який сформулював гіпотезу когерентного ринку (ГКР, *coherent market hypothesis* (СМН)). Ця гіпотеза ґрунтується на методології соціальної психології, зокрема, нелінійній статистичній моделі з теорії соціальної імітації Е. Каллена і Д. Шапіро [669], та допускає в певні періоди вагомий ступінь прогнозованості поведінки економічних суб'єктів на фінансовому ринку. В основі цієї теорії є аналогія між поведінкою людей у соціальних групах і характером руху молекул металу під впливом електромагнітного поля [550].

Згідно з гіпотезою, параметрами, що визначають характер динаміки цін на фінансові інструменти, є: 1) h – фундаментальні або економічні умови навколишнього середовища (*fundamental bias*)³⁶; 2) k – “групова свідомість” ринку, або специфічні настрої учасників ринку (*degree of crowd behavior*)³⁷. А оскільки стан та комбінації цих двох чинників мінливі, то Т. Ваге зробив припущення, що і стан ринку теж змінюється. Тому Т. Ваге оцінив умовний очікуваний дохід і його стандартне відхилення за різних комбінацій значень k та h :

а) за умов, коли економічні суб'єкти діють на ринку незалежно ($k = 1,8$), за будь-якого (сприятливого чи несприятливого) характеру зовнішніх обставин ($h \in [-0,02; +0,02]$) зміни доходності фінансових інструментів мають випадковий характер, що відповідає умовам гіпотези ефективного ринку (ГЕР);

б) за значень $k > 2,0$ “раціональний індивід” поступається на ринку “колективній свідомості”. Якщо в цьому разі фундаментальні чинники нейтральні, то ринок перебуває в стані постійного хаотичного руху під впливом будь-

³⁶ Визначає характер впливу зовнішніх параметрів на фінансовий ринок. Значення h в інтервалі $[-0,02; 0]$ означає наявність чинників, вплив яких на ціни фінансових активів негативний.

³⁷ Характеризує ступінь узгодженості дій ринкових суб'єктів, значення якого змінюється в межах $[1,8; 2,2]$. Коли $k = 1,8$, то це відповідає критеріям гіпотези ефективного ринку. Якщо значення параметра k вище від 1,8, то означають “поляризацію” дій суб'єктів ринку, а при $k = 2,2$ – максимальну узгодженість дій суб'єктів (“режим на товпу”).

яких незначних подій; якщо $k = 2$, то тренди на ринку зберігаються доти, доки не з'явиться нова інформація; якщо $k = 2,2$, то вияви фундаментальних умов породжують ситуацію когерентного ринку (рис. 3.8).

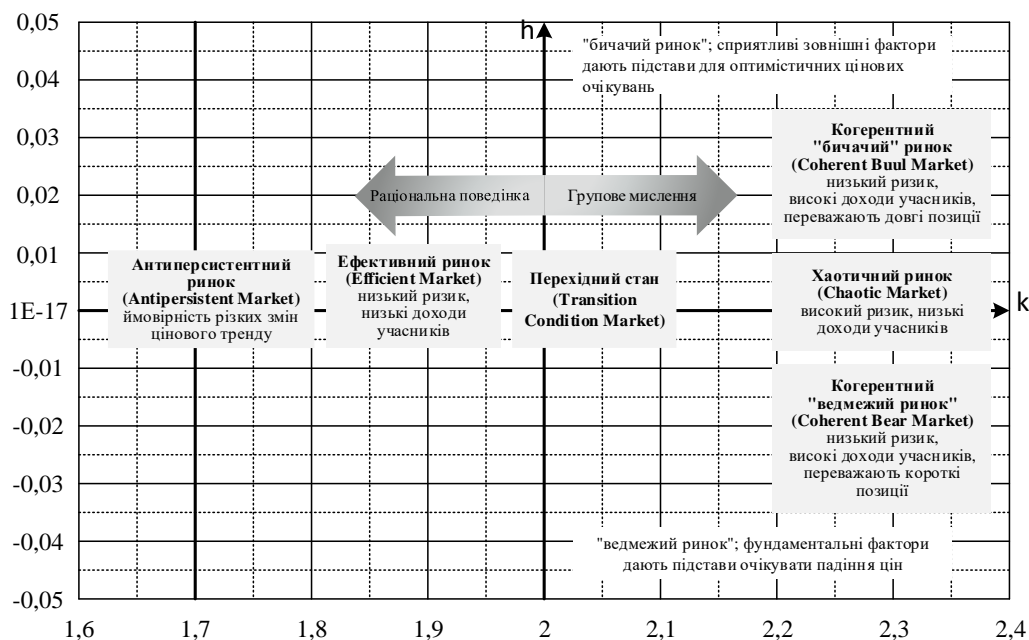


Рис. 3.8. Основні стани фінансового ринку відповідно до ГКР [261, с. 75]

Отже, на думку Т. Ваге, фінансовий ринок може бути:

- ефективним, тобто відповідним випадковому блуканню, де інвестори діють незалежно один від одного;
- перехідним, коли поступово створюються певні ринкові настрої;
- хаотичним, коли настрої інвесторів швидко поширюються в груповій свідомості, проте фундаментальні умови нейтральні або невизначені;
- когерентним, коли сильні позитивні (негативні) фундаментальні чинники в комбінації з сильними інвесторськими настроями можуть породжувати висхідний (низхідний) тренд [846].

Хоча гіпотеза когерентного ринку не достатньо підтверджена емпіричними даними, оскільки існують методичні проблеми під час оцінки вихідних параметрів моделі, проте з методологічного погляду її вважають

[261, с. 75] однією з найадекватніших природі фінансового ринку: модель не настільки чутлива до базових передумов, як математично-ймовірнісні моделі, і передбачає можливість існування різних типів функцій розподілу ймовірності цін фінансових активів залежно від фундаментальних і психологічних чинників, тобто охоплює найрізноманітніші можливі стани розвитку ринкових процесів.

На тлі сучасних соціально-економічних трансформацій прихильники гіпотези когерентного ринку та й інших новітніх гіпотез стверджують, що у сфері фінансових відносин, як і в інших сферах, люди керуються переважно емоціями, що сформовані стереотипами мислення, ілюзіями сприйняття та іншими поведінковими чинниками, які суттєво впливають на ухвалення рішень фінансово-економічного характеру.

Загалом застосування психологічних методів до економічного аналізу засвідчило, що доходи заощадників-інвесторів залежать не тільки від ризиків операцій з цінними паперами і відповідних інвестиційних помилок, а й від реакції на вхідну інформацію, оцінка якої змінюється залежно від психологічного сприйняття. Асиметричність інформації на сегментах фінансового ринку фактично є антитезою їхній прозорості, що безпосередньо впливає на ліквідність [224, с. 289]. Зацікавлені учасники можуть зменшувати асиметричність, поповнюючи необхідну інформацію та оцінюючи її достовірність. Проте така оцінка часто є інтуїтивною, її пояснюють жадобою збагачення під час фази зростання ринку. До проблем цієї оцінки можна зачислити таке доволі часте явище, як надмірна самовпевненість активних (відчайдушних) заощадників-інвесторів [643; 684], коли завищені суб'єктивні очікування інвестиційних перспектив, окрім похибок фундаментального й технічного аналізу, мають і психологічне пояснення.

Наприклад, хоча в сучасних умовах розвитку фінансової системи суб'єкти фінансового ринку для ухвалення рішень використовують перспективні прогнози й статистичну інформацію, дослідження фінансистів-біхевіористів засвідчують відсутність тісного взаємозв'язку між статистичними даними та сприйняттям учасником ринку окремих випадків. Навіть переконлива статистика не мінімізує значення переконань, що ґрунтуються на особистому досвіді суб'єкта, а враження від випадків та ситуацій

з минулого більше впливають на ухвалення рішення, ніж офіційна статистика [160, с. 116]. Заощадник-інвестор, зазнавши значних втрат під час кризи, не поспішатиме активізувати свою діяльність на фінансовому ринку, навіть у разі засвідчених статистикою позитивних тенденцій.

Наголосимо, що ступінь впливу статистичних даних, експертних висновків, прогнозів тощо залежить від рівномірності розподілу таких інформаційних потоків на фінансовому ринку. Оскільки ж інформація розподілена, здебільшого, асиметрично, то це зумовлює підвищення її цінності. Адже чим ліпше поінформований інвестор, тим швидше та адекватніше він реагує на тенденції ринку, отримує вищі прибутки. Тому інформація в цьому середовищі часто набуває ознак товару, що має певний рівень якості. Про те, що збирання інформації повинне приносити прибуток, зазначали С. Гроссман та Дж. Стігліц. Інші дослідники [405, с. 227] зробили висновок про необхідність розвитку інформаційної підсистеми інфраструктури фінансового ринку, яка б виконувала збирання, опрацювання й аналізування інформації, а продаж цієї інформації зменшував би витрати її користувачів. На жаль, учасники фінансового ринку частіше цікавляться постачальниками небезпечної, ризикової або сумнівної інформації й не помічають тих, хто говорить правду.

Зазвичай, саме сумнівна інформація, а не достовірна, поширюється швидкими темпами, а її деструктивний вплив посилюють ефекти “інформаційного каскаду” та “натовпу”, що й призводить до паніки на ринку та зростання ймовірності виникнення фінансово-економічних криз у державі. Наприклад, уведення тимчасової адміністрації в БрокБізнесБанк 2014 р. спричинило недовіру до всієї банківської системи України і призвело до масового відтоку вкладів населення. На думку В. Корнєєва [186], сучасні економічні негаразди є не стільки кризою ліквідності, скільки кризою довіри. Цю позицію у 2017 р. поділяло і керівництво НБУ: “Очищення банківської системи України призвело до тимчасової втрати довіри до неї, проте цей процес необхідно було пройти; він видозмінив українську банківську систему: тільки платоспроможні, повністю прозорі банки знайдуть своє місце на ринку. Основним наслідком цієї реформи (з метою відновлення довіри) є те, що кінцеві власники можуть бути притягнуті до юридичної відповідальності за доведення їхніх банків до банкрутства” [91].

Зазначимо, що 2015 р. подібна ситуація виникла на фондовому ринку Китаю. Проте уряд країни своєчасно зреагував: заборонив “поширювати наклепницьку й панічну інформацію” про стан національної економіки і фінансового ринку та розпочав розслідування щодо “нечесних” трейдерів [628]. Згодом завдяки позитивним статистичним даним і діям фінансових регуляторів, що мали на меті зупинити панічні продажі цінних паперів, намітилася стабілізація та навіть певне зростання у фондовому сегменті фінансового ринку Китаю. Однак влада країни вжила заходів, неприйнятних для європейських чи американських регуляторів та ринкової економіки загалом [230, с. 78].

Отже, реагування учасників фінансового ринку на нову інформацію інколи виявляється у крайнощах: повне ігнорування інформації (ризиків) або надання їй надмірного значення. Подібні ситуації можуть зумовити явище інформаційного каскаду: повідомлення у ЗМІ про порівняно незначну подію здатне призвести до загальної паніки, що потребуватиме масштабних дій держави. Очевидно, що це явище суттєво перешкоджає раціональному розподілу суспільних ресурсів та знижує ефективність фінансового ринку. Деструктивний вплив інформаційних каскадів посилює ефект натовпу – об’єднання людей у групи задля самозбереження. Ця життєва необхідність збереглась у підсвідомості й сучасного покоління.

На фінансовому ринку найбільшою небезпекою для його учасників є фінансові втрати, зумовлені неспроможністю контролювати ситуацію та динаміку цін. Тому цей ризик, невизначеність і невпевненість провокують учасників ринку на пошук “лідера”, у якого є чітка позиція щодо ухвалення рішень. Така тенденція стає масовою: у підсумку розрізнені та самостійні економічні агенти перетворюються у натовп. На переконання більшості економістів, улившись у натовп, учасник фінансового ринку стає довірливим, непослідовним у діях, керується не розумом, а емоціями. Ставши частиною цілого, учасник припиняє думати самостійно.

Уперше кілька масових психозів на фінансовому ринку описав у 1841 р. Ч. Маккей [585, с. 114], зокрема, “голландську тюльпаноманію” 1634 р. та “інвестиційний бум Південних морів” 1720 р. в Англії. “Тюльпаноманія” у Нідерландах почалася як звичайне підвищення цін на розсаду цієї рослини, яке тривало доволі довго, і заможні голландці повірили в

неминуче подальше зростання. Багато з них, залишивши колишні заняття, перейшли на вирощування та продаж цих квітів і ставали тюльпановими брокерами. Банки брали тюльпани під заставу позик, набирали обертів спекуляції. Закінчилася “тюльпаноманія” сплеском продажів та стрімким знеціненням квітів; у підсумку – високий рівень безробіття й бідності в країні. Ч. Маккей зазначив, що “люди швидко божеволіють у натовпі, а повертаються до розсудливості повільно і поодиночі”.

Прогнози аналітиків теж вносять деструктив у сприйняття інформації учасниками фінансового ринку. По-перше, їх можуть готувати з наперед визначеною метою, по-друге, їх розробляють експерти, які не позбавлені впливу поведінкових ефектів. Друге зумовлено тим, що фахівець будь-якої сфери завдяки багаторічному досвіду часто на інтуїтивному рівні ухвалює рішення. На практиці неефективні інвестиційні рішення найчастіше виявляються у формі надмірно активної торгівлі та зайвого прийняття ризику, що в підсумку призводять до збитків за інвестиційним портфелем. Компаніям, у яких прислухаються до слів самовпевнених експертів, на думку Н. Таллеба [828], потрібно готуватися до втрат, оскільки неадекватне розуміння невизначеності контексту гарантовано зумовлює невиправдані ризики для суб'єктів фінансового ринку.

Зокрема, надмірна самовпевненість експертів і помилковість розроблених прогнозів розвитку економіки США зумовили бум на іпотечному ринку, який спричинив світову фінансово-економічну кризу 2008–2009 рр. На той час середній рівень заощаджень знизився фактично до нуля. Постійне зростання темпів споживання повністю забезпечували позикові ресурси. Високі ціни на нерухомість давали змогу власникам будинків отримувати гроші під заставу своїх активів. Кредити під заставу переоціненої нерухомості, обсяг яких за рік досяг 975 млрд дол., або понад 7% ВВП США, дали змогу позичальникам не тільки зробити початкові внески на купівлю нових автомобілів, а й розраховувати на отримання коштів для пенсійного забезпечення. Усі ці запозичення робили на підставі ризикованого припущення експертів, що ціни на житло зростатимуть або принаймні не знижуватимуться. У підсумку дві третини ВВП держави були пов'язані з ринком житлової нерухомості: житлове будівництво, купівля предметів побуту для

будинку або отримання кредитів під заставу нерухомості, які спрямовували на споживання.

Отже, ажіотажні фінансові спекуляції і кредитна експансія напередодні світової кризи, яка розпочалася з проблем на іпотечному ринку США, а згодом охопила й інші ринки, також були психологічно зумовлені, що особливо виявилось у споживчій сфері. Згідно з даними ОЕСР, перед кризою рівень заборгованості домогосподарств у світі постійно зростає. Наприклад, наприкінці 2006 р. найвищим цей показник був у Великій Британії – 159 % ВВП (з яких 83 % забезпечувалось житлом, а 17 % не мали застави чи гарантій), у США – 135 % ВВП, у Канаді – 126 % ВВП [49, с. 35]. На відміну від зразків пуританської етики М. Вебера, формування специфічної сучасної “культури бажань” підтримане кредитними програмами, які, за словами Д. Кортена, “створюють видимість того, що яскраве життя можна легко купити” [577, с. 140]. Проте практика неодноразово підтверджувала, що масове споживання в борг дає тільки тимчасовий ефект і часто не є продуктивним, навіть у середньотерміновій перспективі.

Фінансування споживчих витрат (на відміну від інвестиційних) є прихованою формою “проїдання” грошового капіталу, оскільки його обіг поза межами виробництва не дає довготермінових доходів ні кредитору, ні позичальнику. Крім того, якщо предмет споживання – іноземного виробництва, то це ще більше посилює проблеми національної економіки, погіршує платіжний баланс та загрожує макроекономічною нестабільністю, оскільки так вітчизняні споживачі фінансують іноземну економіку. Наприклад, напередодні кризи у 2007 р. Україна посідала сьоме місце в Європі з продажу автомобілів населенню, які, головню, були придбані в кредит. Подібна ситуація простежувалася і щодо побутової техніки. Отже, потенційні інвестиційні кошти не було використано для фінансування розвитку реального сектора. Сформована і донедавна штучно підтримувана банківським кредитуванням субкультура недалекоглядної спекуляції (роздрібне споживче кредитування значно прибутковіше, ніж інвестиційне) з переважанням швидкого зиску над міркуваннями хоча б середньотермінового інвестування виявилась антиплатформою вітчизняного фінансового ринку.

Саме жадібність фінансових посередників та їхня цільова спрямованість на отримання високих прибутків, на думку Дж. Стігліца [459], стали чи не головними причинами кризи. Адже створення сумнівних нових фінансових інструментів та переважання операцій з надмірними ризиками ні в кого не викликали тривоги: ні в заощадників (які повинні перевіряти вкладення власних грошей), ні у фінансових посередників (які мають контролювати гроші, передані їм в управління), ані навіть у регуляторів (які повинні інспектувати фінансову систему загалом). Отже, світовий досвід і практика господарювання свідчать, що ірраціональність у поведінці учасників фінансового ринку може призводити до руйнівних наслідків у масштабах національної економіки [709]. Така ірраціональність може бути зумовлена як психологічно-емоційним станом економічного суб'єкта, так і особливостями його реагування на зміни в інформаційному середовищі (прогнози та статистичні дані, повідомлення у ЗМІ, заяви експертів та аналітиків тощо) [160, с. 113].

Як бачимо, в економічній науці історично сформувалися два погляди на поведінку економічних суб'єктів на фінансовому ринку, які відповідають двом різноманітним інтерпретаціям його ефективності: 1) ринок є ефективним за своєю природою – учасники ринку є “раціональними максимізаторами”, які прагнуть до оптимального розподілу коштів; 2) ринок є неефективним – ірраціональна поведінка учасників. Відповідно, є два погляди на доцільність державного регулювання фінансового ринку та необхідність впливу на поведінку його учасників: за ефективного ринку будь-яке зовнішнє втручання має бути зведене до мінімуму; за неефективного ринок потребує регулятора(ів), який(і) впливатиме(уть) на поведінку учасників та підтримуватиме(муть) ефективне функціонування ринку, яке без нього(них) неможливе [89 с. 257].

Нагадаємо, що в рамках неокласичної школи під терміном “ефективність фінансового ринку” прийнято розуміти винятково інформаційну ефективність, тобто ступінь швидкості й повноти відображення всієї інформації, що впливає на ціноутворення фінансових активів. Водночас, на думку І. Рекуненка [405, с. 228], його ефективність залежить від того, наскільки добре працюють фінансові інститути, правила регулювання ринку та правова база економіки загалом. Тобто ринкова ефективність – це наслідок

впливу на ринок (і в кінцевому підсумку на процес ухвалення рішення економічним суб'єктом) завдяки використанню технологій і дотримання певних норм, стабільних інститутів, за допомогою яких можна досягти зниження витрат на виконання угод. Цікаво, що неокласичні моделі ефективного ринку (моделі рівноваги ринків цінних паперів та ефективного розміщення тимчасово вільних грошових коштів), які з'явилися наприкінці ХХ ст., ґрунтувалися на припущенні, що інститути регулювання стабільні, і на всіх сегментах фінансового ринку нема ризиків, пов'язаних з невиконанням деяких контрактів, а “правила гри” однакові для всіх учасників, тому в них не розглядали проблеми ефективних інститутів, тим більше інститутів інфраструктури фінансового ринку. Однак насправді це не зовсім так, особливо якщо враховувати, що регулювання фінансового ринку в різних країнах відбувається по-різному. Крім того, не в усіх країнах інститути інфраструктури розвинуті та мають певну стабільність (незалежність). У країнах з перехідною економікою вони тільки сформувалися і їхня здатність повноцінно виконувати зазначені функції викликає сумніви.

Учений вважає, що ефективне функціонування фінансового ринку в сучасному суспільстві можливе тільки за умови появи інституалізованого кумулятивного профілю довіри. Потенційні учасники фінансових взаємовідносин повинні відчувати довіру до різноманітних організацій, інститутів, що опосередковують фінансову взаємодію. У такому разі створюється складний ланцюг: від організацій, що забезпечують технічне просування будь-якого повідомлення, що містить розпорядження та дозвіл про зняття грошей з рахунку й оплати придбаних фінансових активів, до банку або іншої фінансової компанії, що відповідає за збереження і розпорядження коштами вкладника та до установ, що приймають гроші й виконують замовлення. Саме від реалізації цього механізму залежатиме ступінь ефективності ринку. Загалом можна констатувати той факт, і про це свідчать різноманітні докази, що фінансовий ринок може бути розвиненим, проте не ідеально ефективним. У більшості випадків учасники ринку мають лише обмежені знання, а витрати на пошук інформації високі.

Сьогодні є широкий спектр фінансових моделей щодо розвиненості й ефективності фінансового ринку, однак про жодну з них не можна сказати, що вона повністю завершена. Емпіричні дослідження [405, с. 230]

засвідчують, що більшість сучасних моделей не поєднує цих двох основних характеристик фінансового ринку, а є окремими, незалежними та не означають відповідність ринку його стану з урахуванням тієї чи іншої форми розвитку й ефективності.

За ірраціональної поведінки, яка масово виявляється, здебільшого, під час криз, держава повинна бути не тільки пруденційним наглядачем, а й фінансовим та організаційним агентом [504, с. 97]. Це стосується комплексу питань щодо залучення державних фінансів до регулювання фінансових потоків між секторами економіки, реформатування відносин з бізнесом та домогосподарствами й формування основи для подальшого соціально-економічного розвитку. Отже, необхідним є глибше дослідження теорії біхевіористських фінансів з подальшим практичним впровадженням отриманих результатів у систему як саморегулювання, так і державного регулювання фінансового ринку. Здатність передбачати характер реагування суб'єктів фінансового ринку є умовою підвищення регуляторного потенціалу держави, оскільки дії регулятора можуть зумовлювати нерозуміння або навіть спротив, що знизить очікувану результативність застосовуваних заходів.

Як відомо, в Україні сьогодні функціонують три державні регулятори фінансового ринку, які відповідають за різні його сегменти, що ускладнює сам процес регулювання, призводить до їхніх неузгоджених (а інколи й протилежних) дій та ускладнює розуміння суспільством і учасниками ринку напряму фінансової політики держави. З метою підвищення ефективності фінансової політики Президент 20 липня 2015 р. подав на розгляд Верховної Ради проект Закону “Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо консолідації функцій із державного регулювання ринків фінансових послуг” [388], який, на жаль, поки що прийнято лише за основу (7 липня 2016 р.). Законопроект передбачає ліквідацію Нацкомфінпослуг і розподіл функцій між Національним банком України та Національною комісією з цінних паперів і фондового ринку (НКЦПФР). Передбачено, що ця комісія консолідує функцію нагляду над діяльністю недержавних пенсійних фондів, фондів фінансування будівництва, фондів операцій з нерухомістю, емітентів іпотечних сертифікатів і довірчих товариств, а

нагляд за страховими компаніями, кредитними спілками й установами, бюро кредитних історій і фінансовими установами перейде до НБУ.

Зазначимо, що, на думку Д. Канемана [745], громадяни часто можуть спотворено сприймати рішення органів державної влади (державне регулювання) через застосування тих чи інших методів їхнього впровадження, навіть якщо загальний напрям дій правильний. Наприклад, ініційовану Президентом реформу не сприйняли страховики, які побоюються, що НБУ застосує до них такі ж вимоги, як до банківських установ, зокрема щодо розкриття інформації про кінцевих бенефіціарів. (У підсумку закон досі не ухвалено). З огляду на це Д. Канеман наголошує на потребі й важливості розроблення економічної політики на засадах об'єднання знань експертів з емоціями суспільства для мінімізації ризиків неправильного сприйняття. Адже один з уроків світової фінансової кризи полягає в тому, що конкуренція між експертами й учасниками фінансового ринку формує могутні сили, що прирікають суспільство на ризики та невідомість.

Сьогодні підтримку двостороннього зв'язку з суб'єктами фінансового ринку широко використовують у практиці багатьох країн (у тому числі в Україні), а розроблення та затвердження нормативно-правових актів відбувається не лише з ініціативи державних регуляторів. У багатьох випадках до складу робочих груп входять представники піднаглядних установ, асоціацій, органів саморегулювання, професійних спілок тощо.

На наш погляд, державна регуляторна політика має посилити координаційну функцію, а державні регулятори – брати безпосередню участь в інформаційних потоках фінансового ринку, підвищуючи рівень прозорості й відкритості процесу ухвалення рішень. Важливу роль відіграє й швидкість реагування на зміни в динаміці та кон'юктурі фінансового ринку. Однак в Україні під час виконання регуляторами їхніх функцій виникають певні проблеми, які, головню, пов'язані зі складністю і непрозорістю порядку ухвалення нормативно-правових актів та забюрократизованістю самого процесу.

Зазначимо, що більшість нормативно-правових актів, набуваючи чинності, відрізняється від проектів, створюваних спільними робочими групами з суб'єктами фінансового ринку. Здебільшого, відмінність – не на ліпше через коригування спеціалістів інших державних органів, які не володіють специфікою фінансового ринку, проте розглядають та погоджують

ззначені акти. З огляду на це вітчизняні науковці [160, с. 120] пропонують удосконалити законодавство, зокрема, Закон України “Про засади державної регуляторної політики у сфері господарської діяльності” щодо повноважень відповідного органу. Ідеться про мінімізацію можливостей Державної регуляторної служби України впливати на суть норм, викладених у проекті регуляторного акта, за умови висновків щодо відсутності в ньому дискримінаційних норм і норм, що мають корупційний чинник.

Водночас, як уже зазначено, держава, виконуючи регулятивні функції, не повинна обмежуватися роллю наглядача. Емоційним та імпульсивним учасникам фінансового ринку, що діють в умовах асиметрії інформації, для ухвалення рішень необхідний “дороговказ”, яким має стати держава. Зважаючи на широкий спектр інструментів впливу, державні інституції здатні підштовхувати суб’єктів до ухвалення економічно обґрунтованих рішень. Власне на ідеї “лібертіанського патерналізму” ґрунтується напрям поведінкової економіки. Підштовхування побудоване на психологічних принципах ухвалення рішення учасником фінансового ринку. Згода з умовами, що їх висуває держава, сприймається як правильний вибір. Відмова ж – вольова дія, що потребує зусиль та більшої відповідальності.

Ідеї “вільного патерналізму” активно використовують у багатьох країнах світу. Наприклад, запроваджена у США 2003 р. державна програма “Збережи більше завтра” пропонує працівникам компаній та бюджетних організацій збільшувати внески в пенсійний фонд на фіксовану суму за кожного зростання заробітної плати. Ця операція відбувається автоматично за умови, що працівник не оформить письмової відмови. Програма спрямована на підвищення рівня національних заощаджень і стимулювання розвитку фінансового ринку. З погляду поведінкових фінансів така пропозиція заощаджувати не викликатиме спротиву щодо негайних втрат, адже збільшення внесків пов’язане з підвищенням зарплати, що трансформує поточні втрати в майбутні доходи, а також є можливість вибору. Інший приклад: у Великій Британії при уряді створено спеціалізований підрозділ “Група поведінкового інсайту”, основною метою якого є застосування поведінкової фінансової науки у вирішенні державних завдань.

Урахування біхевіористських аспектів у державній політиці набуває популярності у світовому масштабі. Особливо актуалізується дослідження

виміру відчуття “благополуччя – страждання” у громадян як індикатора ефективності державного регулювання економіки. Інформацію про динаміку цього показника братимуть за основу під час розподілу бюджетного фінансування та визначення міри жорсткості регуляторних функцій держави. Як передбачає Д. Канеман [745], значущість індикатора посприє його внесенню в національну статистику багатьох країн – поряд з рівнем безробіття та ВВП. Наприклад, у Непалі вже функціонує, щоправда, поки що єдине у світі, міністерство щастя громадян. Швеція ж офіційно переходить на 6-годинний робочий день і це ніяк не вплине на розмір заробітної плати [621]. Остання зміна відбувається завдяки біхевіористським експериментам, які довели, що працівники встигають за шість годин виконати такий же обсяг роботи, що й за вісім. У них з’являється більше часу та енергії для особистого життя, вони почувають себе щасливішими й успішнішими. Завдяки цьому підвищується продуктивність і результативність праці. Сьогодні перспективи переходу на 6-годинний робочий день обговорюють парламентарії ще кількох країн, зокрема Фінляндії.

З іншого боку, лунають заклики до зменшення кількості робочих днів із твердженням, що це піде на користь і компаніям, і їхнім співробітникам, тому світу потрібно задуматися про масовий перехід на 4-денний робочий тиждень. Проведені психологами експерименти засвідчили, що за зниження тривалості робочого часу люди можуть ефективніше зосередити свою увагу, обсяг виконаної роботи залишається таким же, а якість і креативність найчастіше зростають. “І вони більш лояльні до організацій, які готові проявити гнучкість щодо їхнього життя поза роботою” [424]. Водночас компанії, які зменшили робочий тиждень, виявили, що це приводить до підвищення продуктивності персоналу і зниження професійного вигорання. Крім того, експерти навели дані Організації економічного співробітництва і розвитку: що більше часу витрачається на роботу, то нижча продуктивність праці і ВВП на кожен годину роботи. Наприклад, Південна Корея і Мексика лідирують за кількістю відпрацьованих громадянами годин за рік серед 36 найбільш розвинених країн світу. Однак перепрацювання не підвищують продуктивності праці, яка в обох країнах близька до мінімального рівня в цій групі. З огляду на це Федерація британських

профспілок запропонувала зменшити робочий тиждень у країні до чотирьох днів [717].

Отже, з погляду поведінкової економіки державне регулювання фінансового ринку потребує реформування в напрямі впровадження відповідних психологічних інструментів для посилення та правильного сприйняття імпульсів суб'єктами ринку через фінансові змінні, тобто підвищення дієвості монетарної та фіскальної політики. Наголосимо, що в розвинених країнах регулярно досліджують ефективність обох політик та їхніх передавальних механізмів [206, с. 332–392]. Результати аналізу дають змогу ліпше зрозуміти зв'язки між фінансовим та реальним секторами економіки для ухвалення зважених рішень щодо тактичних дій фінансової політики, що сприяє формуванню в економічних суб'єктів відчуття стабільності й присутності держави. Адже позитивну динаміку макропоказників більше визначають саме спокій та впевненість учасників фінансових відносин. З огляду на це науковці [283, с. 60] вважають канал “очікування (довіри) суб'єктів ринку” одним із найважливіших. Він характеризує вплив інструментів фінансової політики держави на очікування економічних суб'єктів щодо валютного курсу та макроекономічної ситуації загалом, а також вплив на їхні рішення, що визначають рівень заробітних плат, зайнятості, споживання, заощаджень, інвестицій, виробництва, інфляції тощо.

Необхідність урахування очікувань та настроїв учасників фінансового ринку виходить далеко за межі реалізації фінансової політики і стосується проведення економічної політики держави загалом. Аналізуючи світовий досвід, можна знайти величезну кількість прикладів неспроможності держави побудувати реалістичні прогнози економічної динаміки й оцінити ефективність ужитих регуляторних заходів. На сучасному етапі розвитку для дієвого регулювання фінансових відносин уже недостатньо користуватися лише моделями класичної економічної теорії, що розглядає суб'єктів ринку тільки з позиції їхньої раціональної поведінки.

Практика суспільного життя в поєднанні з його осмисленням ученими впродовж кількох століть сформувала аксіоматичну думку, що кожному члену суспільства властива індивідуальність, яка водночас швидко нівелюється в разі розгляду суспільства як сукупності індивідів. Перевага загального над індивідуальним дає змогу робити прогнози щодо моделей

людських дій у відповідь на зміни в обмеженнях, незважаючи на те, що окремого суб'єкта вважають здатним свідомо вибирати з тих варіантів, які має перед собою. Як зазначає Дж. М. Б'юкенен [54, с. 19], з цього фундаментального відкриття починається класична економічна теорія, проте воно одночасно мінімізує її універсальність. Наприклад, закон попиту передбачає, що зі зниженням ціни товару збільшується його продаж на ринку, однак зростання попиту кожного окремого покупця визначає крива індивідуального попиту.

Співвідношення індивідуального та загального в суспільній поведінці, проте з погляду створення та функціонування держави аналізує у своїх наукових пошуках Р. Масгрейв [54, с. 31]. На думку вченого, держава є асоціацією індивідів, які займаються спільною справою, покликаною вирішувати проблеми співіснування в суспільстві, зокрема, і під впливом зовнішніх ефектів, на які не може адекватно відреагувати ринок і які потребують політичної волі. Держава як спільне підприємство окремих осіб має відображати їхні інтереси і турботи й гарантувати ефективне забезпечення суспільних благ, що потребує політичних інституцій і колективного визначення поведінки.

Оцінка вітчизняної практики регулювання фінансового ринку дає змогу зробити висновок, що державні інституції (зокрема НБУ) досить адекватно сприймають виклики сучасності й адаптивно змінюють підходи в регуляторній сфері. Водночас регуляторній політиці не вистачає систематичності й послідовності, що значно знижує її потенційну ефективність. На сучасному етапі державна регуляторна політика має стати гнучкішою, враховуючи таке: по-перше, поведінкові ефекти фінансового ринку; по-друге, переорієнтацію уваги з відносин держава–приватний сектор на внутрішні відносини між економічними суб'єктами приватного сектора. Виконання цих умов забезпечить можливість оцінювати й прогнозувати впадобання і настрої (поведінку) учасників фінансового ринку.

З огляду на суттєві трансформації у сприйнятті економічних і соціальних реалій сьогодні завдання економічної науки – розробити нову теоретико-методологічну основу для проведення гнучкої регуляторної політики держави. Адже, як писав Дж. М. Б'юкенен [54, с. 29], “вікно, у яке

я дивитимусь завтра, ...не буде тим самим, що сьогодні, – з обох відомих нам причин. Моє власне сприйняття, розуміння та інтерпретації неминуче змінюються з часом. Неминуче вічно змінюється і об'єкт спостереження". Однією з таких змін є вже відомий факт (*п. 1.2*), що в умовах формування цифрової економіки частка класичних фінансових посередників в організованих заощадженнях зменшується та змінюються усталені стандарти фінансової поведінки економічних суб'єктів. Їхні уподобання та вибір фінансових інструментів щораз більше ґрунтуються не стільки на знаннях, скільки на інтуїції, поглядах та переконаннях. Тому формалізація правил поведінки всіх учасників фінансового ринку є необхідною для захисту заощадників-інвесторів, особливо на нових сегментах ринку з інноваційними фінансовими продуктами.

Основною метою економічної політики держави нині має стати стимулювання домогосподарств до заощаджень, раціональної ощадно-інвестиційної поведінки, забезпечення розвитку інфраструктури фінансового ринку та фінансового посередництва, підвищення рівня фінансової грамотності і довіри населення до фінансово-кредитних інституцій. Кінцева мета такої політики – збільшення частки організованих заощаджень домогосподарств, оскільки досі найпоширенішою їхньою формою є купівля іноземної валюти, а не більш раціональні форми, скажімо, депозити чи придбання цінних паперів.

Отже, сьогодні не тільки економічні, а й психологічні, релігійні, етичні, культурні та інші чинники відіграють щораз важливішу роль у спонуканні до відмови чи згоди користуватися пропонованими ринком фінансовими інструментами. А пошук і виявлення чіткої детермінації соціокультурних та економічних компонентів фінансових новацій на засадах взаємної довіри набувають вирішального значення для їхнього поширення. Оскільки з розвитком технологій та формуванням цифрової економіки посилюється конкуренція між організованими та неорганізованими сегментами фінансового ринку, то підтримка і заохочення державою саме перших повинна стати основою кругообігу грошових коштів, що дасть змогу регуляторам контролювати походження капіталу, протидіяти його відмиванню, заохочувати легалізацію.

У сучасних умовах господарювання важливим суб'єктом поведінкових фінансів стають держави, причому узгодженість їхніх дій є обов'язковою умовою стабільного розвитку національних фінансових ринків. Водночас реформування бюджетно-податкової, монетарної, соціальної складових вітчизняної стратегії сталого розвитку економіки потребує прозорого та послідовного оновлення як державних, так і саморегульованих механізмів регулювання фінансового ринку, спрямованих на уникнення макроекономічних диспропорцій.

Очевидним є те, що психологічні чинники сьогодні відіграють значно важливішу, ніж вважали ще донедавна, роль у поясненні численних аспектів економічної поведінки людини. У багатьох ситуаціях результати, отримані в межах біхевіористського підходу, гармонійно доповнюють висновки стандартної економічної теорії і поглиблюють розуміння найрізноманітніших економічних процесів. Це дає підстави прогнозувати посилення тенденції включення в економічні моделі індивідів, яким притаманні людські обмеження і недоліки, тобто поступовий перехід за побудови цих моделей від *Homo Economicus* (раціональних індивідів, позбавлених емоцій) до *Homo Sapiens* (квазіраціональних, підвладних емоціям людських істот) [833, с. 140].

Відтак залучення психологічних чинників до економічного аналізу означає використання повнішої інформації про поведінку людини і призводить до ускладнення моделей, подібно як це сталося в багатьох сферах економічної теорії за врахування детальнішої інформації щодо інституцій [672, с. 175]. Врахування у моделях концепцій обмеженої раціональності, проблеми самоконтролю, обмеженого егоїзму і прагнення до обопільної доброзичливості дає змогу ґрунтовніше пояснити процес ухвалення індивідами (економічними суб'єктами) рішень у багатьох ситуаціях. З-поміж галузей економічної науки, де біхевіористський підхід засвідчив свою ефективність, можна назвати низку теорій, зокрема: фінансових ринків, споживання/заощадження, менеджменту, корпоративних фінансів, економіки добробуту та ін.

3.3. Концепції та інструментарій дослідження фінансового ринку на макрорівні економіки

На відміну від мікроекономіки, де економісти в більшості своїй прийшли до єдиного розуміння дуже багатьох питань, в макроекономіці до подібного консенсусу ще далеко. Різноманіття макроекономічних підходів і труднощі, пов'язані з отриманням та аналізом достовірних даних перешкоджають отриманню точної та однозначної інформації про стан справ в національній економіці. Наявність доволі вагомих розбіжностей у загальних підходах та неоднозначних тлумачень, на основі яких розробляють, прогнозують та оцінюють заходи державної економічної політики, зумовлюють очевидний суб'єктивізм в розумінні макроекономічної ситуації. Водночас процес зближення підходів щодо розуміння ключових проблем макроекономіки поступово набирає обертів [854]; вдалим прикладом тут може слугувати досягнення консенсусу стосовно монетарної політики [64; 716].

Макроекономіка оперує агрегованими економічними поняттями, змінними та показниками, тобто до уваги беруть не індивідуальні мотиви окремих економічних суб'єктів, а їх сукупність на рівні національної економіки. Інакше кажучи макроекономічний інструментарій дає змогу досліджувати ефективність функціонування фінансового простору країни та його загальнонаціональних механізмів (фінансового ринку, державних фінансів і ринку фінансових послуг), процес формування рівноваги на ньому, її вплив на стан реального сектору і макроекономічну рівновагу держави загалом.

Перш за все необхідно зазначити, що якщо на мікрорівні грошові кошти – це переважно готівка, а купівля цінних паперів (фінансових інструментів) – це інвестиції (вкладення грошей з метою отримання віддачі), то на макрорівні все складніше: залежно від рівня агрегування змінюється й розуміння поняття “гроші”.

Гроші є найважливішим елементом макроекономічної теорії, економічної політики держави та повсякденного життя економічних суб'єктів. Візьмемо за основу нейтральне та водночас містке визначення грошей: сукупність фінансових активів, які регулярно використовують для здійснення економічних операцій. У процесі цивілізаційного розвитку гроші

еволюціонували разом з суспільством, намагаючись задовольнити його економічні інтереси. Все почалося з бартеру, прийшовши до загального еквівалента, металевих, а згодом паперових грошей і завершилося на сучасному етапі банківськими, електронними та віртуальними (криптовалютами) грошовими коштами.

Утім, незалежно від форми найхарактернішою рисою грошей є їхня абсолютна ліквідність – спроможність практично миттєво і без втрат обмінюватися на будь-які інші види активів (за грошові кошти можна завжди купити будь-що). Тому у сучасному світі функції грошей виконує не тільки готівка, а й її замітники – банківські гроші (карткові, чекові й депозитні рахунки), фінансові гроші (облігації, акції тощо) та віртуальні гроші (криптовалюти). Що більше заміників створюється в економіці, то більше грошей ми бачимо, тобто тим ширше визначення грошових коштів використовуємо.

Виникає проблема класифікації: де проходить межа між грошима й іншими фінансовими активами? Безперечно, готівка це гроші; а ощадні рахунки, внески в інвестиційні фонди, облігації, акції – теж гроші? Тоді, може й нефінансові активи, такі як земля чи нерухомість теж гроші? У якій мірі кожному активу сучасної економіки притаманні функції грошових коштів – здатність у певних часових і просторових умовах функціонувати у ролі загального еквівалента? Більшість економістів виходить з того, що гроші – це символи влади, а внутрішня вартість грошей не має значення, тобто грошима є все те, що держава визнає ними [603, с. 26–27]. Але тоді постає питання з криптовалютами, адже більшість держав досі офіційно не визнали їх грошима. Отже, критерії розмежування грошей і фінансових активів не узгоджені досі.

З огляду на це, визначення кількості грошей в економіці (грошової маси), тобто їх агрегування, теж стає проблемним. Тому економісти для вимірювання кількості грошей використовують не один, а декілька грошових агрегатів, які містять різні за рівнем ліквідності складові грошових коштів. Грошові агрегати – це зобов'язання депозитних корпорацій перед іншими секторами економіки, крім сектору загального державного управління та інших депозитних корпорацій [99]. Складовими грошових агрегатів є фінансові активи у формі готівкових коштів у національній валюті,

переказних депозитів, інших депозитів, коштів за цінними паперами, крім акцій, що емітовані депозитними корпораціями та належать на правах власності іншим фінансовим корпораціям, нефінансовим корпораціям, домашнім господарствам та некомерційним організаціям, що обслуговують домашні господарства.

Згідно традиційного підходу, грошові агрегати обчислюють приєднанням до попередніх величин нових грошових компонентів у послідовності, що характеризує зменшення їхньої ліквідності [329, с. 349]. Тобто кожний наступний грошовий агрегат містить попередній плюс новий блок фінансових активів, який є менш ліквідним порівняно з попереднім. У такому разі грошові агрегати обчислені методом простого сумування можна відобразити за допомогою формули

$$M_t = \sum_{j=1}^n x_{jt}, \quad (3.14)$$

де M_t – грошовий агрегат, x_{jt} – один з n його компонентів.

У світі склалася традиція в якості основних агрегатів виділяти такі: M_1 , M_2 , та M_3 . Однак склад цих агрегатів інколи суттєво різниться від однієї країни до іншої, так як грошова маса кожної країни унікальна [726, с. 12–14]. Найбільш порівняним для більшості країн світу є агрегат M_1 , оскільки він складається з платіжних коштів, які всюди, в принципі, однакові (хоча і тут є певні відмінності). Водночас, незважаючи на наявність національних особливостей фінансових систем та відповідно й складових їхніх грошових агрегатів, процеси глобалізації призвели до інтеграції фінансових ринків та універсалізації інструментів у результаті чого сьогодні грошові агрегати поступово починають втрачати своє національне забарвлення. Цьому також сприяє діяльність міжнародних фінансових організацій, які розробляють уніфіковані методологічні рекомендації щодо обчислення різноманітних фінансових показників, використання яких є обов'язковим для усіх країн учасниць. У дослідженнях МВФ, що містять міжнародні зіставлення монетарного сектору національних економік, зазвичай використовують показники M_1 , M_2 та “квазігроші” (квазігроші = $M_2 - M_1$).

Уніфікована методика передбачає, що найліквіднішу частину грошової маси – банкноти і монети в обігу (позабанківською системою) позначають

літерою C (*cash* – готівка; в Україні $C = M_0$), а безтермінові вклади (або вклади до запитання) нефінансового сектору в кредитних інститутах – літерою D . Відповідно грошовий агрегат M_1 дорівнює їх сумі, тобто

$$M_1 = C + D. \quad (3.15)$$

Якщо до M_1 додати термінові (строкові) вклади (T), то отримаємо менш ліквідний грошовий агрегат M_2 ,

$$M_2 = C + D + T, \quad (3.16)$$

а додавши до нього ощадні вклади (S), отримаємо ще менш ліквідний грошовий агрегат M_3 :

$$M_3 = C + D + T + S. \quad (3.17)$$

В Україні за методом простого сумування обчислюють чотири грошові агрегати M_0, M_1, M_2, M_3 . Грошовий агрегат M_0 містить готівкові кошти (банкноти та монети, які емітовані НБУ) в обігу поза депозитними корпораціями; M_1 – грошовий агрегат M_0 та переказні депозити в національній валюті (кошти на розрахункових і поточних рахунках); M_2 – грошовий агрегат M_1 та переказні депозити в іноземній валюті й інші депозити (кошти на строкових рахунках економічних суб'єктів у національній та іноземній валютах); M_3 (грошова маса) – грошовий агрегат M_2 та цінні папери, крім акцій [98].

Проте необхідно зазначити, що метод простого сумування не відповідає базовим правилам агрегування, оскільки компоненти грошової маси не є досконалыми взаємозамінниками, а їх “відносна ціна” не є постійною величиною [812]. Отже, показники обчислені за цим методом у міру зменшення ліквідності їхніх компонентів щораз менш коректно відображають кількості грошей в економіці. З огляду на це, дослідники обґрунтовують необхідність використання змінних ваг для обчислення агрегованих монетарних показників (3.15)

$$M = \sum_{j=1}^n s_j x_j, \quad (3.18)$$

де M – кількість грошей, s_j – вага активу, x_j – величина компонента.

Показники, обчислені за цим методом, називають агрегатами *Divisia* або індексами грошових послуг. Ґрунтуючись на працях Ф. Дівізіа [690]

(*Francois Divisia*) та Е. Дайверта [684] (*Erwin Diewert*) про індексні агреговані показники, В. Барнет [648] обґрунтував їх використання в монетарній економіці й вивів формулу (3.16) для обчислення у дискретному часі (логарифмічній формі)

$$\log M_t^D - \log M_{t-1}^D = \sum_{j=1}^n s_{jt} (\log x_{jt} - \log x_{j,t-1}), \quad (3.19)$$

$$\text{де } s_{jt} = \frac{1}{2} \left(\frac{\pi_{jt} x_{jt}}{\sum_{k=1}^n \pi_{kt} x_{kt}} + \frac{\pi_{j,t-1} x_{j,t-1}}{\sum_{k=1}^n \pi_{k,t-1} x_{k,t-1}} \right).$$

Тут темпи зростання агрегату є середньозваженою темпів зростання його компонентів. Дискретні ваги *Divisia* визначають як частки витрат, усереднені за два періоди змін

$$s_{jt}^* = \frac{1}{2} (s_{jt} + s_{j,t-1}) \quad (3.20)$$

для $j = 1, \dots, n$, де

$$s_{jt} = \frac{\pi_{jt} x_{jt}}{\sum_{k=1}^n \pi_{kt} x_{kt}} \quad (3.21)$$

є часткою видатків економічного суб'єкта на актив j у період t , а π_{jt} – вартістю володіння³⁸ (*user cost* [653]) активом j

$$\pi_{jt} = \frac{(R_t - r_{jt})}{(1 + R_t)}, \quad (3.22)$$

що є альтернативною вартістю зберігання грошей у формі j -го активу. В останньому рівнянні r_{jt} – ринкова дохідність (віддача) j -го активу, а R_t – дохідність еталонного активу³⁹, яким володіють лише для забезпечення

³⁸ Вартість володіння активом – відображає скільки втрачає економічний суб'єкт, якщо він використовує більш ліквідний актив з меншою віддачею порівняно з менш ліквідним активом з більшою рентабельністю.

³⁹ Як еталонний актив використовують, зазвичай, віддачу довготермінових корпоративних облігацій.

розподілу достатку (доходу) між різними періодами часу. З логарифмічної форми індексу *Divisia* можна вивести динамічну версію цього показника:

$$\dot{m} = \sum_{j=1}^n s_j^t \dot{x}_j, \quad (3.23)$$

де s_j^t – ваги для агрегування активів; \dot{x}_j – темп приросту окремого активу. Динамічна версія свідчить, що темп приросту грошової маси в економіці залежить від середньозваженого темпу приросту фінансових активів.

Вимірники *Divisia* передбачають перехід від звичних грошових агрегатів до середньозважених грошових компонентів. Водночас акцент зміщується на транзакційну функцію, тобто найбільшу вагу присвоюють тим активам, які мають найвищу ліквідність. Основна відмінність показників *Divisia* від традиційних грошових агрегатів, отриманих простим сумуванням – це врахування ваги кожного активу в певний проміжок часу s_{jt} . Вага в індексі *Divisia* – це частка, під час обчислення якої вартість володіння π_{jt} є ціною активу та відображає граничну корисність, а не середню чи загальну. Важливо наголосити, що ця вартість володіння самі по собі не є вагою. Вага одночасно відображає кількість певного активу та вартість володіння ним (яка залежать від процентної ставки). Використання показника *Divisia* дає змогу врахувати як ефект доходу, так і ефект заміщення складових цього грошового агрегату [329, с. 350], тобто кількісно відображає попит на гроші з боку економічних суб'єктів.

Незважаючи на зазначені переваги, індекс *Divisia* поки не отримав широкого розповсюдження у зв'язку з певною технічною складністю виділення активів, знаходження вартості володіння ними та вибір активу-еталона. Хоча у сучасній фаховій літературі [646; 647; 784, с. 183–184] з агрегації та теорії індексів, підхід *Divisia* до обчислення грошових агрегатів широко розглядають як життєздатну і теоретично обґрунтовану альтернативу підходу простого сумування. Метод простого сумування, який все ще використовують центральні банки, передбачає додавання недосконалих замінників, таких як готівка та не обов'язкові депозитні сертифікати без ваг, що відображають відмінності в їх внесках у ліквідність економіки [692]. Так, В. Барнет [654] зауважує, що якби ФРС у 1970-80-ті роки використовувала індексні агреговані монетарні показники *Divisia*, то рецесії в результаті

стримувальної політики П. Волкера могло б і не бути. Учений проаналізував одночасно динаміку монетарних агрегатів, обчислених методом простого сумування та динаміку індексу *Divisia* і довів, що в перед-рецесійний період показники *Divisia* були вдвічі менші за монетарні агрегати, обчислені методом простого сумування. Це означає, що монетарна політика ФРС була набагато жорсткішою, ніж офіційно декларувалося. Емпіричні підтвердження переваг показників *Divisia* наведено як у працях В. Барнетта, так й інших дослідників (М. Белонгія [660], А. Кристал [659] та М. Генкока [725], В. Барнетт, Д. Фішер та А. Серлетіс [649], В. Барнетт і А. Серлетіс [651] та А. Серлетіс [817], В. Барнетт та М. Чаует [645], В. Барнетт [650], В. Барнетт [644], В. Барнетт і Л. Су [652], В. Барнетт, М. Чаует, Д. Лейва-Леон, Л. Су [789]), що спонукало центральні банки багатьох країн запровадити обчислення цього грошового агрегату для внутрішнього використання [692].

Побудова індексу *Divisia* для України передбачає такі основні три етапи: формування переліку монетарних компонент, формування їх вагової структури та власне розрахунок. Проте не все так просто. Дискусійною залишається методологія визначення вагових коефіцієнтів, і зокрема проблема врахування ризику для активу-еталону. Традиційною залишається також проблема інформаційної доступності та достовірності вітчизняних даних. Очевидно, що обчислення показника *Divisia* для України та його врахування в економетричних моделях не лише сприятиме поліпшенню дослідження минулого, а й дасть змогу краще зрозуміти і точніше визначати орієнтири грошово-кредитної політики та прогнозувати функціонування монетарного сектору вітчизняної економіки, що особливо важливо для підтримання сталого економічного зростання в Україні. Отже, щоб бути ефективною, монетарна політика України має ґрунтуватись на вимірниках, які максимально точно відображають дійсність. Індексні агреговані монетарні показники *Divisia*, на нашу думку, є гарною альтернативою методу простого сумування, який наразі використовують при обчисленні грошових агрегатів у вітчизняній економіці [329, с. 351].

Таким чином, визначити який з грошових агрегатів (простого чи зваженого сумування) суттєвіше впливає на макроекономічні змінні (рівень цін, обсяг виробництва тощо) можна лише на підставі емпіричних досліджень для кожної конкретної країни. Крім того, макроекономічні теорії

пропозиції та попиту на грошові кошти в залежності від того, що саме (який грошовий агрегат) розуміють під грошима, можуть мати різну інтерпретацію. Наприклад, M_1 та M_2 формують трансакційний та застережний попит на грошові залишки, а M_2 та M_3 – ще й спекулятивний (див. далі у цьому підрозділі). Хоча загалом макроекономічні теорії намагаються визначити скільки грошових коштів потрібно для нормального функціонування національної економіки, вони також пояснюють як формується процентна ставка на фінансовому ринку (які чинники на неї впливають), крім того кількість грошей в економіці впливає на здатність економічних суб'єктів заощаджувати та наявність у них тимчасово вільних грошових коштів. Знаючи необхідну для національної економіки кількість грошей, центральний банк може проводити ефективну монетарну політику для боротьби з інфляцією або безробіттям власне через фінансовий ринок і процентну ставку. Тому спершу розглянемо макроекономічні теорії, які дають змогу визначити необхідну кількість грошей для нормального функціонування національної економіки, а відтак як зміна цієї кількості впливає на процентну ставку на фінансовому ринку.

Варто розпочати з класичної концепції попиту на грошові кошти, яка обмежилася лише функцією обміну грошей і розглядає тільки операційний (трансакційний) попит на них, який пов'язаний з обслуговуванням ділових угод в економіці [113, с. 322]. Кількість грошових коштів, необхідну для здійснення ділових операцій в економіці, відображає рівняння І. Фішера:

$$MV = PY, \quad (3.24)$$

де M – грошова маса (кількість грошей в обігу), V – швидкість обігу грошей (кількість разів, яку грошова одиниця витрачається за рік на придбання товарів і послуг кінцевого споживання), P – рівень цін, Y – реальний обсяг виробництва. Звідси попит на гроші визначають як

$$M = \frac{P \times Y}{V} \quad (3.25)$$

Тобто попит на гроші прямо пропорційний рівневі цін та реальному обсягові виробництва в економіці і обернено пропорційний швидкості обігу грошей. Обсяг реального національного продукту (доходу) зростає повільно, у середньому 2–3 % за рік у розвинених країнах. Швидкість обігу

грошей, за припущенням І. Фішера, є здебільшого постійною величиною, бо пов'язана з досить усталеною структурою ділових операцій у національній економіці. Отже, якщо швидкість обігу грошей та національний продукт відносно стабільні величини, то кількість грошей, необхідна для здійснення ділових операцій у національній економіці, залежить фактично від рівня цін, тобто попередню залежність можна записати у дещо іншій формі (відомій як “кембриджське рівняння” [9, с. 428]):

$$M = kPY, \quad (3.26)$$

де $k = 1/V$ – показує частку номінальних грошових залишків у доході (PY). І. Фішер для перетворення цього рівняння у теорію попиту на гроші, яка змогла б показати, як поведінка індивідів та фірм за проведення трансакцій впливає на реальні грошові залишки M/P , переписав його у вигляді:

$$M/P = kY \text{ або } (M/P)^D = kY. \quad (3.27)$$

Це рівняння відображає функцію попиту на гроші. Учений вважав, що попит на грошові запаси пов'язаний з доходом⁴⁰ (реальним ВВП як основним визначником кількості трансакцій), тому назвав своє пояснення кількісною теорією попиту на гроші. У додатку 9 наведено відмінності між кількісною теорією і кембриджським підходом до трансакційного попиту на грошові кошти.

Реальні грошові залишки M/P (трансакційний попит на гроші) показують кількість товарів і послуг, які можна придбати за певну номінальну кількість грошей, тобто реальні грошові залишки вимірюють купівельну спроможність грошової маси. Коефіцієнт k показує кількість грошей, якою економічні суб'єкти хочуть володіти, на кожен одиницю доходу. Нахил кривої операційного попиту завжди менше 45° , оскільки на практиці k варіює між $1/4$ та $1/5$: у ринковій економіці, що нормально функціонує,

⁴⁰ І. Фішер фактично описав швидкість обігу грошей через трансакції, а не через дохід чи обсяг виробництва. Вимірювання обсягу виробництва через валовий внутрішній продукт (ВВП) веде до неточного відображення кількості трансакцій, оскільки не враховує невиробничих операцій купівлі-продажу: 1) фінансових активів (облігації, акції тощо), 2) вироблених раніше (вживаних) речей (автомобілів, будинків тощо), для здійснення яких теж необхідні грошові трансакції. Тому річна кількість трансакцій насправді більша, ніж та, що отримуємо шляхом ділення ВВП на грошову масу. (Див. Fisher I. *The Purchasing Power of Money*. New York: Macmillan, 1911.)

швидкість обігу грошей, згідно з результатами численних досліджень, знаходиться в проміжку між 4 та 5 [612, с. 218]. Значення k може змінюватися лише у довготерміновому періоді у результаті інституційних змін у національній економіці, які впливають на швидкість обігу грошей, виплату доходів та видатки.

Отже, операційний попит на гроші залежить від рівня реального ВВП і не залежить від процентної ставки. Зі збільшенням швидкості обігу грошей, реальні грошові залишки зменшаться (рис. 3.9 а), крива $(M/P)_1^D$ переміститься вправо у положення $(M/P)_2^D$. Зі збільшенням реального ВВП на ΔY , реальні грошові залишки зростуть на $k\Delta Y$ (рис. 3.9 б), а крива $(M/P)_1^D$ переміститься вправо у положення $(M/P)_2^D$.

Функція попиту на гроші характеризує величину грошових залишків, якими економічні суб'єкти хочуть володіти. Реальні грошові залишки, тобто реальний попит на гроші, перебуває у прямій залежності від ВВП (доходу). Справді, зі зростанням реального доходу домогосподарства та фірми здійснюють більше реальних трансакцій, тобто попит на гроші зростає зі збільшенням реального доходу, за інших рівних умов [77, с. 643]. Крім того, для здійснення щоденних трансакцій домогосподарства та фірми збільшують свої номінальні грошові запаси у відповідь на зростання цін.

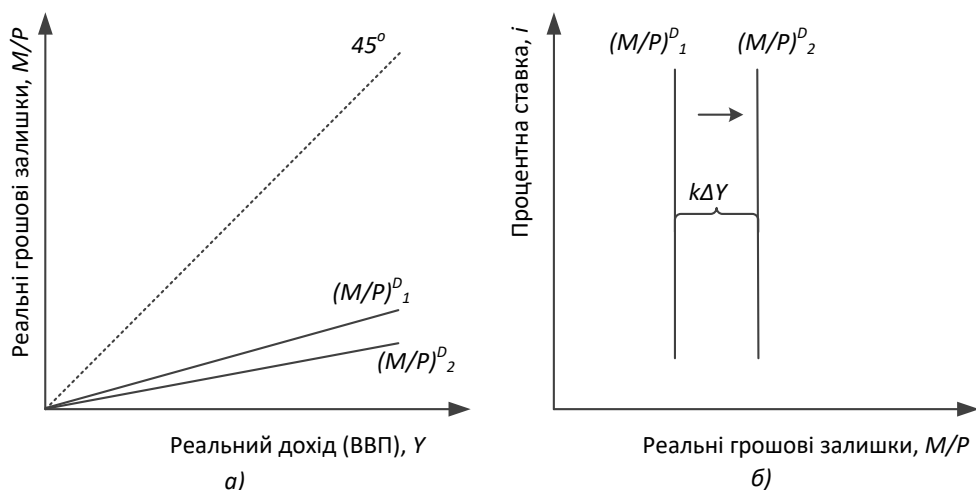


Рис. 3.9. Трансакційний (операційний) попит на гроші [9, с. 429; 612, с. 218]

Звернемо увагу, що попередні висновки ґрунтуються на головному припущенні моделі І. Фішера – постійності швидкості обігу грошей. Проте результати подальших досліджень виявили, що швидкість обігу грошей під впливом різних чинників (фінансові інновації, процентні ставки, платіжна система, портфель фінансових активів) з перебігом часу може змінюватися. Так, поява банківських карток зменшила попит домогосподарств на готівку, а відповідно і швидкість її обігу. Зростання процентних ставок теж стимулює домогосподарства зменшити запаси готівки і переорієнтуватися на привабливіші фінансові активи, що зрештою підвищить швидкість обігу грошей.

Дещо забігаючи наперед, оскільки сукупний попит на гроші обернено залежить від ринкової процентної ставки, а швидкість обігу грошей перебуває у прямій залежності з нею, то процентна ставка все-таки впливає на попит на гроші для трансакцій (теорія Баумоля-Тобіна). Запровадження плати за кожну трансакцію, здійснену за допомогою банківських карток, збільшило б попит на готівку і зменшило б швидкість обігу грошей. Швидкість обігу грошей також із часом залежить від рішень щодо вибору портфеля активів заощадниками. Оскільки гроші одночасно є і засобом обміну, і активом (засобом нагромадження), то зміни в очікуваній віддачі на гроші, ризику, ліквідності або інформаційних витратах змінюватимуть попит економічних суб'єктів на них.

Таким чином, моделі попиту на реальні грошові залишки, що враховують лише трансакційні мотиви, потребують доповнення з врахуванням інших причин володіння готівкою. Зокрема, Дж. М. Кейнс не заперечував теорії І. Фішера, проте наголошував на чутливості попиту на гроші до змін процентної ставки і загалом виділяв три мотиви, що спонукають власників доходу володіти грошовими коштами:

- трансакційний (операційний) – для здійснення поточних операцій;
- застережний – на непередбачувані та непрогнозовані видатки;
- спекулятивний – для збереження багатства.

Застережний мотив попиту на гроші пов'язаний із непередбачуваними ситуаціями щодо здійснення платежів та зміни доходів. Справді, отримання доходу і необхідність купити товар або сплатити послугу не завжди збігаються за часом, видатки можуть перевищувати наявний дохід, або ж виникають непередбачені видатки. Такі платежі, як і реальні грошові

залишки, прямо пропорційно залежать від обсягу доходів. Тобто різниця між цими мотивами зводиться до того, що попит на гроші за трансакційним мотивом пов'язаний із запланованими видатками, а за застережним мотивом – із непередбаченими. Тому графічно ця складова попиту на гроші теж має вигляд вертикальної лінії, оскільки не залежить від процентної ставки.

Необхідно зазначити, що попит на гроші за цим мотивом пов'язаний з трансакційним попитом – що більшу кількість угод робить людина, то вищим є ризик опинитися без потрібної суми в момент сприятливої зміни цін або появи нової непередбаченої потреби. Тому цей компонент попиту на гроші пропорційний кількості грошей, необхідних для трансакцій: $M_3 = \alpha M_T$, де α – частка застережного мотиву в трансакційному попиті на гроші ($0 < \alpha < 1$), або ж $M_3 = kYP$, $0 < k < 1$, $k = \frac{\alpha}{v}$ [604, с. 75–76]. Коефіцієнт пропорційності α залежатиме від стану справ в економіці. Що сприятливіша економічна кон'юнктура – легко знайти бажану роботу, доходи зростають – то надійніше почувається споживач, і тим меншу частку номінального доходу він буде залишати як резерв. Якщо ж в економіці починається спад, багато людей втрачають роботу або змушені погоджуватися на нижчу оплату своєї праці, у них переважатимуть песимістичні очікування, і всі прагнуть збільшити свій резерв.

Крім того, Дж. М. Кейнс звернув увагу на необхідність розрізняти номінальну і реальну кількість грошей. Для людей користь від грошей полягає не в їх кількості, а в кількості товарів, які можна купити за них. Наприклад, якщо усі ціни зростуть удвічі, а номінальна кількість грошей залишиться незмінною, то економічні суб'єкти за ці кошти зможуть купити удвічі менше, ніж до того. На підставі цього учений дійшов висновку, що попит на гроші відображає бажання індивідів володіти певною величиною реальних грошових запасів (залишків) – номінальних грошових запасів скоригованих на рівень цін. Це означає, що у кейнсіанській функції попиту на гроші ціни не є екзогенною змінною, а замість номінального доходу чинником попиту стає реальний дохід [430, с. 120].

Економічні суб'єкти, за Дж. М. Кейнсом, керуються спекулятивним мотивом під час вибору портфеля активів, порівнюючи негрошові (фінансові, наприклад, облігації) активи із грошовими. Перевагою грошей як активу є

їхня ліквідність, і вони привабливі за відсутності інфляції; недоліком ж є той факт, що вони не приносять процентів або забезпечують низький дохід. Цінні папери (облігації) приносять дохід у вигляді процента, проте у разі зниження їх ціни на ринку заощадник зазнає збитків. Таким чином, проблема збереження багатства полягає у тому, щоб вибрати оптимальне співвідношення між цими активами, при цьому номінальна процентна ставка є альтернативною вартістю заощадження у готівковій формі (3.13). Реальну альтернативну вартість заощаджень у формі готівки визначає реальна процентна ставка – номінальна ставка, скоригована на очікуваний рівень інфляції (3.14).

$$M/P = L(i). \quad (3.28)$$

$$M/P = L(r + \pi^e). \quad (3.29)$$

Іншими словами, попит на гроші обернено залежний від процентної ставки за негрошовими активами (див. п. 3.1). Тому зі зміною процентної ставки економічні суб'єкти перерозподіляють портфель активів (змінюють його структуру). Так, зі зниженням реальної процентної ставки попит на реальні грошові залишки зростає, оскільки зменшується реальна альтернативна вартість заощаджень у готівковій формі (рис. 3.10). З іншого боку, що вищий очікуваний темп інфляції, то нижча величина попиту на гроші як актив, бо зменшується їхня купівельна спроможність.

Отже, спекулятивний попит на гроші – це певний резерв грошових коштів, за допомогою якого економічні суб'єкти прагнуть застрахувати себе від можливих втрат у результаті коливань ринкової кон'юнктури. Ця складова попиту на гроші показує, скільки коштів домогосподарства бажають тримати за різних значень процентної ставки. Згідно з Дж. М. Кейнсом, за спекулятивним мотивом існує деяка максимальна процентна ставка (i_{max}), за якої ніхто не багатиме зберігати готівку та мінімальна процентна ставка (i_{min}), коли ніхто не зберігатиме гроші у вигляді цінних паперів – так звана “пастка ліквідності” (рис. 3.10).

Сукупний попит на гроші, на думку Дж. М. Кейнса, – це загальна кількість коштів, якою економічні суб'єкти хочуть володіти для: 1) здійснення ділових операцій і 2) нагромадження у вигляді активу, тобто

$$M/P = L(Y, i). \quad (3.30)$$

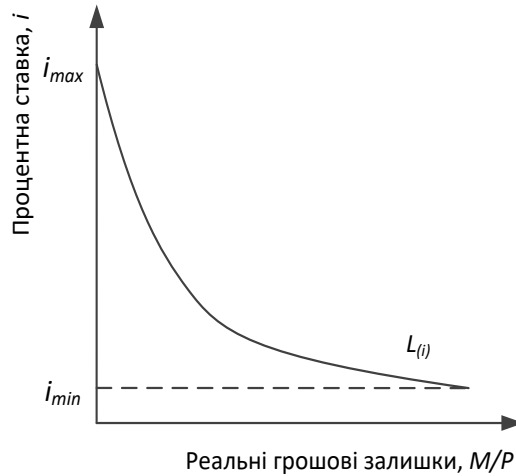


Рис. 3.10. Функція попиту на гроші як актив (спекулятивний попит на гроші) [113, с. 324]

Згідно з кейнсіанським підходом, сукупний попит⁴¹ на гроші прямо пропорційний обсягу виробництва і обернено пропорційний процентній ставці. Якщо припустити, що між попитом на реальні грошові запаси та його визначниками наявна лінійна залежність, то функцію попиту на гроші можна записати як

$$M/P = kY + hi, \quad (3.31)$$

де коефіцієнти k та h відображають чутливість (еластичність) попиту на гроші до доходу (реального ВВП) та процентної ставки відповідно [9, с. 432]. Функція сукупного попиту на гроші (рис. 3.11) показує, що за будь-якого рівня ВВП величина попиту на грошові кошти зі зростанням процентної ставки зменшується (це виражається рухом по кривій, а зміна рівня доходу приводить до переміщення кривої попиту на гроші). Криву сукупного попиту на грошові кошти називають ще кривою переваги ліквідності, а кейнсіанську теорію попиту на гроші – теорією переваг ліквідності.

⁴¹ Інколи його ще подають у вигляді суми трьох мотивів – транзакційного, застережного та спекулятивного у такому вигляді: $M = \frac{Y^P}{v} + kY^P + \frac{A}{i}$, де A – коефіцієнт пропорційності (заміщення грошей активами, які приносять процент) [605, с. 95].

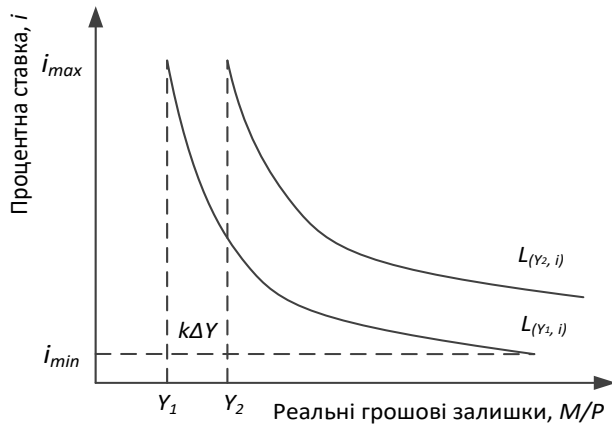


Рис. 3.11. Крива сукупного попиту на гроші [9, с. 432]

На рис. 3.11 процентна ставка i_{min} відображає пастку ліквідності. У разі дуже низької процентної ставки альтернативна вартість грошей як активу прямує до нуля, бо дохід від фінансових інструментів (наприклад, облігацій) настільки малий, що не компенсує пов'язаний з ним ризик. Якщо ж процентна ставка у національній економіці дуже висока i_{max} , то попит на гроші зменшуватиметься до тієї мінімальної величини, яка потрібна для проведення ділових операцій.

Крім того, обернена залежність між процентною ставкою та реальними грошовими залишками у кейнсіанській теорії дає змогу пояснити коливання швидкості обігу грошей. Для цього перепишемо рівняння (3.30) у вигляді:

$$\frac{P}{M} = \frac{1}{L(Y, i)} \quad (3.32)$$

звідки

$$\frac{PY}{M} = \frac{Y}{L(Y, i)}. \quad (3.33)$$

Оскільки згідно з (3.24) $\frac{PY}{M}$ є швидкістю обігу грошей V , отримуємо

$$V = \frac{Y}{L(Y, i)}. \quad (3.34)$$

Отже, швидкість обігу грошей змінюється відповідно до змін сукупного доходу (реального ВВП) або коливань процентної ставки. За незмінного

доходу та зростання процентної ставки альтернативна вартість заоща-
дження грошей теж зростає, тому доцільно використати частину грошових
коштів і купити облігації, зменшуючи таким чином попит на реальні гро-
шові залишки. У такому разі знаменник правої частини рівняння (3.19)
зменшується, що збільшує швидкість обігу грошей; тому коливання про-
центної ставки зумовлюють коливання швидкості грошей [730, с. 617].

Концепція попиту на гроші, яку розробив М. Фрідман [714; 715], спря-
мована на виявлення чинників, що визначають, скільки грошей економічні
суб'єкти бажають утримувати за різних економічних умов. Згідно з цим
вченням, окрім грошей та облігацій люди можуть нагромаджувати багат-
ство і в формі звичайних акцій чи товарів тривалого користування. Крім
того, у функції попиту на гроші Фрідман замінив поточний дохід на постій-
ний дохід – очікуваний середній дохід у довготерміновому періоді, який у
процесі економічних коливань змінюється менше, ніж поточний дохід [430,
с. 121–122]. Зважаючи на зазначене, функцію попиту на гроші за Фрідма-
ном⁴² можна записати у вигляді:

$$M/P = L\left(Y^*, i - i_M, \pi^e - i_M\right), \quad (3.35)$$

⁴² У літературі зустрічаються і більш деталізовані інтерпретації рівняння попиту на гроші за М. Фрідманом. Зокрема, у А. Селіщева [611, с. 243–245] воно має вигляд

$$M^D = L(Y_p, W, i, P, \pi^e, u),$$

де Y_p – постійний дохід, W – співвідношення людського багатства (поточна дисконтована вартість трудового доходу індивіда упродовж життя) і сукупності фінансових та фізичних активів індивіда, i – процентна ставка, P – рівень цін, π^e – очікуваний темп інфляції, u – смаки і вподобання споживачів (залежать від економічної кон'юнктури, схильності до ризику і неліквідності, позаекономічних чинників – війни, інновації тощо). У Н. Розанові [605, с. 246] це рівняння набуває вигляду

$$M^D = f(Y_p, W, H, i_M^e, i_B^e, i_A^e, P, \pi, u),$$

де Y_p – постійний дохід, W – фізичне багатство індивіда, H – людський капітал, i_M^e – очікувана віддача грошових депозитів, i_B^e – очікувана віддача облігацій, i_A^e – очікувана віддача інших цінних паперів, P – поточний (середній) рівень цін в економіці, π – рівень інфляції в економіці, u – інші чинники. У Дж. Ганді [726, с. 64] відображене функцією

$$m^d = M^D/P = f(r_i, \pi, w, HW/NHW),$$

де m^d – попит на реальні грошові залишки, M^D – попит на номінальні грошові залишки, P – рівень цін, r_i – реальний дохід на i -тий актив, π – рівень інфляції, w – реальне багатство, HW/NHW – співвідношення людського (дисконтована заробітна плата) і нелюдського (фінансові і фізичні активи) капіталу.

де Y^* – постійний дохід; $i - i_M$ – різниця між очікуваною віддачею від фінансових активів (i) та віддачею від грошей i_M ; $\pi^e - i_M$ – різниця між очікуваною віддачею від товарів тривалого користування, що залежить від очікуваної інфляції (π^e), та віддачею від грошових коштів.

У теоріях попиту на гроші і Дж. М. Кейнс, і М. Фрідман (додаток 10) наголошували на ролі мотивів вибору портфеля, проте у моделі Фрідмана попит залежить від постійного доходу домогосподарств, тому він незначною мірою коливається під впливом короткотермінових змін у доході чи майні [77, с. 650]. Також, згідно з теорією Фрідмана, коли домогосподарства очікують високий рівень інфляції (та, як наслідок, низьку віддачу на гроші), вони більше інвестуватимуть у нерухомість та купуватимуть товари тривалого користування, що захистить від інфляції. Нарешті, М. Фрідман вважав, що різниця між віддачею на гроші та на різні негрошові активи є досить незначною, тому зміна процентної ставки не повинна відчутно впливати на попит на грошові кошти. На його думку, процентні ставки за всіма фінансовими активами змінюються приблизно однаково, тому альтернативна вартість зберігання грошей, яка визначається як різниця між процентними ставками за негрошовими та грошовими активами не буде суттєво змінюватися.

Сучасна концепція попиту на гроші синтезувала усі розглянуті підходи та розглядає попит на реальні грошові залишки як попит на номінальні залишки поділені на рівень цін:

$$(M/P)^D = L(Y, S, i - i_M). \quad (3.36)$$

Функція ліквідності (L) у рівнянні (3.21) виражає залежність попиту на реальні грошові залишки від реального доходу (Y), факторів платіжної системи (S) та очікуваної віддачі негрошових активів і грошей ($i - i_M$). Зокрема, збільшення реального ВВП збільшує попит на грошові кошти; збільшення доступності грошових замінників (банківські картки, електронні гроші тощо) у платіжній системі країни зменшує попит на реальну кількість готівкових грошей; зростання альтернативної вартості готівки (ситуація, коли ринкова процентна ставка зростає порівняно з віддачею на гроші) зменшує попит на неї; підвищення рівня очікуваної інфляції збільшує альтернативну вартість нагромадження грошей і зменшує попит на

них, за умови, що ринкова процентна ставка збільшується у міру зростання очікуваного рівня інфляції. Оскільки у М. Фрідман попит на гроші є фактично нечутливим до процентної ставки, то функція попиту на них та швидкість їх обігу є стабільними величинами.

Незважаючи на те, що сучасний інструментарій економічної науки дає змогу визначити чинники попиту на грошові кошти і характер їхнього впливу на практиці доволі важко оцінити їх результуючий ефект кількісно. Річ у тім, що фінансовий ринок постійно змінюється завдяки фінансовим інноваціям, які впливають на попит економічних суб'єктів на гроші, змінюючи їхню очікувану віддачу та альтернативну вартість, що робить оцінювання і прогнозування попиту на них нелегким завданням.

Для дослідження попиту економічних суб'єктів на грошові кошти за інфляційних очікувань в умовах відсутності економічного зростання використовують модель Ф. Кейгана [285; 668]). Фактично ця модель описує ситуацію гіперінфляції, за якої інфляційні очікування починають відігравати вирішальну роль в економіці. За таких умов реальний попит на гроші $(M/P)^D$ моделюють як функцію тільки інфляційних очікувань π^e , тобто:

$$(M/P)^D = e^{-\alpha\pi^e}, \quad (3.37)$$

або в логарифмічній формі

$$\ln(M/P)^D = -\alpha\pi^e, \quad (3.38)$$

де α – еластичність попиту на гроші за темпом інфляції (процентною ставкою)⁴³, M – номінальна грошова пропозиція, P – загальний рівень цін. Звідси

$$\ln M - \ln P = -\alpha\pi^e. \quad (3.39)$$

Продиференціювавши за часом, отримуємо залежність між відповідними темпами зростання (точкою зверху позначено похідну за часом):

$$m - \pi = -\alpha\dot{\pi}^e, \quad (3.40)$$

де $m = \dot{M}/M$ – темп зростання грошової маси (номінальної пропозиції грошових коштів), який у моделі є сталим; $\pi = \dot{P}/P$ – фактична інфляція.

⁴³ $\alpha = \frac{d \ln m}{d \pi^e} = \frac{d \ln m}{d(i-r)}$, оскільки $\pi^e = i - r$ (з рівняння Фішера).

Отже, згідно моделі Кейгана, за гіперінфляції рівень інфляції визначається темпом зростання грошової маси. У разі низької еластичності попиту на гроші за очікуваної інфляції і низької швидкості перегляду інфляційних очікувань, модель у стані рівноваги фактично описує ситуацію, коли інфляція дорівнює темпу зростання грошової маси, що відповідає кількісній теорії грошей. Однак, за високої швидкості адаптації інфляційних очікувань і (або) високої еластичності реального попиту на гроші за інфляційними очікуваннями модель призводить до нескінченного зростання інфляції, тобто економіка може не досягти рівноваги. Зростання інфляційних очікувань зумовлює різке зменшення попиту на готівкові кошти, що за фіксованого темпу зростання пропозиції грошей веде до ще більшого посилення інфляції. Це, у свою чергу, спричиняє суттєве зростання інфляційних очікувань й інфляційна спіраль тільки посилюється. Інфляція зростає незважаючи на постійний темп зростання грошової маси. У такій економіці потрібно вживати заходів [214; 215; 216], які могли б знизити рівень недовіри економічних суб'єктів.

Ще один напрям досліджень пов'язаний з оптимізацією кількості грошових коштів, якими хочуть володіти економічні суб'єкти. Ця оптимізація полягає в необхідності знаходження компромісу між, з одного боку, бажанням застрахувати себе від хронічної нестачі грошових коштів і, з іншого боку, бажанням вкласти тимчасово вільні грошові кошти у якусь справу з метою отримання прибутку. Для розроблення методів оптимізації грошових залишків було використано ті ж ідеї, що й для методів оптимізації виробничих запасів. Найвідомішими тут є моделі Баумоля-Тобіна [656; 843], Міллера-Орра [781; 845], Стоуна та імітаційні моделі за методом Монте-Карло [627].

Більшість з цих моделей було розроблено у другій половині ХХ століття і модифікації стосувалися передусім трансакційного і спекулятивного мотивів володіння готівковими коштами. Трансакційний розглядали як результат недосконалої синхронізації надходжень і видатків⁴⁴, а спекулятивний пов'язували з недосконалими очікуваннями щодо майбутніх цін

⁴⁴ Наприклад, зміна періодів між виплатами доходів впливає на розмір грошових залишків: їх величина є тим більшою, що тривалішим є період між виплатами.

активів, підкреслюючи важливість функції грошей як засобу нагромадження, а не платежу [777; 844]. Суть згаданих моделей полягає у тому, щоб дати рекомендації про коридор варіювання залишку грошових коштів, вихід за межі якого передбачає або конвертацію грошей в цінні папери, або навпаки.

Зважаючи на однакове завдання моделей та обмеження щодо обсягу матеріалу, розглянемо детальніше лише модель Баумоля-Тобіна. Згідно з цією моделлю, економічні суб'єкти (домогосподарства) визначають необхідну їм кількість готівки, порівнюючи втрати у вигляді недоотриманого на цю суму банківського процента і вартісної оцінки економії часу від менш частих відвідин банку. Модель розглядає домогосподарство (індивіда), яке отримує заробітну плату Y на свій банківський рахунок і рівномірно повністю витрачає його упродовж місяця. Кожна операція з отримання готівки обходиться індивіду в b грошових одиниць, що містить усі можливі транзакційні витрати (так звані “витрати зношених черевиків”). Мета домогосподарства – мінімізувати втрати, пов'язані з володінням готівкою. Транзакційний попит на гроші у цій моделі визначено як [604, с. 73].

$$M^D = ab^{0,5}Y^{0,5}i^{-0,5}P, \quad (3.41)$$

де $\alpha = \frac{1}{2}\sqrt{2}$, i – ставка банківського процента за його рахунком, P – загальний рівень цін в економіці. Згідно з рівнянням (3.41):

1) попит на готівкові гроші прямо пропорційний доходу домогосподарства та обернено пропорційний процентній ставці. Обернена залежність від процентної ставки пояснюється тим, що її зростання призводить до збільшення втрачених процентних доходів, тобто спонукає індивіда частіше ходити в банк та тримати менше готівки. Звідси, швидкість обігу грошей перебуває у прямій залежності від процентної ставки;

2) вплив реального доходу на швидкість обігу грошей залежить від еластичності попиту на готівку за доходом. Якщо б ця еластичність дорівнювала одиниці, то попит на грошові кошти був би пропорційним доходу і не впливав би на швидкість обігу грошей. За еластичності менше одиниці (яку отримали в моделі Баумоля-Тобіна) попит на кошти змінюється

у меншій мірі, ніж дохід, тому отримуємо пряму залежність між швидкістю обігу грошей і доходом;

3) еластичність попиту на грошові кошти за доходом становить $\frac{1}{2}$, а за процентною ставкою $-\frac{1}{2}$, тобто попит на них є відносно нееластичним. Однак пізніші емпіричні дослідження [591] довели, що модель занижує еластичність попиту на готівкові кошти за доходом і завищує еластичність попиту на них за процентною ставкою.

Отже, згідно з моделлю Баумоля-Тобіна, попит на грошові кошти залежить не тільки від величини доходу, отриманого індивідом, а й від процентної ставки: що вища ставка, то більшим є процентний дохід, який втрачає людина, якщо переводить гроші з банківського рахунку в готівку, і, отже, тим меншим буде попит на готівкові гроші. На відміну від рівняння Фішера, у цьому разі попит на гроші змінюється менш ніж пропорційно за зростання доходу Y (обсягу угод в економіці). Іншими словами, тут простежується позитивний ефект масштабу (економія на масштабі) у володінні грошима для окремого індивіда: що більшою сумою готівки володіє людина, то меншими стають одиничні витрати щодо її обслуговування.

Таким чином, для економіки в цілому попит на грошові кошти буде визначатися не тільки загальною величиною виробленого доходу, а і його розподілом. Звідси, що більша частка доходу зосереджується в руках небагатьох (що нерівномірнішим стає розподіл доходу в економіці), то меншим буде попит на готівкові гроші за кожного рівня доходу, оскільки один економічний суб'єкт потребує для розрахунків за угодами меншу суму готівки (його попит на гроші), ніж два індивіди з доходами удвічі нижчими.

Звідси, населення утримуватиме готівки на руках тим більше, чим: 1) вищі витрати, пов'язані з відвідуванням банку, 2) більшу суму запланував витратити індивід упродовж року, і 3) нижча процентна ставка. Хоча модель була розроблена в час коли не існувало платіжних банківських карток та електронних гаманців, вона (її методологія) є актуальною і для сучасної цифрової економіки, зокрема її можна використовувати під час знаходження оптимального варіанту розподілу багатства на активи в грошовій і негрошовій формі (акції, облигації тощо). У цьому разі i відобразить різницю доходів від зберігання багатства у вигляді грошових і

негрошових активів, а b – витрати на перетворення негрошових активів у грошові (наприклад, витрати на брокерські послуги, комісійні банку тощо).

Модель Баумоля-Тобіна застосовна у разі стабільних передбачуваних грошових витрат і надходжень, проте не враховує випадкових чи сезонних коливань, які можуть мати місце у всіх економічних суб'єктів, але здебільшого притаманні фірмам. Щоденна мінливість грошових потоків врахована у моделі Міллера-Орра [781], спрямованій на визначення оптимального обсягу грошових коштів, які економічний суб'єкт має зберігати в якості резервного фонду, керуючись застережним мотивом. Згідно з цим підходом, грошові кошти є певним буфером проти інформаційної невизначеності та своєрідним замінником адекватної інформації, а їх оптимальний обсяг є не деяким точним значенням і заданий діапазоном можливих значень [604, с. 81], де одночасно функціонують усі мотиви. Якщо домогосподарствам є доступний кредит (позикові кошти), то він теж може слугувати буфером. Детальніший аналіз цієї моделі виходить за межі нашого дослідження.

Отже, сучасні теорії попиту на грошові кошти стверджують, що у разі зменшення швидкості обігу грошей еластичність попиту на них за доходом більше одиниці, а за зростання швидкості обігу – ця величина менше одиниці, але більше нуля. Іншими словами, за зменшення швидкості обігу зміни в доході спричиняють зростання попиту на грошові кошти, оскільки тепер більше грошей необхідно для здійснення угод. Для доведення цього твердження формальним чином рівняння Фішера записують у вигляді $\frac{M}{P} = \frac{Y}{V}$ або в темпової (прирістній) формі $m - \pi = y - v$, де m – темп приросту грошей; π – темп інфляції; y – темп приросту виробництва (доходу); v – темп зміни швидкості обігу грошей. Якщо інфляція відсутня $\pi = 0$, то $m = y - v$. Еластичність попиту на грошові кошти за доходом становить $E_{M^D}^Y = \frac{dM}{M} : \frac{dY}{Y}$, оскільки $\frac{dM}{M} = m$ та $\frac{dY}{Y} = y$, то еластичність через темповий вираз становитиме $E_{M^D}^Y = \frac{y-v}{y} = 1 - \frac{v}{y}$. Звідси, якщо в національній економіці швидкість обігу зменшується і спостерігається приріст виробництва (економічне зростання), тобто темп зміни швидкості обігу грошей $v < 0$, і темп приросту виробництва (доходу) $y > 0$, то еластичність більше

одиниці – $E_{MD}^Y = 1 + \frac{v}{y} > 1$. Якщо ж за економічного зростання швидкість обігу збільшується, тоді $v > 0$ та $y > 0$, а еластичність менше одиниці – $E_{MD}^Y = 1 - \frac{v}{y} < 1$ [603, с. 82].

Крім того, необхідно зазначити, що в економіці на макрорівні існує фундаментальна взаємозалежність індивідів один від одного – зовнішній ефект попиту на гроші. Якщо для одних індивідів $p_i < 0$, то для інших повинно бути $p_j > 0$. Коли процентна ставка знижується, попит щораз більшої кількості індивідів на грошові кошти збільшується, але це збільшення попиту в цілому не може бути повністю задоволене, оскільки всі (або більшість) домогосподарств бажають більше готівки, і ніхто (або меншість) не бажає її позбутися. Таким чином, еластичність агрегованого попиту на гроші за процентною ставкою буде менше, ніж еластичність індивідуального попиту на гроші.

Об'єктом дослідження розглянутих вище теорій були індивіди (домогосподарства). Водночас фірми теж беруть участь в процесах обміну – купують необхідні ресурси (працю, капітал, сировину і матеріали), а отже, також формують попит на грошові кошти в національній економіці. Втім, не всі трансакції, в яких беруть участь фірми, потребують використання грошей. Якщо фірма є вертикально-інтегрованою, то переміщення проміжних товарів між її підрозділами відбувається без їх участі. Грошові кошти потрібні фірмі тоді, коли угоди пов'язані з зовнішніми контрагентами – постачальниками ресурсів, якими компанія не володіє. Тому, що більше вертикально інтегрованих фірм у національній економіці, то меншим є їхній попит на грошові кошти.

На відміну від домогосподарств, фірми, зазвичай, користуються безготівковими грошима. Всі трансакції, які відбуваються подібним чином за участю банківських рахунків компаній, легко перевірити, наприклад для уточнення суми податків, які фірма повинна виплачувати державі, чи легальності походження коштів. Якщо фірма захоче ухилитися від оподаткування або ж задіяна в нелегальному бізнесі, то вона віддасть перевагу готівковим розрахункам замість банківських. Тому зростання попиту на готівкові гроші в національній економіці є одним з показників, який свідчить про збільшення розміру тіньової економіки.

Грошові потоки фірм не завжди є регулярними та рівномірними, тому їм також властивий попит на гроші як буфер. Буферні запаси – це грошові кошти, які фірма тримає на випадок непередбаченої потреби в ліквідності. Тому, що більша невизначеність економічної ситуації, то більшу суму фірми захочуть залишити у вигляді буферних запасів.

Аналогічно до домогосподарств фірми у періоди, коли грошові надходження перевищують витрати, можуть вкласти тимчасово вільні грошові кошти в цінні папери та отримати додатковий дохід. У разі ж нестачі витрату на покриття поточних витрат компанії доводиться продавати цінні папери для того, щоб отримати гроші, оскільки самі по собі цінні папери не є засобом платежу. Водночас купівля-продаж цінних паперів вимагає витрат у вигляді оплати послуг брокера чи іншого фінансового посередника. Хоча брокерські комісійні й залежать від кількості та обсягу угод з цінними паперами, утім, часте переведення грошей в цінні папери і назад буде доволі дорогим. Управління фінансами у межах фірми означає пошук компромісу між бажанням отримати процентний дохід шляхом обміну “надлишкових” грошових надходжень на цінні папери, потребою в ліквідних коштах та витратами на брокерські послуги [604, с. 83]. Проте зазначена дилема, яка постає перед фірмами, аналогічна тій, що постає перед домогосподарствами, тому підходи до її вирішення та відповідний інструментарій є фактично ідентичними.

Крім того, кожна окрема компанія, формуючи свій попит на грошові кошти, оцінює вартість їх залучення. Якщо його сформовано за рахунок різних джерел (банківський кредит, корпоративні облигації, привілейовані та звичайні акції тощо), то розрахунок здійснюють на основі середньозваженої величини (*Weighted Average Cost of Capital, WACC*). Визначення вартості окремих компонентів капіталу, отриманого з відповідних джерел, здійснюється з використанням низки підходів та моделей [20, с. 96–97; 556; 566] (наприклад, для звичайних акцій на практиці використовують моделі дисконтування дивідендів (*DDM*), оцінки капітальних активів (*CAPM*), Модільян-Міллера, Лі-Хамаді, коефіцієнтні моделі тощо). Тим не менше, усі формалізовані моделі мають певні обмеження, тому в практиці управління грошовими коштами економічні суб’єкти використовують їх як допоміжні для визначення їхнього оптимального обсягу.

На завершення нашого аналізу попиту на грошові кошти варто згадати про питання емпіричної перевірки наявних теоретичних моделей. Зазвичай дослідження відповідних чинників та напряму їхнього впливу виходять з специфікації базової функції у вигляді рівняння:

$$M^D = \beta_1 + \beta_2 X_1 + \beta_3 X_2 + \dots + \beta_i X_j + \dots + \beta_N X_K; \\ i = 1, \dots, N; j = 1, \dots, K, \quad (3.42)$$

де β_i – параметри впливу (еластичності попиту на гроші за відповідним чинником), X_i – детермінанти функції попиту. Зазначимо, що адекватний вибір функції попиту на грошові кошти в національній економіці стикається з низкою серйозних викликів, зокрема:

1. Оптимальний вибір кількісного показника попиту. У разі вибору агрегату M_0 , попит може виявитися заниженим, і деякі важливі чинники опиняться поза межами дослідження. Якщо ж використати M_3 , то можна отримати надмірно розширену функцію, економетрична перевірка якої буде неможлива або ускладнена чи не дасть достовірних результатів. Труднощі пов'язані також з відмінністю між грошима і квазігрошима. Деякі фінансові активи (а таких з кожним роком з'являється щораз більше) володіють властивостями грошей і виконують певні їхні функції, проте не є повноцінними їх заміниками.

2. Виділення відповідних чинників, що впливають на попит. Наприклад, далеко не просто визначити, який з показників щонайкраще характеризує трансакційний попит (загальний обсяг трансакцій, сукупний наявний дохід чи сукупні споживчі видатки), дохід (поточний, постійний, очікуваний тощо) чи процентну ставку (короткотермінові чи довготермінові, середню за депозитами чи за кредитами, за державними чи комерційними паперами тощо). Якщо врахувати надто мало змінних, деякі важливі закономірності опиняться поза сферою аналізу і неможливо буде зробити адекватні висновки на підставі “емпіричної” функції попиту. Якщо ж змінних буде занадто багато, деякі з них можуть у свою чергу залежати одна від одної, що спотворить отримані результати. Справа ускладнюється ще й тим, що низка змінних, які в теорії визначають попит на гроші, можуть на практиці не знайти відповідного кількісного вимірника. Наприклад, величина трансакційних витрат переведення активу в грошові кошти і навпаки,

завичай, не піддається точному кількісному вимірюванню. Складнощі також виникають з використанням очікуваних величин, оскільки відсутні методики точного вимірювання очікувань економічних суб'єктів.

3. Потенційна нестабільність функції попиту. Будь-яке емпіричне дослідження має цінність тоді, коли на підставі виведених закономірностей можна робити певні, цілком достовірні висновки про майбутні події. Для цього параметри аналізованої функції повинні бути стабільні. Утім, у дослідників час від часу виникає сумнів у стабільності грошової функції, оскільки, як свідчать результати спостережень, за різні десятиліття навіть для однієї і тієї ж країни параметри β однієї і тієї ж змінної відрізняються доволі суттєво.

4. Вибір часового періоду для емпіричної перевірки функції попиту. Різні змінні по-різному впливають на грошовий попит в короткотерміновому і в довготерміновому періодах. Крім того, саме визначення короткотермінового або довготермінового періоду є достатньо умовним і може відрізнитися для різних змінних.

5. Вибір функціональної форми для попиту (лінійна, логарифмічна чи ще якась інша залежність). Цей вибір значною мірою визначається наявною інформацією про значення різних еластичностей попиту на грошові кошти (за процентною ставкою, за доходом тощо), які безпосередньо пов'язані з коефіцієнтами β [598, с. 103–105].

Загалом, усі перелічені складнощі свідчать про певну слабкість взаємозв'язку між теорією попиту на грошові кошти та її статистичною перевіркою. Проте, незважаючи на зазначені слабини, емпірична перевірка [762] функції попиту для США, Канади, Японії, Німеччини, Великобританії, Франції та Італії у вигляді рівняння

$$\ln m_t = \beta_0 + \beta_1 \ln Y_t + \beta_2 \ln i_t^{SR} + \beta_3 \ln i_t^{LR} + \beta_4 \pi_t + \beta_5 \ln m_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3.43)$$

(де $m_t = M^D/P_t$ – реальний попит на грошові кошти в поточному періоді; Y_t – сукупний поточний реальний ВВП; i_t^{SR} – короткотермінова процентна ставка фінансового ринку, яка слугує альтернативною ціною грошей; i_t^{LR} – довготермінова рентабельність облігацій, слугує віддачею альтернативних активів; π_t – темп інфляції; $\ln m_{t-1}$ – реальний попит на кошти в попередній період; ε_t – випадковий чинник) дала підстави для наступних висновків:

- попит еластичний за процентною ставкою, але його еластичність обмежена. За абсолютним значенням процентна еластичність попиту на грошові кошти в довготерміновому періоді вища, ніж у короткотерміновому, що свідчить про існування певного періоду пристосування грошового попиту до зміни процентної ставки. Оскільки еластичність не набуває нескінченних чи навіть достатньо великих значень, це означає, що в досліджуваних країнах у відповідні періоди часу не було “пастки ліквідності”, тобто теоретичний висновок про наявність мінімальної процентної ставки не підтвердився;
- еластичність попиту на грошові кошти за доходом приблизно дорівнює одиниці для США і менша одиниці (хоча й позитивна) для Великобританії. Таким чином, позитивний ефект масштабу підтверджений не для всіх країн;
- підтверджено існування часового лагу між змінами процентної ставки та доходу і відповідним пристосуванням попиту на гроші, що становить приблизно три квартали в перший рік зміни. Крім того, встановлено, що 90% такого пристосування здійснюється упродовж двох років.

Вітчизняні фінансисти [513, с. 89–91; 560] рівень забезпеченості економіки грошима визначають на підставі рівня її монетизації як співвідношення грошових агрегатів до ВВП. Цей показник просто обчислити і легко простежувати у динаміці, проте його значення за певний період часу може відображати як задоволену потребу економіки в грошах, так і свідчити про їх надлишок, що є потенціалом відтермінованої інфляції [586, с. 2]. З огляду на це постає проблема визначення економічно обґрунтованого рівня монетизації, що природньо пов'язано з розрахунком попиту на гроші. Підходи іноземних економістів до вирішення цієї проблеми, які ґрунтуються на побудові економетричних моделей попиту на грошові кошти, на жаль, поки що мають мало вітчизняних послідовників. Тому під час обґрунтування рівня монетизації українські вчені використовують метод, який передбачає виокремлення найважливіших чинників, що визначають попит на гроші в різних економіках.

Однак під час використання показника монетизації для оцінки рівня достатності грошової маси виникають такі три основні проблеми:

1) потреба економіки в грошах залежить не тільки від вартості кінцевого продукту, яким є ВВП, але й від вартості проміжних товарів, для реалізації яких також потрібні гроші. Якщо їх частка значна, то і рівень монетизації має бути вищим. Окрім того, цей показник потрібно коригувати беручи до уваги чистий експорт, операції у фінансовому секторі економіки та на ринку нерухомості, угоди зі злиття і поглинання (ВВП враховує лише доходи посередників на цих ринках, але не бере до уваги їх обсяги);

2) грошова маса є запасовою змінною, а ВВП – потоковою, яку розраховують за період, а не на конкретну дату. Для корегування M_2 до потокової змінної можна використовувати середню хронологічну величину цього показника у періоді, за який обчислено ВВП. Коректність розрахунку залежить від інтервалу даних – що менший, то точніший показник. Якщо ж за основу взяти середнє арифметичне на початок і кінець року, то отримаємо дуже приблизне уявлення про необхідний обсяг грошової маси;

3) структура грошової маси, складові грошових агрегатів та їх ліквідність у країнах світу дещо відрізняється. Наприклад, в структурі грошової маси розвинених країн частка менш ліквідних агрегатів є більшою, тому в Канаді, Японії, Швейцарії використовують індексні агреговані монетарні показники *Divisia* [584, с. 3].

Перейдемо тепер до аналізу пропозиції грошей, під якою розуміємо кількість грошових коштів в національній економіці на певний момент часу. Їх кількість (пропозиція) залежить від: 1) грошової бази, на величину якої впливає те, скільки грошей випустить в обіг центральний банк (так звані “екзогенні гроші”), і 2) функціонування фінансового ринку, адже що вища процентна ставка, то більше прибутку може отримати заощадник чи фінансовий посередник у разі надання позики і відповідно щораз більшою буде пропозиція грошових коштів (“ендогенні гроші”).

Роль центрального банку та фінансового ринку (фінансових посередників) у процесі формування пропозиції грошей у національній економіці зображено на рис. 3.12. У цій моделі дуже важливе значення має те, що саме розуміємо під “гроши́ма”, точніше грошовою базою. Здебільшого у дослідженнях “гроші́” зводяться до активів, які використовують як засіб обміну (платежу), тобто готівки та переказних депозитів у національній валюті – грошового агрегату M_1 , який є найвужчим вимірником грошових

коштів. Рідше використовують ширші вимірники – M_2 чи M_3 . Вибір центральним банком агрегату як об’єкта монетарного регулювання залежить від його частки в економіці (у ВВП) країни та ринкових умов. Наприклад, M_1 обирають за значної питомої ваги готівкового обігу і низької частки строкових вкладів та за умов, коли економіка потрапляє в так звану “пастку ліквідності” і не реагує на зміну процентної ставки; агрегат M_2 використовують в країнах з фінансовими ринками, поведінка економічних суб’єктів на яких особливо відчутно залежить від рівня процентних ставок. Сьогодні США, Японія і країни ЄС як проміжну ціль монетарної політики переважно використовують агрегат M_2 [611, с. 161]. У країнах з високим рівнем доларизації національної економіки, де іноземну валюту розглядають як актив у функції попиту на гроші, з цією метою використовують M_3 .

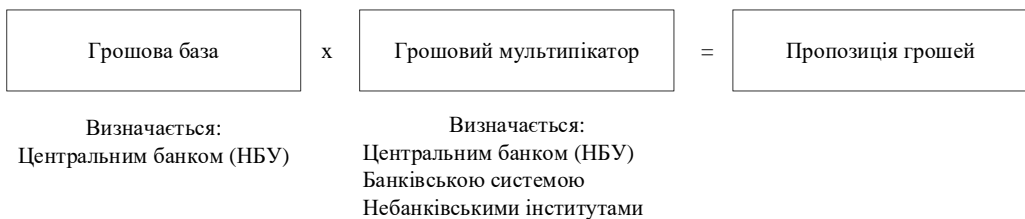


Рис. 3.12. Формування пропозиції грошей у національній економіці [77, с. 471]

В Україні НБУ визначає грошову базу як готівкові кошти, випущені ним в обіг, і переказні депозити в національній валюті. До готівкових коштів в обігу належать банкноти та монети, емітовані центральним банком, за винятком банкнот і монет у його сховищах, касах і банкоматах. До переказних депозитів належать зобов’язання НБУ за коштами на кореспондентських рахунках, коштами обов’язкових резервів та іншими коштами на вимогу інших депозитних корпорацій, а також коштами на рахунках інших фінансових корпорацій, нефінансових корпорацій та домашніх господарств (працівників центрального банку) у національній валюті в Національному банку України [98].

Отже, нині Україна фактично використовує як об’єкт монетарного регулювання грошовий агрегат M_1 , але у теорії і практиці грошового обігу

країни досі особливу увагу приділяють принциповому поділу грошової маси на два великих компоненти: готівкові та безготівкові гроші⁴⁵. Ця практика породжена взаємодією безлічі чинників і часто призводить до неоднозначного розуміння макроекономічної ситуації в країні та помилкових рішень в монетарній політиці, і, як наслідок, до недосконалості системи грошового обігу та низького рівня розвитку фінансового ринку. Водночас необхідно зазначити, що у світовій практиці існує стала тенденція зменшення частки готівки в загальній грошовій масі, що пов'язано з впровадженням нових платіжних технологій, а також з низкою позаекономічних чинників.

Надмірне акцентування на поділ грошової маси на готівкові та безготівкові гроші дедалі більше втрачає свій практичний сенс і перешкоджає розвитку вітчизняної фінансової науки та практики у загальносвітовому мейнстрімі, оскільки: 1) з розвитком економіки частка готівки (M_0) зменшується; 2) такий поділ часто спричиняє плутанину і зумовлює появу зайвих теоретичних дефініцій [611, с. 165]. Справа в тому, що у розвинених країнах проводять градацію грошової маси не формально за способом розрахунку – готівкові та безготівкові гроші, а з змістовної точки зору, як гроші центрального банку і гроші комерційних банків (тобто класифікують не за зовнішнім виглядом грошової маси, а за емітентами). Це має принципове значення для розуміння процесу формування пропозиції грошових коштів у національній економіці центральним і комерційними банками та особливостей її монетарного регулювання.

У зв'язку з цим своє дослідження в подальшому будемо будувати так, як це прийнято нині в практиці розвинених країн світу. За такого підходу головними категоріями грошей є “гроші центрального банку”, “гроші комерційних банків” і “квaziгроші”. Для того, аби з'ясувати відмінності між ними, необхідно детальніше розглянути інструменти фінансового ринку, що допоможе уточнити місце грошей на сучасному фінансовому ринку. Розпочнемо з того, що фінансові інструменти (*financial instruments*) – це сукупність активів: грошові кошти і цінні папери.

Грошові кошти – це “нижчий” фінансовий актив, оскільки мають найменшу дохідність (а готівкові гроші нею зовсім не володіють) і найменший

⁴⁵ Співвідношення готівкового і безготівкового обігу виражають через коефіцієнт готівки – $K_1 = M_0 / M_2$.

рівень ризику. Така мінімальна дохідність – ціна їх максимальної ліквідності, так як між віддачею і ліквідністю існує жорстка обернена залежність. Іншими словами, ціна ліквідності – це втрачені проценти. Взявши за основу ці два критерії (дохідність та ризик) можна провести класифікацію усіх вітчизняних фінансових інструментів як це зроблено на прикладі найрозвиненішого фінансового ринку – США (рис. 3.13). Водночас потрібно зазначити, що сьогодні, в умовах глобалізації та відкритості національних економік, відмінності між фінансовими інструментами між країнами поступово зникають, хоча сама їх наявність на внутрішньому ринку визначається рівнем розвитку кожної країни окремо.

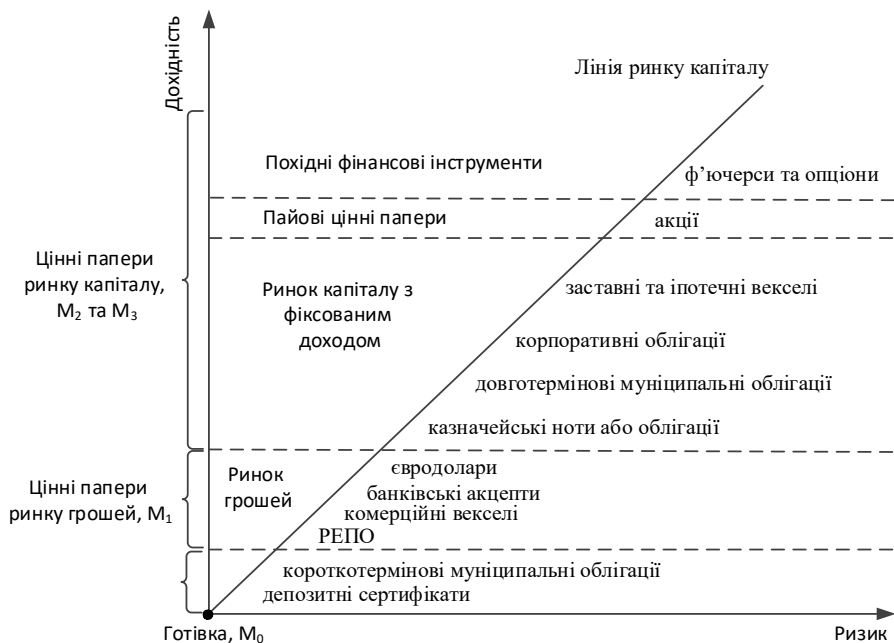


Рис. 3.13. Класифікація фінансових інструментів за ризиком і дохідністю [611, с. 166]

Отже, без ризиковим і без дохідним фінансовим активом є готівка M_0 , яка графічно знаходиться на початку осей координат. Грошові агрегати M_1 , M_2 та M_3 відносять власне до грошей, хоча з віддаленням від початку координат їх здатність виконувати функцію засобу платежу та ліквідність дещо

знижуються, зате зростають віддача і ризик. Найменш ризиковими після готівки (рис. 3.13) є цінні папери ринку грошей – це високоліквідні цінні папери з термінами обігу до року, зокрема казначейські векселі, депозитні сертифікати, короткотермінові муніципальні облігації і РЕПО-угоди, комерційні векселі, банківські акцепти, євродолари. Вище за шкалою дохідності розміщені цінні папери ринку капіталу (термінами понад рік), які поділяють на цінні папери з фіксованим доходом, пайові цінні папери та похідні фінансові інструменти, зокрема казначейські ноти або облігації, довготермінові муніципальні облігації, корпоративні облігації, заставні, акції, опціони і ф'ючерси. Зауважимо, що фактично усі складові грошового агрегату M_3 спроможні виконувати функцію засобу платежу. Умовну пряму, яка відображає залежність між ризиком та очікуваною віддачею фінансових активів, називають лінією ринку капіталу (*Capital Market Line, CML*) [611, с. 169]. Водночас провести пряму, яка б розмежувала M_2 та M_3 , можна лише доволі умовно, беручи до уваги швидкість мобілізації та витрати перетворення в грошові кошти (засоби платежу). Лінія ринку капіталу завжди має додатній нахил, тому що заощадники в переважній своїй більшості не схильні до ризику, тобто фінансові активи, розташовані на ній, мають або максимальну віддачу за даного рівня ризику, або мінімальний ризик за даної дохідності.

Тепер, знаючи за допомогою яких фінансових активів здійснюють купівлю-продаж тимчасово вільних грошових коштів на фінансовому ринку, розглянемо власне процес формування пропозиції грошей у національній економіці. Розпочнемо з грошей центрального банку (рис. 3.14), які існують у формі безтермінових вкладів у нього, а також у формі готівки – банкнот і монет в обігу. Безтермінові вклади у центральному банку – це так звані мінімальні або обов'язкові резерви (певний відсоток від загального обсягу залучених депозитів), які комерційні банки зобов'язані тримати у ньому чи у вигляді готівки в касі (сховищах).

Зазначимо, що в багатьох країнах цей відсоток різниться як за видами рахунків (до запитання, термінові, ощадні), так і за видами кредитних установ. Крім мінімальних резервів використовують також поняття “резерви” і “надлишкові резерви”. Резервами є сума коштів, внесених на

банківські рахунки і не виданих в якості кредитів⁴⁶. Надлишкові резерви – це резерви банків в центральному банку (або готівка в касі банку) понад мінімальні резерви, тобто $UR = R - MR$.

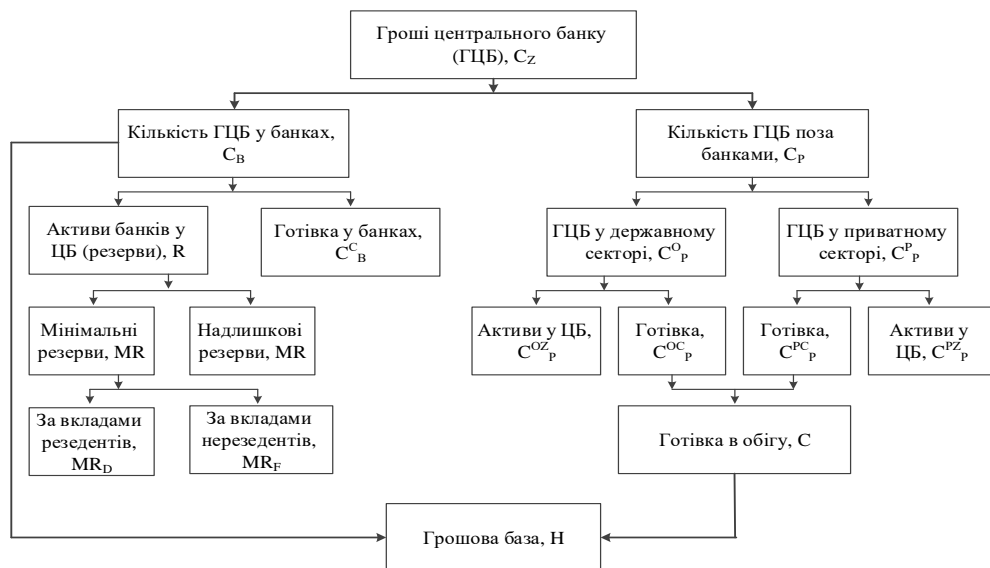


Рис. 3.14. Гроші центрального банку і грошова база [611, с. 170]

Кількість грошей центрального банку (C_z) дорівнює сумі грошей центрального банку у банках (C_B) (фінансовому секторі) і поза ними (C_P) (нефінансовому секторі):

$$C_z = C_B + C_P, \quad (3.44)$$

або

$$C_z = MR_D + MR_F + UR + C_B^C + C_P^{PZ} + C_P^{PC} + C_P^{OC} + C_P^{OZ}, \quad (3.45)$$

чи

$$C_z = R + C + C_B^C + C_P^{PZ} + C_P^{OZ}, \quad (3.45 a)$$

(всі позначення тут згідно рис. 3.14).

⁴⁶ Резерви складаються з депозитів комерційного банку, розміщених в центральному банку і готівкових коштів, які фізично зберігаються в банку (точніше в сховищах банків). Резерви для комерційних банків є активами, а для центрального банку пасивами, оскільки комерційні банки в будь-який момент можуть зажадати їх оплатити і центральний банк буде зобов'язаний задовольнити цю вимогу, видавши банкноти центрального банку. Загальна сума резервів може бути розділена на дві категорії: резерви, які банки тримають на вимогу центрального банку (обов'язкові або мінімальні резерви), і додаткові резерви, які банки тримають на власний розсуд (надлишкові резерви).

Ту кількість грошей центрального банку, яка перебуває у кредитних інститутах та поза банками (готівка в обігу), називають грошовою базою⁴⁷ (*monetary base*, або “сильні гроші” *high-powered money*) [611, с. 171], тобто

$$H = C + C_B . \quad (3.46)$$

Таким чином, грошова база є меншою за гроші центрального банку на розмір активів небанківського сектору, які зберігаються в центральному банку⁴⁸:

$$C_Z - H = C_p - C = C_p^{OZ} + C_p^{PZ} . \quad (3.47)$$

Однак ця відмінність є порівняно незначною у масштабах національної економіки, тому часто між грошима центрального банку і грошовою базою ставлять знак рівності ($C_Z = H$). З огляду на це надалі у роботі також будемо вважати ці категорії тотожними.

Механізм створення грошей центральним банком полягає в тому, що він купує в інших економічних суб'єктів активи і розраховується за них власними зобов'язаннями (тобто банкнотами (N) і монетами (SM) емітованими ним). Гроші центрального банку прийнято вважати грошима вищого порядку і складаються вони з заборгованості (пасивів) центрального банку та покриваються його активами, тобто золотом, девізами, вимогами тощо. Таким чином гроші центрального банку можна розглядати з двох сторін: пасивів та активів. Так, випускаючи гроші, центральний банк, створює балансний прибуток (сеньйораж або емісійний прибуток). Обсяг і структуру грошей центрального банку можна простежити за допомогою його балансу. Гроші центрального банку (C_Z) займають всі основні позиції пасивів, тобто

$$C_Z = N + MR + C_p^{OZ} + C_p^{PZ} + C_F . \quad (3.48)$$

Якщо відняти від цього вклади державного сектору (C_p^{OZ}), вклади іноземців (C_F) і вклади приватного сектору всередині країни (C_p^{PZ}), то отримаємо рівняння грошової бази

$$H = N + MR . \quad (3.46 a)$$

⁴⁷ Часто використовують показник грошової бази у вужчому вигляді, як суму готівки в обігу і мінімальних резервів – $H = C + MR$, або як суму готівки в обігу і загальних резервів – $H = C + R$.

⁴⁸ Небанківський сектор не здатний створювати гроші.

Зауважимо, що крім банкнот (N), які випускає центральний банк, до готівки (C) відносять також розмінні монети (SM), які у більшості країн карбує скарбниця (міністерство фінансів, казначейство) і тому їх не відображено в балансі центрального банку. З урахуванням цього обсяг готівки в економіці становить:

$$C = N + SM. \quad (3.49)$$

Хоча створення грошей відносять до пасивних операцій, однак визначити кількість грошей центрального банку можна і з боку банківських активів. Активна сторона банківського балансу відображає, за рахунок чого створюються гроші центрального банку:

$$C_z = R + KB + KS + WP - S, \quad (3.50)$$

де KB – кредити банкам, KS – кредити нефінансовому сектору, WP – операції з цінними паперами, $S = SA - SP$ – інші активи мінус інші пасиви.

Відзначимо, що створення грошей центральним банком теоретично не обмежується, оскільки відсутні законодавчі, адміністративні чи інші подібні приписи. Таким чином обсяг грошової маси центрального банку (грошова база) визначається екзогенно.

Водночас грошові кошти банків є ендогенними, оскільки це безтермінові (або до запитання) вклади нефінансового сектору в кредитних інститутах (банках), окрім вкладів в центральному банку, які є грошима центрального банку. Гроші банків – це найбільша частина сучасного грошового обігу, які є їхніми зобов'язаннями та приймаються як платіжний засіб усіма економічними суб'єктами. Так як гроші – це зобов'язання їх емітентів, то до грошей банку, у принципі, можна віднести всі позиції пасивної сторони його балансу.

Отже, пропозиція грошових коштів у країні виникає в результаті створення грошей центральним банком (готівкові гроші) та банківською системою (безготівкові гроші). Створення грошей центральним банком, зазвичай, підпорядковане реалізації макроекономічних цілей (економічне зростання, боротьба з інфляцією або з безробіттям, а також досягнення рівноважного платіжного балансу). Створення ж грошей банками забезпечує

повсякденні потреби функціонування суб'єктів господарювання, державного сектору економіки та домогосподарств.

Економісти розрізняють пасивне та активне створення грошей банками. За пасивного величина загальної пропозиції грошових коштів у національній економіці не змінюється: має місце просте перетворення грошей центрального банку в гроші банків без збільшення загального обсягу грошової маси (змінюється лише її структура⁴⁹).

За активного створення грошей банками загальна пропозиція грошей в економіці збільшується, що відбувається в результаті: 1) купівлі (“монетизації”) ними негрошових активів (золота, валюти, цінних паперів, нерухомості, товарів, тощо); 2) видання кредитів. У результаті цих трансакцій грошова маса (і пропозиція грошей) в економіці збільшується.

Банк теоретично здатний створювати безготівкові гроші доти, доки не досягне межі ліквідності, тобто доки буде здатний виконувати платежі за своїми зобов'язаннями. Однак у реальності на його можливість створення безготівкових грошей впливає центральний банк, який для цього використовує норму мінімальних (обов'язкових) резервів (r_{MD}) та коефіцієнт депонування грошей⁵⁰ (c) [611, с. 177]. Механізм впливу цих інструментів детально розписаний у фаховій літературі [513, с. 83–83 та с. 139–146], тому у роботі наведемо лише його формалізований результат – максимальний обсяг створення безготівкових грошей відображає формула:

$$D_P = \frac{1}{r_{MD}} C_B, \quad (3.51 \text{ a})$$

або:

⁴⁹ Наприклад, банк отримує від свого клієнта гроші центрального банку (банкноти, C_P) і оформляє на його ім'я безтерміновий вклад (до запитання, D_P) на цю ж величину. У підсумку активи (C_P) і пасиви (D_P) банку зросли на однакову величину. Ця трансакція привела до збільшення обсягу безготівкових грошей, але не вплинула на загальну пропозицію грошей, так як загальна маса грошей в небанківському секторі не змінилася; змінився лише структура грошової маси).

⁵⁰ Коефіцієнт депонування грошей (c) – це співвідношення між готівковими і депозитними коштами населення. Домогосподарство тримає частину свого доходу у вигляді готівки (C_P), а решту – у вигляді внеску в банк (D_P), тобто $c = \frac{C_P}{D_P}$, або в загальному вигляді: $c = \frac{C}{D}$.

$$D_P = \frac{1}{r_{MD}} R, \quad (3.51 \text{ б})$$

де $\frac{1}{r_{MD}}$ – простий депозитний мультиплікатор (або мультиплікатор розширення депозитів – *deposit expansion multiplier*). Якщо безтермінові депозити – єдина форма грошей в економіці, то цей депозитний мультиплікатор можна також назвати грошовим мультиплікатором (*money multiplier*); тобто це число, на яке потрібно помножити резерви, щоб отримати загальну кількість грошей в обігу. Однак ця формула описує дуже спрощену ситуацію, за якої: існують тільки вклади до запитання з мінімальним резервним покриттям; клієнти банків не знімають готівку з рахунків; банківські надлишкові резерви завжди дорівнюють нулю.

Утім, насправді у багатьох країнах мінімальна норма резервування відрізняється для різних типів вкладів (до запитання, термінові, ощадні тощо). До того ж, банки можуть зберігати надлишкові резерви, навіть якщо вони не приносять доходів. Крім того, домогосподарства завжди тримають певну суму грошей у вигляді готівки. Врахування цих чинників означає, що сума загальних резервів плюс готівки в обігу повинна дорівнювати обсягу депозитів до запитання, тобто

$$R + C = r_{MD} \times D + r_{UD} \times D + c \times D = (r_{MD} + r_{UD} + c) \times D, \quad (3.52)$$

де r_{MD} – норма мінімального резервування, r_{UD} – рівень надлишкового резервування, c – коефіцієнт депонування. Оскільки ліва частина рівняння відображає грошову базу ($H = R + C$), то

$$H = (r_{MD} + r_{UD} + c) \times D, \quad (3.53)$$

або:

$$D = \frac{1}{(r_{MD} + r_{UD} + c)} \times H, \quad (3.54)$$

де $\left[\frac{1}{(r_{MD} + r_{UD} + c)} \right]$ – депозитний мультиплікатор, що враховує існування надлишкових резервів і зберігання домогосподарствами готівки.

З'ясувавши можливості одного банку у створенні грошей, можемо перейти до розгляду механізму створення грошей банківською системою. Нагадаємо, що пропозиція грошей M_1 дорівнює сумі готівки і

безтермінових вкладів небанківського сектора, тобто $M_1 = C + D$ або $M_1 = cD + D = D(c + 1)$.

Підставивши замість D його значення з (3.54), отримаємо рівняння пропозиції грошових коштів у національній економіці

$$M_1 = D(c + 1) = \frac{c+1}{(r_{MD}+r_{DU}+c)} \times H. \quad (3.55)$$

Звідси повний грошовий мультиплікатор дорівнює

$$m_1 = \frac{1+c}{(r_{MD}+r_{DU}+c)}. \quad (3.56)$$

Отже, пропозиція грошей у національній економіці залежить від трьох екзогенних змінних – грошової бази, коефіцієнта депонування та норми резервування. Центральний банк для регулювання пропозиції грошових коштів використовує переважно грошову базу, складові якої перебувають під його повним контролем. Цей процес відбувається у два етапи: 1) вжиті заходи змінюють складові грошової бази – величину готівки та величину резервів комерційних банків; 2) пропозиція грошей змінюється унаслідок дії механізму створення грошей банківською системою.

Схематично роль грошового мультиплікатора у формуванні пропозиції грошей в національній економіці зображено на рис. 3.15. Грошовий мультиплікатор (m_1) – це відношення грошової маси (верхня основа на рис. 3.15) до грошової бази (нижня основа). У разі відсутності банків грошова маса дорівнювала б грошовій базі.

Грошова маса ($M_1 = C + D$)		
Готівка (C)	Депозити (D)	
Гроші центрального банку	Гроші банків	
		Кредити банків
Готівка (C)	Резерви (R)	Кредити (K)
Грошова база ($H = C + R$)		

Рис. 3.15. Грошовий і кредитний мультиплікатори [611, с. 184]

На основі грошового мультиплікатора (m_1) можна вивести значення кредитного мультиплікатора (k_1). Так, величина банківського кредиту дорівнює обсягу депозитів (D) за вирахуванням резервів банків (R):

$$K = D - R, \quad (3.57)$$

або (рис. 3.15.) різниці обсягу грошової маси (M_1) та обсягу грошової бази (H):

$$K = M_1 - H = (D + C) - (R + C). \quad (3.59)$$

Звідси формула кредитного мультиплікатора:

$$K = M_1 - H = m_1 H - H = (m_1 - 1)H, \quad (3.60)$$

де $m_1 - 1 = k_1$ – кредитний мультиплікатор. Зазначимо, що створення кредиту і його вплив на пропозицію грошей досліджує теорія ринкового кредиту.

Водночас якщо кількість грошових коштів в економіці визначати більш широко як $M_2 = C + D + T$ чи $M_3 = C + D + T + S$, то для відображення формул відповідних мультиплікаторів необхідно ввести поняття частки термінових вкладів ($t = \frac{T}{D}$) і частки ощадних вкладів ($s = \frac{S}{D}$). Звідси

$$M_2 = D + cD + tD = (1 + c + t)D. \quad (3.61)$$

Замінивши D на його значення з (3.18), отримаємо:

$$M_2 = \frac{1 + c + t}{(r_{MD} + r_{DU} + c)} \times H \quad (3.62)$$

Таким чином, мультиплікатор m_2 має вигляд:

$$m_2 = \frac{1 + c + t}{(r_{MD} + r_{DU} + c)} \quad (3.63)$$

Тоді мультиплікатор k_2 має вигляд:

$$k_2 = m_2 - 1. \quad (3.64)$$

За аналогією отримаємо значення M_3 і m_3 :

$$M_3 = \frac{1 + c + t + s}{(r_{MD} + r_{DU} + c)} \times H; \quad (3.65)$$

$$m_3 = \frac{1 + c + t + s}{(r_{MD} + r_{DU} + c)}; \quad (3.66)$$

$$k_3 = m_3 - 1. \quad (3.67)$$

Числове значення мультиплікатора відображає роль банківської системи у формуванні пропозиції грошей у національній економіці. Що більше це значення, то більш ендогенною є пропозиція грошей (вищою її залежність від стану та рівня розвитку фінансово-кредитної системи). Що менше значення, то більш екзогенною є пропозиція грошей, (більшою мірою визначається центральним банком). Зазначимо, що для розвинених країн його значення, зазвичай, варіює в межах 5–8, проте буває, що воно досягає значення 10–11. Це можна пояснити невеликою часткою готівки в обігу, низькими резервними вимогами до банків, а також ефективністю розподілу грошей у національній економіці (банківській системі) завдяки розвиненим сегментам фінансового ринку. У державах з ринками, що розвиваються значення грошового мультиплікатора є в межах 2–3 [585, с. 8]. В Україні його значення плавно зростає, що свідчить про підвищення ефективності вітчизняного фінансового ринку.

З наведених вище формул очевидно, що величина грошового мультиплікатора і пропозиції грошей обернено залежні від норми обов'язкового резервування r_{MD} , рівня надлишкового резервування r_{UD} та коефіцієнта депонування грошей c . Норму обов'язкового резервування визначає центральний банк. Рівень надлишкового резервування перебуває в оберненій залежності від ринкової процентної ставки та прямій залежності від очікуваного впливу депозитів. Справді, якщо ринкова процентна ставка зростає, то альтернативні витрати зберігання надлишкових резервів збільшуються, що спонукає зменшувати їх величину. Якщо очікування щодо впливу депозитів зростають, то надлишкові резерви будуть збільшені, оскільки вони є страхівкою від можливих втрат у зв'язку з впливом депозитів.

Водночас, хоча коефіцієнт депонування грошей c присутній як в чисельнику, так і в знаменнику розглянутих мультиплікаторів, його збільшення призводить до зростання знаменника в пропорції, яка перевищує рівень зростання чисельника, оскільки величина $r_{MD} + r_{UD}$ менше одиниці. Величина ж самого коефіцієнта перебуває в оберненій залежності від національного доходу або ВВП країни (що бідніше населення, то більше своїх доходів воно тримає у вигляді готівки) та процентної ставки за вкладом до запитання і прямо пропорційна ймовірності настання банківських криз, масштабам тіньової економіки та ставкам оподаткування пасивних доходів (депозитів).

Тепер, знаючи від чого залежать попит і пропозиція грошових коштів у національній економіці, можемо розглянути механізм визначення їх рівноважної ціни грошей на фінансовому ринку як складовій національного ринку. Рівновага на фінансовому ринку визначається взаємодією попиту на гроші ($M^D = L(Y, i)$) та пропозиції грошових ресурсів (M^S). У короткотерміновому періоді реальний ВВП (обсяг виробництва), пропозиція грошей і рівень цін є екзогенними змінними, а оскільки у цьому періоді рівень цін не змінюється, то реальні і номінальні змінні у моделі збігаються, зокрема $r = i$. Крива попиту на грошові кошти є спадною, оскільки відображає обернену залежність між попитом на них та номінальною процентною ставкою за даного рівня виробництва. Водночас у цьому періоді пропозиція грошових коштів є вертикальною лінією – реальна пропозиція грошей зафіксована на рівні $(M/P)^S$. У точці перетину E кривих (M^S) та L встановлюється рівновага (рис. 3.16). Описаний механізм відповідає кейнсіанському розумінню формування рівноваги на фінансовому ринку, натомість в підході класичної школи крива пропозиції грошей залежить від процентної ставки і є висхідною, а не вертикальною лінією.

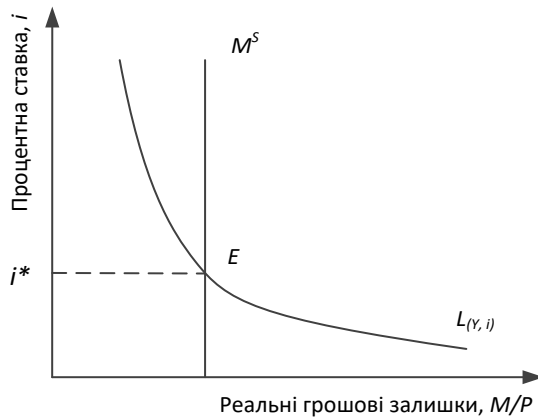


Рис. 3.16. Рівновага фінансового ринку у короткотерміновому періоді [9, с. 434]

Мобільна процентна ставка утримує ринок у рівновазі. Залежно від динаміки процентної ставки економічні суб'єкти змінюють структуру своїх активів, що веде до відновлення рівноважного значення процентної ставки.

Коливання процентної ставки бувають двох видів: ендогенні – пов’язані з нерівновагою ринку, та екзогенні – унаслідок зміни зовнішніх змінних – пропозиції грошей чи величини доходу (національного продукту).

Унаслідок різних ендогенних обставин процентна ставка може відхилитися від свого рівноважного рівня. Так, якщо процентна ставка встановиться на рівні, нижчому за рівноважний, то попит на гроші перевищуватиме пропозицію, і щоб пристосуватися до нестачі грошових коштів, економічні суб’єкти продаватимуть свої активи, зокрема облігації. Проте надходження коштів від продажу цінних паперів до одного домогосподарства є водночас втратою грошей для іншого, яке їх купило. Однак масові намагання продати облігації спричинять зростання їх пропозиції на ринку за незмінного попиту, тому ціни облігацій знижуватимуться. Як вже відомо, зниження ціни облігацій підвищує процентну ставку, тобто вона прямуватиме до рівноважного рівня. За процентної ставки понад рівноважну аналогічні міркування приведуть до схожого висновку – зростання ціни облігацій знижує процентну ставку, тобто вона прямуватиме до рівноважного рівня.

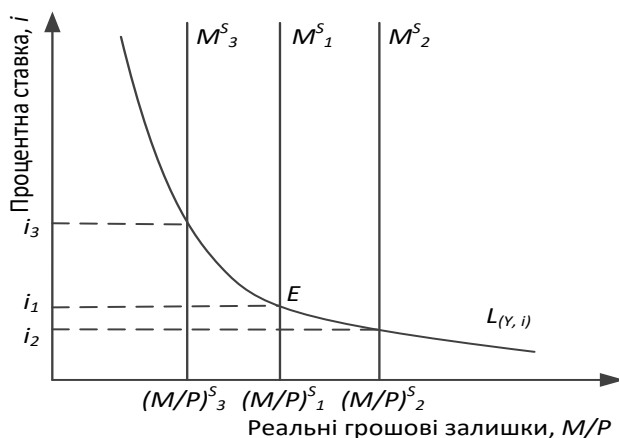


Рис. 3.17. Вплив на рівноважну процентну ставку зміни пропозиції грошових коштів у національній економіці [113, с. 326]

Рівноважна процентна ставка також може змінюватися під впливом зміни екзогенних змінних – пропозиції грошей і обсягу виробництва. Коливання значень рівноважної процентної ставки під впливом зміни пропозиції грошей показано на рис. 3.17. Якщо центральний банк зменшить

пропозицію грошей до M_3^S рівноважна процентна ставка зросте; і навпаки, зі збільшенням пропозиції грошей в економіці процентна ставка знизиться.

Вплив зміни обсягу виробництва на попит на грошові кошти зображено на рис. 3.18. Зі зростанням Y_1 до Y_2 економіка потребуватиме більше грошей для обслуговування ділових операцій, попит на них збільшиться, і за незмінної пропозиції грошових коштів процентна ставка зросте. І навпаки, зі зменшенням обсягу національного продукту до Y_3 крива попиту на гроші переміститься вліво і рівноважна процентна ставка знизиться.

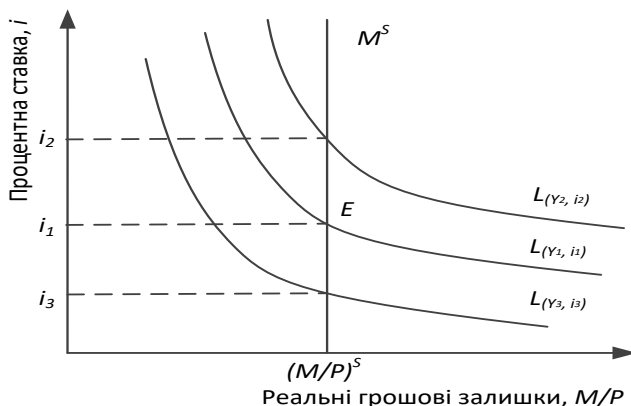


Рис. 3.18. Вплив на рівноважну процентну ставку зміни попиту на грошові кошти у національній економіці [113, с. 326]

Описаний механізм встановлення і підтримання рівноваги успішно працює лише у ринковій економіці з розвиненим фінансовим ринком та встановленою реакцією економічних суб'єктів на зміни тих чи інших змінних (за раціональної поведінки і врахування інформації про економічну динаміку та рішення органів влади). Також необхідно зазначити, що кейнсіанська теорія процентної ставки не є повною, оскільки Дж. М. Кейнс розглядав лише монетарний сектор економіки, абстрагувавшись від реального. Цей недолік вдалося усунути Дж. Гіксу у моделі $IS-LM$, що згодом була доповнена Р. Манделом та М. Флемінгом, які розширили її до умов відкритої економічної системи. Іншими словами, модель описує взаємозв'язок між номінальним обмінним курсом, внутрішньою процентною ставкою й валовим внутрішнім продуктом (п. 3.4).

Отже, процентна ставка в національній економіці залежить від фінансових рішень економічних суб'єктів (ендогенний чинник), обсягу виробництва (ВВП) і грошової маси, обсяг якої регулює центральний банк. Саме центральний банк є інституцією, відповідальною за пропозицію грошей у країні та впливає одночасно і на грошову базу, і на грошовий мультиплікатор. Грошову базу визначають за допомогою активів і пасивів балансового звіту центрального банку, які вимірюють її компоненти. Змінюючи величину цих активів і пасивів, НБУ розширює або звужує грошову базу. Основними інструментами, за допомогою яких центральний банк змінює пропозицію грошей в економіці, є операції на відкритому ринку, облікова (дисконтна) ставка і норма резервування.

Зважаючи на зазначене вище, центральний банк має змогу впливати на функціонування фінансового ринку та визначення ціну грошей (процентної ставки) на ньому, а через нього й на інші ринки (товарів і послуг, факторів виробництва тощо) та, відповідно, загалом на макроекономічні параметри національної економіки. Механізм цього впливу (так званий трансмісійний або передавальний механізм монетарної політики і його канали, що діють через різні сегменти фінансового ринку) детально описаний у науковій літературі.

3.4. Сучасні науково-прикладні засади інтеграції фінансового ринку у світовий фінансовий простір

Інтеграція фінансового ринку у світовий фінансовий простір передбачає вільне міжнародне переміщення грошового капіталу (фінансових активів) та безперешкодний обмін національних грошових одиниць однієї країни на валюту інших держав, а також уніфікацію фінансових стандартів, правил і процедур. Зазначимо, що у сучасному світі майже кожна країна має свою власну валюту – національну грошову одиницю, яка, здебільшого, є єдиним законним платіжним засобом на території держави. Тому для того, щоб купити товари, матеріальні або фінансові активи в інших країнах, вітчизняні економічні суб'єкти повинні спочатку обміняти національну грошову одиницю на іноземну. Зробити це можна

на вітчизняному або закордонному валютному ринку за відповідним обмінним (валютним) курсом. Обмінний курс визначає, скільки одна валюта коштує в іншій валюті. Водночас з валютними курсами пов'язані довготермінові тенденції та короткотермінові коливання на національному фінансовому ринку будь-якої країни, оскільки існує зв'язок між процентними ставками та валютними курсами в глобальній економіці. Для того щоб з'ясувати механізм цього взаємозв'язку, необхідно спершу дослідити особливості формування обмінного курсу національної грошової одиниці в сучасних умовах господарювання.

Незважаючи на мету купівлі валюти (для розрахунків з іноземцями або як засіб збереження заощаджень від втрати купівельної спроможності національної грошової одиниці, тобто володіння нею не передбачає плати за користування грошима заощадника), вітчизняні економічні суб'єкти формують попит на неї на національному валютному ринку. Пропозиція валюти на вітчизняному ринку формується з валютних надходжень у країну від експорту, іноземних інвестицій, грошових переказів трудових мігрантів, кредитів від іноземних урядів та міжнародних організацій тощо. Взаємодія ринкових сил попиту та пропозиції визначає валютний курс національної грошової одиниці до іноземних валют. Валютному ринку притаманні такі ж закономірності, як і будь-якому іншому ринку, тобто збільшення попиту за інших незмінних умов приводить до переміщення кривої попиту праворуч та до зростання ціни валюти (обмінного курсу) або, іншими словами, її поцінування. Зростання пропозиції за інших незмінних умов у підсумку приведе до зменшення обмінного курсу національної грошової одиниці або, іншими словами, до її знецінення. Під дією ринкових сил валютний ринок також завжди прямує до рівноваги, усуваючи нестачу чи надлишок, тобто рівноважний валютний курс збалансовує попит і пропозицію.

Економісти, досліджуючи функціонування валютного ринку та формування рівноважного обмінного курсу, виконують аналіз з позиції двох періодів – довготермінового та короткотермінового [77, с. 216]. За довготермінові тенденції у пропозиції та попиті на валютному ринку відповідають такі чинники: відмінності у рівнях цін, різниця в продуктивності, преференції споживачів і торговельні бар'єри.

Якщо рівень цін за кордоном зростає, то іноземні товари або фінансові активи стають дорожчими порівняно з вітчизняними товарами чи активами. З іншого боку, якщо інфляція за кордоном вища, ніж у країні, то іноземну валюту менше застосовуватимуть для нагромадження коштів, ніж національну грошову одиницю (ніхто не хоче тримати заощадження у грошах, купівельна спроможність яких зменшується). Тому зростання рівня цін за кордоном збільшує пропозицію іноземної валюти, спричиняючи зниження її рівноважного обмінного курсу. Отже, за інших однакових умов вищий рівень інфляції в країні порівняно з іншими країнами зумовлює знецінення її валюти.

Різницю у продуктивності характеризують тим, що коли країна має вищі темпи зростання продуктивності, то її компанії можуть виробляти товари дешевше від своїх закордонних конкурентів. Унаслідок цього вітчизняні товари цієї країни можуть продавати за нижчими цінами, ніж подібні іноземні товари, збільшуючи попит на вітчизняні товари і національну валюту. І навпаки, якщо приріст продуктивності країни нижчий, то за інших однакових умов її валюта знеціниться.

У разі якщо попит вітчизняних споживачів на іноземні товари зростає, то, щоб придбати ці товари, їм знадобиться більше іноземної валюти, що підвищуватиме її вартість, і навпаки. Тому валютний курс змінюватиметься у відповідь на зміщення преференцій економічних суб'єктів на вітчизняні або іноземні товари. Отже, валюта країни буде поціновуватись у довготерміновому періоді у відповідь на зростання попиту на її експорт.

Сьогодні, незважаючи на процеси глобалізації та лібералізацію міжнародних економічних відносин, країни досі за допомогою торговельних бар'єрів (мит, квот тощо) перешкоджають вільному переміщенню товарів і факторів виробництва. Наслідком їхнього використання є подорожчання іноземних товарів на внутрішньому ринку країни, яка запровадила такі торговельні обмеження, що зменшує попит на них та призводить до зростання попиту на аналогічні вітчизняні товари, ціна яких не змінилася. Тобто торговельні бар'єри змінюють преференції споживачів щодо вітчизняних та іноземних товарів (послуг) й у підсумку приводять до зміни валютного курсу.

У наукових дослідженнях економісти використали інформацію про довготермінові чинники валютного курсу для розроблення теорії паритету купівельної спроможності (ПКС), яка ґрунтується на законі однієї ціни: якщо дві країни виробляють ідентичний виріб, то можливості отримання прибутку повинні забезпечити однакову ціну на нього в обох країнах, незалежно від того, яка країна виробляє цей товар. Іншими словами, ціна товару має бути однаковою в усіх країнах, відхилення можливе лише на величину транспортних витрат, якщо товар не виробляють у країні. Зіставивши ціни ідентичного товару між країнами, отримаємо обмінний курс (саме за цим принципом розраховують Індекс БігМака).

Проте насправді в реальному житті країни виробляють багато різних товарів, тому валютний курс, зазвичай, не визначають за одним товаром. Натомість його обчислюють за індексами цін (зазвичай, ІСЦ або ВВП-дефлятор), порівнюючи ціну набору товарів в одній країні з ціною такого ж набору в іншій. Такий обмінний курс називають реальним валютним курсом, оскільки він відображає співвідношення купівельної спроможності валют. Водночас ціну грошової одиниці однієї країни, виражену у валюті іншої, називають номінальним валютним курсом. Скоригувавши номінальний (поточний) валютний курс на співвідношення цін товарів у країнах, отримаємо реальний валютний курс (EX_r), а саме:

$$EX_r = \frac{EX \times P}{P_f}, \quad (3.68)$$

де EX – номінальний валютний курс (кількість іноземної валюти, яку можна придбати за одну одиницю вітчизняної валюти); P – ціна вітчизняних товарів у національній валюті; P_f – ціна товарів в іноземній валюті в іншій країні [730, с. 214].

Після диференціювання отримаємо

$$\frac{\Delta EX_r}{EX_r} = \frac{\Delta EX}{EX} + \frac{\Delta P}{P} - \frac{\Delta P_f}{P_f}, \quad (3.69)$$

де $\frac{\Delta P}{P}$ – відсоткова зміна внутрішніх цін, тобто внутрішній рівень інфляції

π , аналогічно, $\frac{\Delta P_f}{P_f}$ – іноземний рівень інфляції π_f . Звідси

$$\frac{\Delta EX}{EX} = \frac{\Delta EX_r}{EX_r} + (\pi_f - \pi). \quad (3.70)$$

Згідно з цим рівнянням, відсоткова зміна в номінальному валютному курсі залежить від двох складових: відсоткової зміни в реальному валютному курсі та різниці між іноземним і внутрішнім рівнем інфляції. Однак теорія ПКС ґрунтується на припущенні, що реальні валютні курси постійні, тобто лише відмінності в рівнях інфляції у двох країнах спричиняють зміни в номінальному обмінному курсі між двома валютами. Іншими словами, як тільки з'являється сподівання, що рівень цін країни зменшиться щодо рівня цін іншої країни, її валюта поціновується щодо валюти іншої країни.

Учені-економісти, перевіряючи теорію ПКС на фактичних даних, виявили, що відмінності у відносних рівнях цін не повною мірою пояснюють зміни валютного курсу. Причиною є те, що: 1) значна кількість товарів відрізняється, або вони неідентичні, тобто для диференційованих продуктів закон одної ціни не діє; 2) не всіма товарами і послугами торгують на міжнародних ринках, тобто певна частина товарів є непереміщуваними і ціни на них різнитимуться; 3) припущення, що реальний валютний курс є постійним, некоректне, оскільки він може змінюватися, якщо існують зміни в перевагах споживачів на вітчизняні чи іноземні товари або вводять торговельні бар'єри. Якби рівні інфляції не змінювалися, то ці чинники також могли б пояснити зміни в номінальних валютних курсах.

Крім того, дослідники [52, с. 17–18], беручи до уваги той факт, що формування обмінного курсу належить до сфери міжнародного грошового обігу, вважають що він є одним з елементів кількісної теорії грошей, яка стверджує про пряму залежність між грошовою масою і цінами: $MV = PQ$. Звідси $P = MV/Q$, де M – грошова маса; V – швидкість обігу грошей; P – рівень цін. Підставивши значення рівня цін у рівняння (3.68), отримаємо залежність реального обмінного курсу від обсягів грошової маси в обігу, швидкості обігу грошей та обсягів виробництва. Тобто валютний курс є прямо пропорційним до обсягу грошової маси та швидкості обігу грошей і обернено пропорційним до обсягів виробництва, що дає змогу вважати його показником стану рівноваги національної економіки. Однак з огляду

на відмінність рівнів економічного та політичного розвитку країн, їхні кліматичні, соціально-культурні особливості тощо оцінка і прогнозування валютних курсів на основі теорії ПКС має обмежене практичне застосування, а тому цей показник можна розглядати як одну зі складових частин загального процесу курсоутворення.

У короткотерміновому періоді на динаміку валютного курсу впливають дещо інші чинники, адже валютні курси можуть змінюватися на кілька процентів навіть упродовж дня. Щоб зрозуміти, чому відбуваються такі коливання в номінальних валютних курсах за короткий період, треба розглянути спосіб визначення обмінних курсів на валютному ринку. Річ у тім, що на міжнародному ринку торгують не лише товарами, а й фінансовими активами. Причому ця торгівля відбувається цілодобово, а заощадники-інвестори завдяки сучасним телекомунікаційним системам можуть торгувати швидко та коригувати свої уявлення про вартість валюти миттєво. Продавці фінансових активів змінюють свої позиції в міру того, як змінюються очікування про вартість валюти або віддача на іноземні активи. Тому в короткотерміновому періоді можна виразити валютний курс як ціну фінансових активів у одній валюті щодо ціни аналогічних фінансових активів у іншій валюті.

Справді, на перший погляд здається, що коли характеристики ризику, ліквідності й інформації про обидва інструменти зіставні, то немає значення, який з них купити. Однак теорія вибору портфеля стверджує: якщо обидва фінансові активи номіновані в однаковій валюті, то інвестувати потрібно в той, який забезпечує вищу віддачу. Та через те, що два активи номіновані в різних валютах, необхідно оцінити, чи валютний курс зміниться до моменту погашення (продажу) активу і як ця зміна вплине на очікувану віддачу. Рівняння, яке використовують для порівняння дохідності від інвестування у вітчизняний або закордонний актив (цінний папір), має такий вигляд:

$$\text{Віддача} = \frac{EX \times (1 + i_f)}{EX^e}, \quad (3.71)$$

де EX – кількість одиниць іноземної валюти, яку можна купити за одну вітчизняну грошову одиницю; i та i_f – процентна ставка для вітчизняного й іноземного цінного паперу, відповідно; $EX \times (1 + i_f)$ – віддача в іно-

земній валюті, яку дасть вкладена сума тимчасово вільних грошових коштів (заощаджень); EX^e – очікуваний майбутній валютний курс [729, с. 191].

За аналогією з довготерміновим періодом продиференціюємо це рівняння і запишемо його у формі, що поділяє віддачу на дві частини – процент і сподівану зміну валютного курсу:

$$\text{Очікуваний рівень віддачі} \cong 1 + i_f - \frac{\Delta EX^e}{EX}, \quad (3.72)$$

де $\frac{\Delta EX^e}{EX}$ – очікувана відсоткова зміна валютного курсу за відповідний період. Отже, вибираючи між вітчизняним і закордонним вкладенням тимчасово вільних грошових коштів, заощадники-інвестори беруть до уваги як процентну ставку, так і сподівану зміну у валютному курсі впродовж інвестиційного періоду. Якщо віддача вкладення у вітчизняні фінансові активи $1 + i$ буде більшою, ніж дохідність вкладення в іноземні $1 + i_f - \frac{\Delta EX^e}{EX}$, то заощадник інвестує кошти в національну економіку, і навпаки. З огляду на сучасний рівень фінансової глобалізації заощадники фактично будь-якої країни можуть купувати фінансові активи (з подібними ризиковими, ліквідними й інформаційними характеристиками), номіновані в різних валютах, по всьому світу. Іншими словами, очікувані віддачі на обидва активи повинні бути однаковими, інакше заощадники віддаватимуть перевагу тому, який даватиме більшу дохідність. Якщо це будуть іноземні цінні папери, то попит на іноземну валюту для їхньої купівлі зросте, що збільшуватиме її вартість доти, доки заощадникам не стане байдуже, якими активами володіти, – іноземними чи вітчизняними.

Порівняння очікуваних віддач на вітчизняний та іноземний цінний папір з подібними характеристиками зображено на рис. 3.19, де розкрито механізм формування валютних курсів у короткотерміновому періоді. Для вітчизняних активів очікуваний рівень віддачі R дорівнює процентній ставці i , а очікуваний рівень віддачі на іноземні активи у вітчизняній грошовій одиниці R_f дорівнює $i_f - \Delta EX^e / EX$. Тобто для іноземних активів очікуваний рівень віддачі R_f дорівнює іноземній процентній ставці i_f , скоригованій на очікувану зміну валютного курсу. Крива поточного валютного курсу R є вертикальною лінією, бо віддача вітчизняного активу в національній

грошовій одиниці є незмінною, оскільки не залежить від валютного курсу (її виплачують у національній грошовій одиниці).

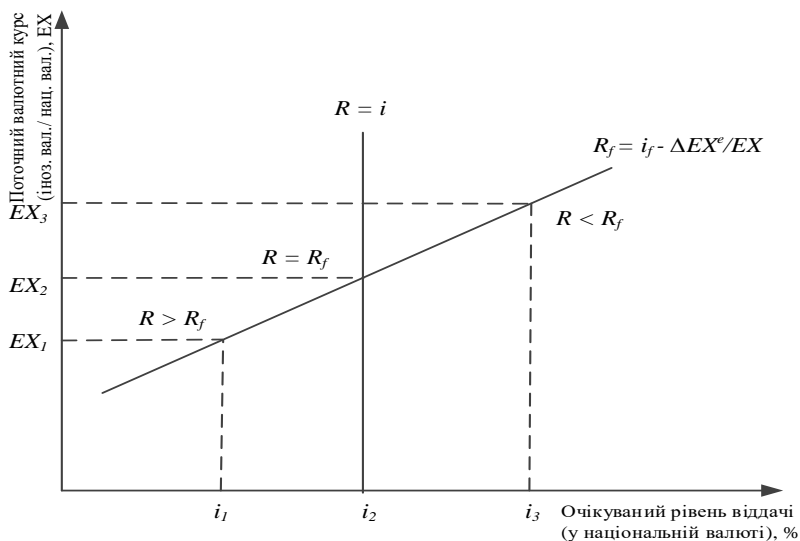


Рис. 3.19. Вплив фінансового ринку (процентної ставки) на формування валютного курсу в короткотерміновому періоді [730, с. 193]

Для побудови кривої R_f щодо валютного курсу спершу необхідно визначити очікуваний курс іноземної валюти до національної як її ключового компонента. Якщо поточний валютний курс (іноземна валюта/вітчизняна валюта) перевищує очікуваний майбутній рівень, то заощадники-інвестори сподіваються на поцінування національної валюти. Тому для заданого очікуваного валютного курсу графік R_f супроти поточного валютного курсу спрямований угору; коли обмінний курс зростає, сподіваний рівень поцінування національної грошової одиниці зменшується, спрямовуючи R_f угору. Очікуване поцінування або знецінення вітчизняної валюти спричиняє відмінність R від R_f у короткотерміновому періоді. Якщо $R > R_f$, то заощаднику вигідніше купити вітчизняний актив, і навпаки, якщо $R < R_f$, то йому доцільніше придбати іноземний актив, якщо ж $R = R_f$, то заощаднику байдуже, у який актив вкласти тимчасово вільні грошові кошти, оскільки віддача однакова.

Розглянутий механізм формування рівноваги на валютному ринку називають умовою паритету номінальної процентної ставки: якщо внутрішні та іноземні активи мають ідентичні ризик, ліквідність та інформаційні витрати, то їхні номінальні доходи (виміряні в одній валюті) також повинні бути однаковими, тобто матимемо $i = i_f - \frac{\Delta EX^e}{EX}$. Тому будь-яка відмінність між номінальними процентними ставками для вітчизняних та іноземних активів відображає очікувані поцінування або знецінення національної грошової одиниці $-\frac{\Delta EX^e}{EX} = i_f - i$. Наприклад, якщо внутрішня процентна ставка вища від іноземної, національна валюта, імовірно, знеціниться, і навпаки.

Отже, фінансовий ринок (очікуваний рівень віддачі, тобто процентна ставка) визначає валютний курс у короткотерміновому періоді. За рівноважного валютного курсу EX^* заощадники очікують, що рівень віддачі вітчизняних активів R дорівнюватиме рівню віддачі іноземних активів R_f , або $i = i_f - \frac{\Delta EX^e}{EX}$. Однак умова паритету номінальної процентної ставки не означає, що номінальні процентні ставки однакові по всьому світу. Вона радше стверджує, що сподівані номінальні віддачі на зіставні внутрішні й іноземні активи є однаковими.

Паритет процентної ставки можна також виразити за допомогою очікуваних реальних процентних ставок у країні r та за кордоном r_f і поточного й очікуваного значень реального валютного курсу EX_r та EX_r^e , відповідно. Умова паритету реальної процентної ставки означає, що сподівані реальні процентні ставки щодо ідентичної групи активів однакові, або

$$1 + r = (1 + r_f) \left(\frac{EX_r}{EX_r^e} \right). \quad (3.73)$$

Насправді ж внутрішня реальна процентна ставка r та іноземна реальна процентна ставка r_f не повинні бути однаковими, щоб узгоджуватися з паритетом реальної процентної ставки. Наведене рівняння передбачає лише, що дві реальні процентні ставки мають бути однаковими, коли стосуються тієї ж самої групи активів. Іншими словами, якби був лише один товар (актив), то $EX_r = EX_r^e = 1$, а $r = r_f$.

Подальший аналіз інструментарію потребує розгляду таких чинників, як вітчизняна реальна процентна ставка, вітчизняний очікуваний рівень інфляції, іноземна процентна ставка, очікуваний майбутній валютний курс, що зумовлюють коливання валютного курсу в короткотерміновому періоді, тобто переміщення кривих R та R_f . Для цього скористаємося залежністю валютного курсу та рівня віддачі на вітчизняні й іноземні активи (див. рис. 3.19). Очікуваний рівень віддачі на вітчизняні активи залежить від процентної ставки i , яка є сумою очікуваної реальної процентної ставки та сподіваного рівня інфляції (див. п. 3.1). Якщо очікуваний рівень інфляції є константою, то зростання внутрішньої реальної процентної ставки підвищує очікуваний рівень віддачі на вітчизняні активи, переміщуючи криву R праворуч від R_0 до R_1 (рис. 3.20, а). Унаслідок чого заощадники збільшують попит на національну грошову одиницю для купівлі вітчизняних активів, що приводить до поцінування національної валюти, тобто зростання валютного курсу з EX_0 до EX_1 . Водночас зниження вітчизняної реальної процентної ставки спричиняє переміщення кривої R ліворуч (див. рис. 3.20, б), що в підсумку за інших незмінних умов спричиняє знецінення національної валюти.

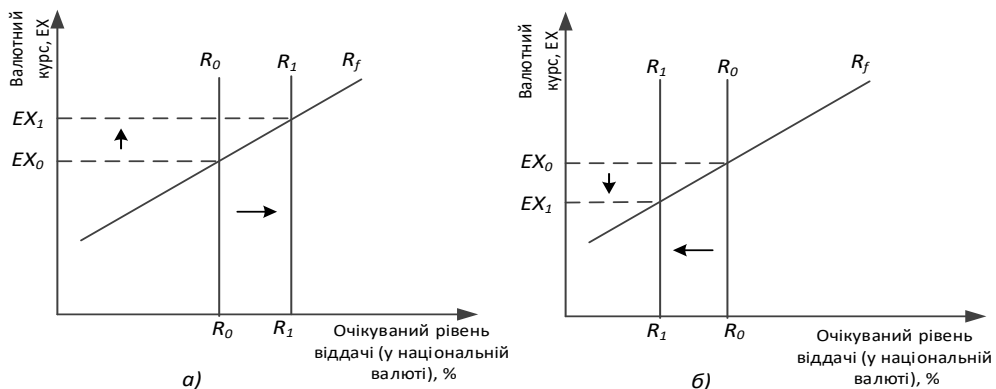


Рис. 3.20. Вплив зміни вітчизняної реальної процентної ставки на валютний курс у короткотерміновому періоді [77, с. 230]

Очікуваний рівень інфляції також може спричинити зміну вітчизняної номінальної процентної ставки. Однак, на відміну від вітчизняної реальної процентної ставки, вплив зміни вітчизняного очікуваного рівня інфляції виявляється у двох ефектах: зміні очікуваного номінального рівня

віддачі на вітчизняні активи та зміні очікуваного валютного курсу. Наприклад, за умови, що вітчизняна реальна процентна ставка є незмінною, зростання очікуваного рівня інфляції призведе до підвищення внутрішньої номінальної процентної ставки (ефект Фішера – $i = r + \pi$) та переміщення кривої R праворуч від R_0 до R_1 , як засвідчує рис. 3.21.

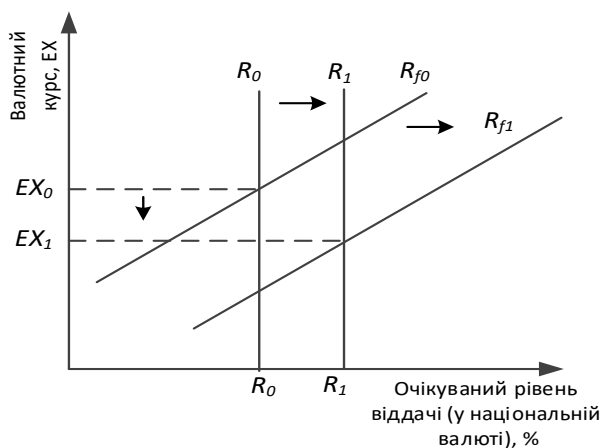


Рис. 3.21. Вплив зростання вітчизняного очікуваного рівня інфляції на валютний курс у короткотерміновому періоді [77, с. 231]

Водночас вищий внутрішній очікуваний рівень інфляції зменшує сподіване поцінування національної валюти ($\frac{\Delta EX^e}{EX} = i_f - i$), тому очікуваний іноземний рівень віддачі $R_f = i_f - \Delta EX^e / EX$ переміщується праворуч від R_{f0} до R_{f1} , а іноземні активи стають привабливішими для вітчизняних заощадників. У підсумку попит на національну грошову одиницю зменшується, а поточний валютний курс знижується. Таким чином, ці два ефекти скеровують поточний валютний курс у протилежних напрямках і гіпотетично мали б нівелювати один одного. Проте більшість емпіричних досліджень свідчить, що другий ефект є значнішим, тому поточний валютний курс знижується від EX_0 до EX_1 . Отже, збільшення вітчизняної номінальної процентної ставки у відповідь на зростання очікуваного рівня внутрішньої інфляції веде до знецінення національної валюти, і навпаки.

Як нам уже відомо, рівень віддачі іноземних активів залежить як від іноземної процентної ставки, так і від сподіваної зміни валютного курсу

$R_f = i_f - \Delta EX^e / EX$. Наприклад, зростання іноземної реальної процентної ставки переміщує іноземний очікуваний рівень віддачі праворуч з R_{f0} у R_{f1} . Унаслідок цього національна валюта знецінюється (рис. 3.22, а), оскільки вищий рівень віддачі іноземних активів спонукає заощадників купувати більше іноземної валюти для придбання іноземних активів.

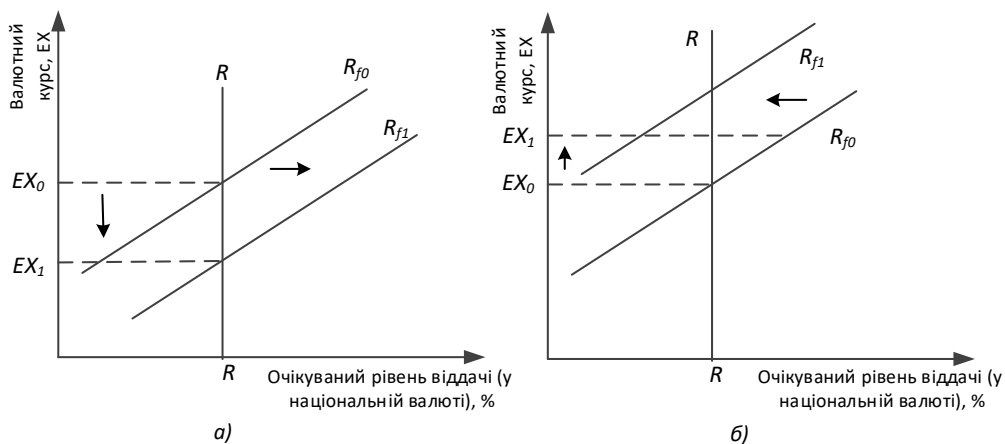


Рис. 3.22. Вплив зміни іноземної процентної ставки на валютний курс у короткотерміновому періоді [730, с. 200]

І навпаки, зниження іноземної реальної процентної ставки (див. рис. 3.22, б) спричиняє зменшення очікуваного рівня віддачі на іноземні активи. Це переміщує криву R_f ліворуч від R_{f0} до R_{f1} і підвищує обмінний курс національної грошової одиниці, оскільки заощадники купують більше національної валюти для придбання вітчизняних активів, які стали рентабельнішими порівняно з іноземними. Отже, зростання іноземної реальної процентної ставки спричиняє знецінення національної валюти, а її зниження зумовлює поцінування національної грошової одиниці.

Згідно з умовою паритету процентної ставки, очікувана зміна поточного валютного курсу також впливає на очікуваний рівень віддачі іноземних активів та призводить до переміщення кривої R_f . Зростання очікуваного майбутнього валютного курсу зменшує очікувану віддачу на іноземні активи $R_f = i_f - \Delta EX^e / EX$, переміщуючи R_f ліворуч від R_{f0} до R_{f1} , що в підсумку спричиняє підвищення поточного валютного курсу

(рис. 3.23, а). І навпаки, зменшення очікуваного майбутнього валютного курсу в країні підвищує очікувану віддачу іноземних активів, переміщуючи R_f праворуч від R_{f0} до R_{f1} та призводячи до зниження поточного валютного курсу (див. рис. 3.23, б).

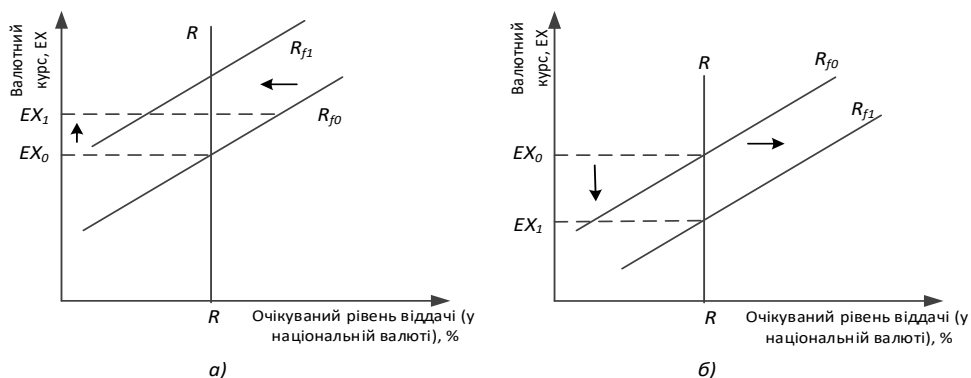


Рис. 3.23. Вплив зміни очікуваного валютного курсу на поточний валютний курс у короткотерміновому періоді [730, с. 201]

Зміни очікуваного майбутнього валютного курсу, зазвичай, спричинені поточними змінами в одному або декількох базових чинниках валютного курсу – відмінностях у рівнях цін, різниці в темпах зростання продуктивності, зміщенні преференцій щодо вітчизняних та іноземних товарів і відмінностях у торговельних бар'єрах, а також змінами в сподіваних майбутніх процентних ставках. Такі зміни в наведених вище чинниках, які підвищують очікуваний майбутній валютний курс, переміщують криву іноземного очікуваного рівня віддачі ліворуч і зумовлюють поцінування національної валюти, і навпаки.

Умова паритету номінальної процентної ставки ($i = i_f - \frac{\Delta EX^e}{EX}$) ґрунтується на припущенні, що внутрішні й іноземні активи є досконалими заміниками. Проте в реальному житті дуже важко знайти два абсолютно однакові фінансові активи в різних країнах. Тому економісти модифікували умову паритету номінальної процентної ставки, доповнивши її недосконалою заміністю між національними й іноземними активами і ввівши поняття валютної премії. Валютна премія є сумою, яка визначає колективні преференції заощадників-інвесторів на фінансові інструменти,

номіновані в одній валюті, відносно тих, що номіновані в іншій валюті, тобто

$$i = i_f - \frac{\Delta EX^e}{EX} - h_{f,d}, \quad (3.74)$$

де $h_{f,d}$ – валютна премія, яку вимагають заощадники на іноземні активи, щоб зробити два фінансові інструменти однаково привабливими. Якщо $h_{f,d}$ додатна, то модифікована умова паритету номінальної процентної ставки (рівняння (3.74) означає, що заощадники віддають перевагу активу у національній валюті за інших однакових умов. Іншими словами, заощадники-інвестори не купуватимуть іноземних активів, якщо очікуваний рівень віддачі дорівнює лише рівню віддачі на вітчизняні активи. Іноземні цінні папери менш привабливі, тому вкладники повинні отримати щось додатково, а саме: валютну премію, щоб подолати свої вагання.

Розмір валютної премії залежить від антипатії інвесторів до валютних ризиків, відмінностей у ліквідності на ринках, недостатності інформації про іноземні інвестиційні можливості та віри заощадників у те, що якась країна стабільніша або безпечніша, ніж інша. Ці три чинники доповнюють валютний ризик і схиляють інвесторів до володіння вітчизняними, а не іноземними активами. Як свідчить світовий досвід, зміни премій валютного ризику можуть привести до великого виграшу або значних збитків за інвестиціями, що нерідко спричиняло втручання регуляторів фінансового ринку для порятунку приватних фінансових посередників.

Подальший аналіз методології передбачає розгляд моделей, які дають змогу оцінювати ефективність монетарної та фіскальної політик за різних режимів валютного курсу і рівнів міжнародної мобільності грошового капіталу. Зокрема, це такі моделі: $IS - LM$ (Гікса⁵¹), $IS - LM - BP$ (Манделла-Флемінга⁵²), Торгового балансу, Свона.

⁵¹ Модель $IS - LM$ уперше опублікована у статті Дж. Гікса – Hicks, John R. Mr. Keynes and the Classics: a Suggested Interpretation. *Econometrica*. April. 1937. P. 147–159.

⁵² Модель $IS-LM-BP$ – це розширення моделі $IS-LM$, що було сформульовано економістами Робертом Менделлом та Маркусом Флемінгом. Хоча обидва економісти досліджували функціонування відкритих економік приблизно в один і той же час, кожен з них провів власний аналіз. У статті “*Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates*” 1963 р. Р. Манделл проаналізував випадок абсолютної мобільності капіталу, а модель М. Флемінга, яка опублікована у його статті “*Domestic Financial Policies*

Формалізовано модель $IS - LM$ для малої відкритої економіки⁵³, якою власне і є вітчизняна економіка, описує система рівнянь:

$$\begin{cases} Y = C(Y - T) + I(r) + G + X_n(\varepsilon), \\ M/P = L(r, Y), \\ r = r^*. \end{cases} \quad (3.75)$$

Перше рівняння, що описує криву IS , характеризує товарний ринок у відкритій економіці. Обсяг споживання C на цьому ринку залежить від доходу після оподаткування $(Y - T)$, валові приватні інвестиції I – від реальної процентної ставки r , чистий експорт X_n – від реального обмінного курсу ε . Модель ґрунтується на припущенні про незмінність рівня цін у короткотерміновому періоді, тому зміни реального обмінного курсу пропорційні до змін номінального курсу. У разі зростання номінального обмінного курсу вітчизняні товари дорожчають, а імпортні – дешевшають, що зменшує експорт та стимулює імпорт, тобто чистий експорт X_n знижується. У цій моделі валютний курс впливає лише на чистий експорт.

Друге рівняння, яке визначає криву LM , – відображає рівновагу фінансового ринку, на якому пропозиція реальних грошових залишків M/P дорівнює попиту на них $L(r, Y)$ (див. п. 3.3). Наголосимо, що в цій версії моделі рівновага на фінансовому ринку (рівноважна процентна ставка) не пов'язана зі зміною валютного курсу. Побудова обох кривих, їхнє переміщення та чинники, що на нього впливають, детально висвітлені у фаховій літературі [9, с. 525–535; 21, с. 54–55; 330, с. 236–245; 603, с. 239–241; 610, с. 225–233; 812, с. 608–611; 851, с. 309–311].

Третє рівняння є новим порівняно зі стандартною моделлю $IS - LM$ і відображає залежність внутрішньої процентної ставки в малій відкритій економіці r від рівня світової ставки r^* . Нагадаємо, що мала відкрита економіка приймає ціни і процентні ставки світового ринку та не може

under Fixed and under Floating Exchange Rates” 1962 р. розглядала економіку країни за обмеженої мобільності капіталу. У той період часу модель М. Флемінга була реалістичнішою, однак сьогодні реальна ситуація у світі більше відповідає випадку повної мобільності капіталу.

⁵³ Економіку вважають малою, якщо зміна її внутрішньої процентної ставки не приводить до зміни процентної ставки на міжнародному фінансовому ринку.

впливати на їхнє формування (динаміку). Модель передбачає вільне міжнародне переміщення грошового капіталу, що означає вирівнювання процентної ставки на всіх національних фінансових ринках.

Графічно модель можна зобразити двома способами, вона відтворює взаємозв'язок: 1) реальної процентної ставки r і реального ВВП Y (рис. 3.24, а); 2) валютного курсу e та реального ВВП Y (рис. 3.24, б); та дає змогу знайти такі поєднання (комбінації) змінних, за яких досягається рівновага як на товарному, так і на фінансовому ринку.

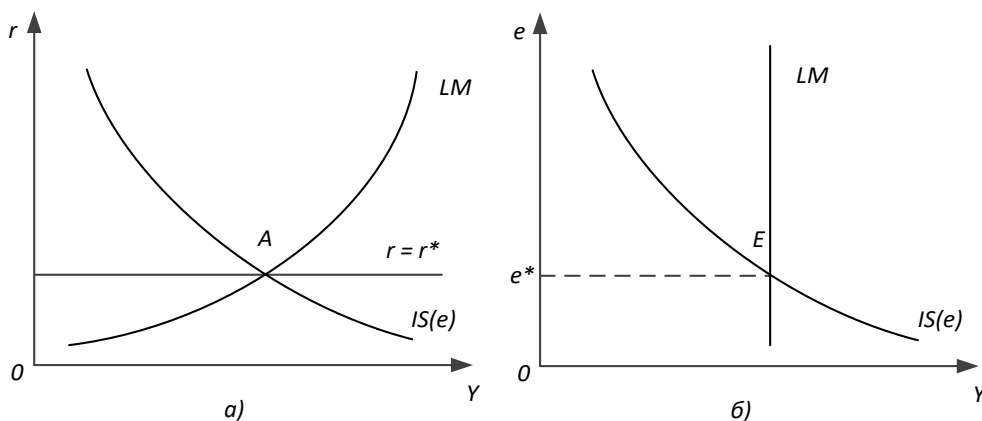


Рис. 3.24. Модель $IS - LM$ для малої відкритої економіки [286]

Крива IS на рис. 3.24, а, зіставляє різні рівні національного виробництва (доходу) до відповідних рівнів процентних ставок (вищі процентні ставки зменшують обсяг виробництва, а нижчі – збільшують). Крива LM відображає різні комбінації процентної ставки та національного виробництва, за яких попит на грошові кошти відповідає певному рівню їхньої пропозиції, тобто фінансовий ринок перебуває в рівновазі.

Водночас на рис. 3.24, б ці криві побудовані на підставі припущення, що внутрішня процентна ставка дорівнює світовій. Точка E визначає рівноважний рівень обмінного курсу і доходу (ВВП). Крива IS має від'ємний нахил, оскільки в разі зростання валютного курсу чистий експорт та ВВП зменшуються. Крива LM є вертикальною, оскільки обмінний курс не входить у її рівняння. Цей спосіб подання моделі зручно використовувати для аналізу впливу економічної (монетарної та фіскальної) політики на динаміку валютного курсу.

У рівноважному стані крива IS має перетнути криву LM на рівні рівноважної процентної ставки $r = r^*$. Якщо, наприклад, крива IS переміститься в положення IS' унаслідок стимулювальної фінансової політики, то внутрішня процентна ставка встановиться на рівні вище світової, що спричинить надходження іноземних інвестицій в економіку країни (рис. 3.25). Ще раз наголосимо, що модель побудована для малої відкритої економіки, яка не впливає на світову процентну ставку. Надходження грошового капіталу в економіку приведе до підвищення курсу національної валюти, зменшення чистого експорту і в підсумку до переміщення кривої IS' униз до IS , тобто до перетину з кривою LM на рівні $r = r^*$ (рис. 3.25, а) і до рівноважного рівня валютного курсу ε^* (див. рис. 3.25, б).

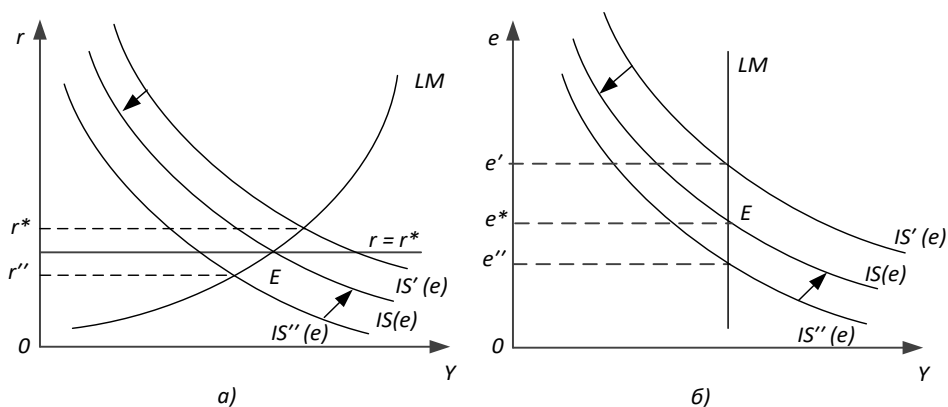


Рис. 3.25. Вплив фінансової політики на рівновагу в моделі $IS - LM$ для малої відкритої економіки [286]

Якщо ж внутрішня процентна ставка усталиться нижче світової, тобто крива IS'' перетне криву LM на рівні r'' нижче світової ставки, то власники тимчасово вільних грошових коштів намагатимуться вивести капітал з країни, курс національної грошової одиниці знижуватиметься, чистий експорт зростатиме, і крива IS'' переміститься праворуч і вгору до перетину з кривою LM на рівні $r = r^*$ та ε^* (рис. 3.25). Виконаний аналіз засвідчує, що в малій відкритій економіці можливе лише тимчасове відхилення внутрішньої процентної ставки від світової, у довготерміновому періоді відбудеться їхнє неминуче вирівнювання. Крім того, у малій відкритій економіці за

плаваючого валютного курсу стимулювальна фіскальна політика спричинить переміщення кривої IS праворуч–угору в положення IS' (стримувальна у IS''), що призведе до зростання обмінного курсу, однак не вплине на рівень виробництва (ВВП), на відміну від закритої економіки, де зростання державних видатків (або зниження податків), зазвичай, приводить до підвищення процентної ставки і зростання виробництва.

Водночас стимулювальна монетарна політика (рис. 3.26) зумовить переміщення кривої LM праворуч до LM' і приведе до зростання виробництва (з Y до Y') та знецінення національної валюти (з ε до ε'). Тоді як у закритій економіці така політика знизить процентну ставку та стимулюватиме зростання інвестицій.

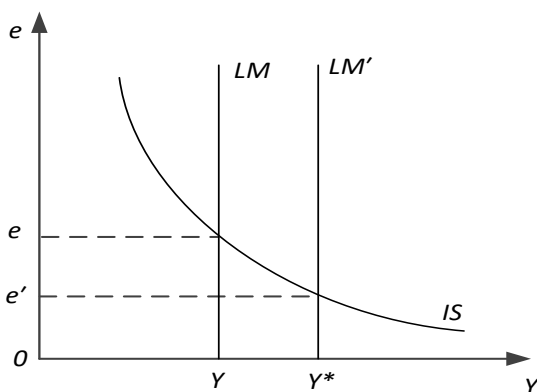


Рис. 3.26. Вплив стимулювальної монетарної політики на рівновагу в моделі $IS - LM$ для малої відкритої економіки за плаваючого валютного курсу [286]

Механізм дії стимулювальної монетарної політики в малій відкритій економіці є таким: збільшення грошової маси знижує внутрішню процентну ставку r нижче світового рівня r^* , що стимулює виведення капіталу з країни туди, де він може забезпечити вищий рівень віддачі. Відтік грошового капіталу супроводжується зростанням пропозиції національної валюти для обміну на іноземну (збільшенням попиту на іноземну валюту), що веде до її знецінення. Нижчий обмінний курс стимулює зростання чистого експорту і виробництва. Отже, монетарна політика у відкритій економіці впливає на економічні показники, передусім, через обмінний курс. Проте ситуація змінюється за умов фіксованого валютного курсу, коли центральний

банк зобов'язаний підтримувати вартість національної грошової одиниці на певному рівні. Наприклад, стимулювальна фіскальна політика (рис. 3.27) переміщує криву IS праворуч у положення IS' , що формує тенденцію до підвищення обмінного курсу. Однак центральний банк, щоб утримати курс національної валюти на визначеному рівні ϵ^* , проводить інтервенції: купує іноземну валюту (збільшуючи резерви) і так автоматично збільшує пропозицію грошей в економіці, що переміщує криву LM праворуч до LM' . У підсумку, на відміну від ситуації з плаваючим курсом, стимулювальна фіскальна політика приводить до зростання виробництва, оскільки супроводжується збільшенням грошової маси (за умови відсутності стерилізації).

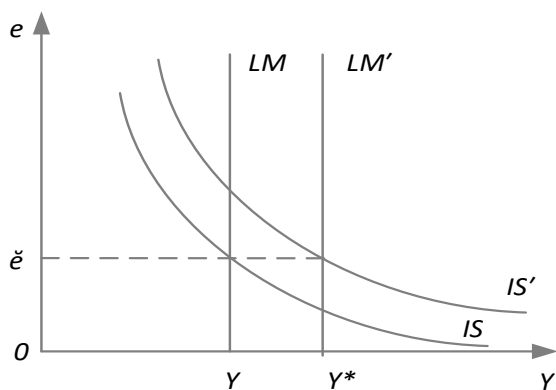


Рис. 3.27. Вплив стимулювальної фіскальної політики на рівновагу в моделі $IS - LM$ для малої відкритої економіки за фіксованого валютного курсу [286]

І навпаки, монетарна політика за умов фіксованого курсу є неефективною, бо збільшення грошової маси в економіці (переміщення праворуч кривої LM (рис. 3.28) призводить до зниження процентної ставки і відтоку грошового капіталу, спричиняючи тенденцію до зниження обмінного курсу. Однак центральний банк зобов'язаний підтримувати курс, тому зменшує валютні резерви – продає на ринку іноземну валюту, автоматично знижуючи обсяг національної грошової одиниці в економіці (крива LM повертається у вихідну позицію). У підсумку за фіксованого курсу центральний банк фактично не може коригувати пропозицію грошей у національній економіці, і якщо виникає така потреба, то він змушений змінювати фіксований

обмінний курс – проводити девальвацію або ревальвацію. Короткотермінові наслідки девальвації подібні до наслідків у разі зростання пропозиції грошей за умов плаваючого курсу (LM переміщується праворуч).

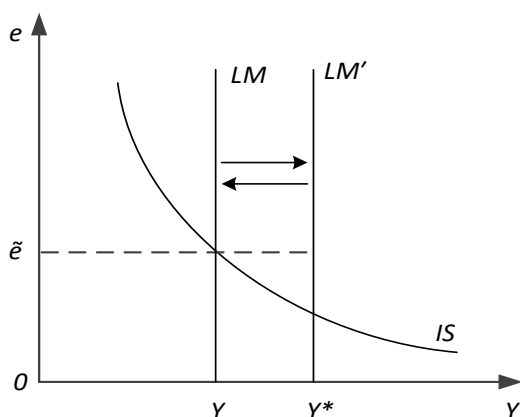


Рис. 3.28. Вплив стимулювальної монетарної політики на рівновагу в моделі $IS - LM$ для малої відкритої економіки за фіксованого валютного курсу [286]

Отже, згідно з моделлю, у короткотерміновому періоді наслідки економічної політики в малій відкритій економіці залежать від режиму валютного курсу: за плаваючого курсу ефективною буде монетарна політика, за фіксованого – фіскальна політика.

Зазначимо, що проаналізована модель не дає змоги з'ясувати ефективність фіскальної та монетарної політик за різних режимів валютного курсу з урахуванням рівня мобільності капіталу. Для врахування різних рівнів міжнародної мобільності грошового капіталу цю модель було модифіковано і введено криву BP [852, с. 308], що відображає різні комбінації процентної ставки та національного доходу, за яких досягається рівновага платіжного балансу (*balance of payments*) країни (виведення та побудову кривої наведено у Д. Сальваторе [813, с. 611–613]). Це має місце тоді, коли дефіцит поточного рахунку платіжного балансу країни врівноважений надлишком рахунку капіталу та фінансового рахунку, і навпаки. Крива має додатній нахил, оскільки за вищої процентної ставки простежуватиметься більше надходження капіталу, якому повинен відповідати більший імпорт, що можливе за вищого рівня національного доходу (ВВП).

Нахил кривої змінюється зі зміною рівня мобільності капіталу: що мобільніший капітал, то більше крива наближається до горизонтальної лінії. Це пов'язане з тим, що за високої мобільності капітал дуже швидко реагуватиме на зміни процентної ставки, і більші його обсяги надходитимуть або відходитимуть з країни. У роботі проаналізуємо ефективність фіскальної і монетарної політик за трьох рівнів міжнародної мобільності фінансового капіталу: високої, середньої та низької.

Крива BP переміщається зі зміною обмінного курсу. Девальвація, або знецінення, національної грошової одиниці стимулює експорт і для врівноваження поточного розрахунку необхідно менше надходження капіталу, тому крива переміщуватиметься вниз і праворуч. Ревальвація, або поцінування, валюти переміщуватимуть криву BP уверх і ліворуч [813, с. 580–581].

Стимулювальна фіскальна політика переміщає криву IS праворуч (збільшення урядових видатків та/або зменшення податків приводять до збільшення споживання, що через ефект мультиплікатора зумовлює зростання національного доходу). Нова точка перетину кривої IS' з кривою LM визначає нову внутрішню рівновагу (рис. 3.29). Для всіх варіантів мобільності капіталу ця рівновага настає за вищого рівня національного доходу, а внутрішня процентна ставка зазнає висхідного тиску під дією ринкових сил. Внутрішня рівновага тепер не збігається з точкою зовнішньої рівноваги. Залежно від рівня мобільності капіталу платіжний баланс може мати або надлишок (висока та середня мобільність капіталу), або дефіцит (у разі низької мобільності капіталу).

У перших двох випадках надходження капіталу, зумовлене вищою внутрішньою процентною ставкою, переважає дефіцит поточного рахунку, спричинений зменшенням експорту та зростанням імпорту, яке відбувається разом зі зростанням національного доходу через граничну схильність до імпорту. Загалом платіжний баланс перебуває в стані надлишку. У третьому випадку маломобільного капіталу дефіцит поточного рахунку переважає надходження капіталу, що відображається у дефіциті платіжного балансу. Нерівновага платіжного балансу за умов фіксованого валютного курсу змушує центральний банк здійснювати валютні інтервенції з метою недопущення зміни валютного курсу.

У випадку високої та середньої міжнародної мобільності капіталу, що за стимулювальної фіскальної політики призводить до надлишку платіжного балансу, який, відповідно, зумовлює поцінування національної валюти, центральний банк повинен продавати національну валюту. З погляду внутрішньої пропозиції грошей така інтервенція спричинятиме її збільшення, що виявиться у переміщенні кривої LM праворуч. Зростання внутрішньої пропозиції грошових коштів призведе до додаткового приросту національного доходу (ВВП).

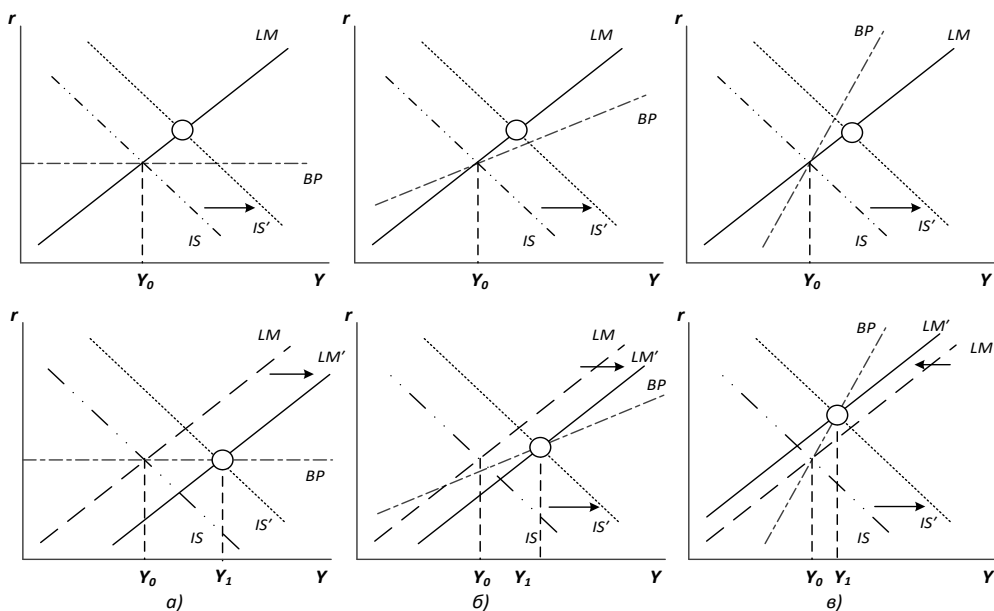


Рис. 3.29. Ефективність фіскальної політики за фіксованого валютного курсу і різної (а – високої; б – середньої; в – низької) мобільності капіталу

Джерело: запозичено та допрацьовано автором на основі [813, с. 584–587; 852, с. 321–323].

У разі низької мобільності капіталу стимулювальна фіскальна політика призведе до дефіциту платіжного балансу, який, відповідно, спричинить знецінення національної валюти. Тоді, щоб не допустити знецінення, центральний банк повинен буде скуповувати національну валюту. З погляду внутрішньої пропозиції грошей така інтервенція зумовлюватиме її зменшення, що виявиться в переміщенні кривої LM ліворуч. Зменшення

внутрішньої пропозиції грошових коштів призведе до нової точки внутрішньої та зовнішньої рівноваги, яка, як і у випадках високої та середньої мобільності капіталу, наставатиме за вищого рівня національного доходу.

Отже, стимулювальна фіскальна політика незалежно від рівня мобільності капіталу (високого, середнього та низького) значно впливає на збільшення національного доходу за умов фіксованого валютного курсу. Це відбувається тому, що дохід (ВВП) збільшується завдяки не лише фіскальним стимулам, а й збільшенню пропозиції грошових коштів (у випадках високої та середньої мобільності капіталу). У разі низької мобільності капіталу пропозиція грошей зменшуватиметься, проте й тоді внутрішня та зовнішня рівновага наставатимуть за дещо вищого рівня національного доходу. Зрозуміло, що стримувальна фіскальна політика матиме обернений вплив на внутрішню процентну ставку і національний дохід.

Стимулювальна монетарна політика перемістить криву LM праворуч (більше грошей вливають в економіку, що збільшує інвестиції, а відтак і національний дохід). Нова точка перетину кривої LM' з кривою IS визначає нову внутрішню рівновагу, яка в усіх трьох випадках відображає вищий рівень національного доходу на нижчий рівень процентних ставок. Проте нова точка внутрішньої рівноваги не збігається з лінією зовнішньої рівноваги. У всіх випадках міжнародної мобільності капіталу платіжний баланс перебуватиме в стані дефіциту (рис. 3.30).

Поясненням дефіциту є те, що зі зростанням національного доходу зростає й імпорт через граничну схильність до нього, що призводить до дефіциту поточного рахунку. Однак, на відміну від випадку фіскальної політики, нова точка внутрішньої рівноваги лежить на нижчому рівні процентної ставки, що призведе до переміщення капіталу за кордон у міру того, як економічні суб'єкти вкладатимуть тимчасово вільні грошові кошти в закордонні цінні папери чи банки з метою отримувати вищу віддачу. Як наслідок, фінансовий рахунок також перебуватиме в стані дефіциту.

Оскільки платіжний баланс є дефіцитним, то це спричинить знецінення національної валюти. За умов фіксованого валютного курсу центральному банку доведеться здійснювати інтервенції на валютному ринку, щоб не допустити такого знецінення, тобто він повинен буде скуповувати національну валюту. З погляду внутрішньої пропозиції грошей така

інтервенція призводитиме до її зменшення, що виявиться у переміщенні кривої LM ліворуч. Крім того, крива LM повинна зміщуватися ліворуч доти, доки відпаде необхідність інтервенцій центрального банку, тобто доти, доки не зникнуть причини знецінення національної валюти. Це означає, що крива LM повинна переміститися у вихідну позицію.

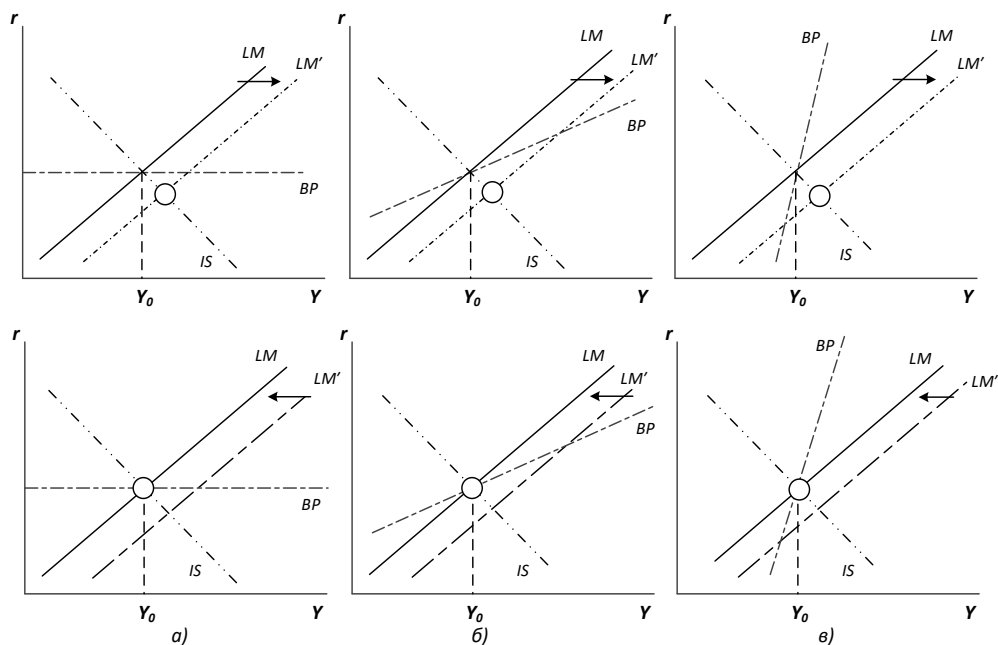


Рис. 3.30. Ефективність монетарної політики за фіксованого валютного курсу і різної (а – високої; б – середньої; в – низької) мобільності капіталу

Джерело: запозичено та допрацьовано автором на основі [813, с. 584–587; 852, с. 321–323].

Отже, за всіх випадків мобільності капіталу стимулювальна монетарна політика не матиме жодного ефекту на національну економіку за умов фіксованого валютного курсу. Єдиним її наслідком буде втрата офіційних резервів держави на набуття економічними суб'єктами закордонних активів.

Аналогічно можна переконатися в безрезультатності стримувальної монетарної політики. Для всіх рівнів міжнародної мобільності грошового капіталу підвищення процентної ставки спричинить зменшення національного доходу, а відтак – зниження імпорту та надходження капіталу.

Платіжний баланс перебуватиме в стані надлишку, що зумовить поцінування національної валюти. Щоб його не допустити, центральний банк повинен продавати національну валюту, збільшуючи її пропозицію, доти, доки крива LM не переміститься у вихідну позицію. Наслідком таких дій стане поповнення офіційних резервів держави та продаж економічними суб'єктами закордонних активів.

За плаваючого валютного курсу стимулювальна фіскальна політика теж переміщує криву IS праворуч у положення IS' , а її точка перетину з кривою LM визначає нову внутрішню рівновагу. Для всіх варіантів мобільності капіталу ця рівновага настає за вищого рівня національного доходу, а внутрішня процентна ставка зазнає висхідного тиску. Відтак внутрішня рівновага тепер не збігається з точкою зовнішньої рівноваги. Залежно від мобільності капіталу платіжний баланс може мати або надлишок (висока та середня мобільність капіталу), або дефіцит (у разі низької мобільності капіталу) (рис. 3.31).

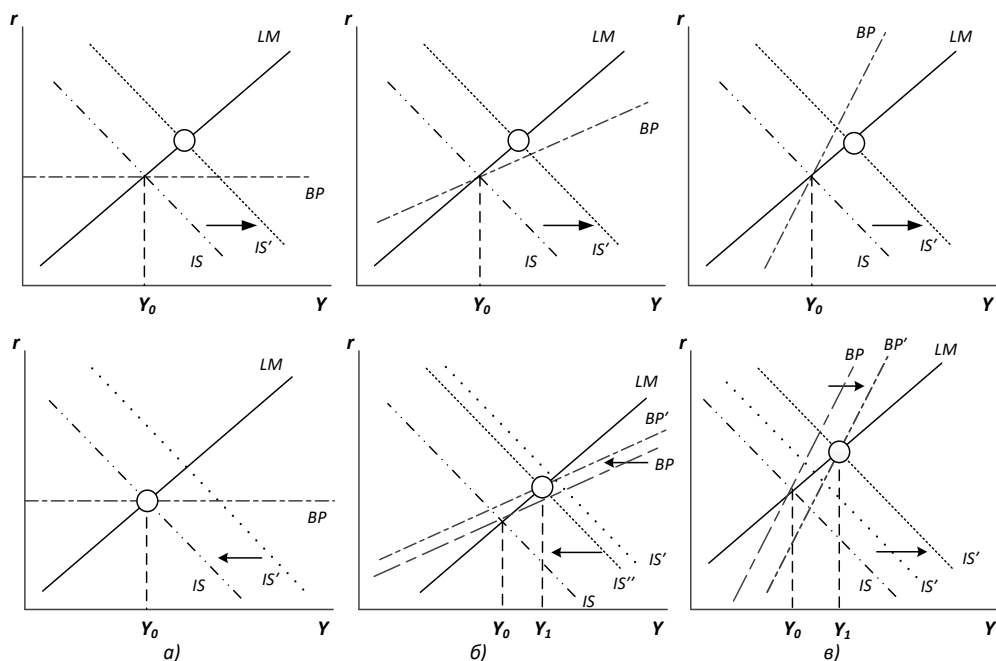


Рис. 3.31. Ефективність фіскальної політики за плаваючого валютного курсу і різної (а – високої; б – середньої; в – низької) мобільності капіталу
Джерело: запозичено та дорацьовано автором на основі [813, с. 589–592; 852, с. 321–323].

У перших двох випадках надходження капіталу, зумовлене вищою процентною ставкою, переважає дефіцит поточного рахунку, спричинений зростанням імпорту. Загалом платіжний баланс перебуває в стані надлишку. У разі маломобільного капіталу дефіцит поточних рахунків переважає надходження капіталу, що відображається в дефіциті платіжного балансу. Залежно від того, у якому стані перебуває платіжний баланс – надлишку чи дефіциту, – за плаваючого валютного курсу національна валюта дорожчатиме або дешевшатиме. Вона поціновуватиметься за високої та середньої мобільності капіталу та знецінюватиметься за маломобільного капіталу. Це призводитиме до погіршення або поліпшення міжнародного конкурентного становища країни.

За високої та середньої мобільності капіталу, як бачимо з рис. 3.31, платіжний баланс перебуває в стані надлишку, що призводить до подорожчання національної валюти. Оскільки центральний банк не здійснює валютних інтервенцій, то вищий обмінний курс означає подорожчання експорту країни для іноземців з погляду їхньої валюти (вони тепер повинні платити більше своїх національних грошових одиниць). З іншого боку, для внутрішніх споживачів імпорт дешевшатиме з погляду національної валюти (вони тепер повинні платити менше своїх грошових одиниць). У підсумку зменшуватиметься експорт та зростатиме імпорт, що зсуватиме криву BP ліворуч, бо зменшиться баланс поточного рахунку. Крім цього, крива IS також зміщуватиметься ліворуч, оскільки чистий експорт, який входить до сукупного попиту, знижуватиметься. Крива IS переміщуватиметься ліворуч доти, доки не зникне причина подорожчання національної валюти, тобто до точки перетину кривих BP та LM . Водночас за високої мобільності капіталу крива IS переміститься у вихідне положення, тоді як за середньої мобільності капіталу вона зміститься ліворуч, проте не настільки, щоб зростання національного доходу не було відчутним (тобто матиме місце економічне зростання).

У разі низької мобільності капіталу фіскальний стимул призводитиме до дешевшання національної валюти, а відтак до поліпшення міжнародного конкурентного становища країни. У підсумку і крива IS , і крива BP зміщуватимуться праворуч до перетину на кривій LM . Нова точка внутрішньої і зовнішньої рівноваги встановиться за вищого рівня національного доходу.

Неважко довести, що стримувальна фіскальна політика даватиме протилежні результати. За високої та середньої мобільності капіталу зменшення урядових видатків та/або підвищення податків зсуватимуть криву IS ліворуч. Внутрішня рівновага (перетин кривих IS і LM) наставатиме за умов дефіциту платіжного балансу. Це призводитиме до здешевлення національної валюти і, як наслідок, поліпшення конкурентного становища країни. Ліпше конкурентне становище за плаваючих валютних курсів переміщуватиме криві BP та IS праворуч. За високої мобільності капіталу крива IS повернеться на вихідну позицію, а за середньої – простежуватиметься певне зменшення національного доходу та зниження процентної ставки на вітчизняному фінансовому ринку. За низької мобільності капіталу стримувальна фіскальна політика призведе до надлишку платіжного балансу, подорожчання національної валюти і втрати конкурентоспроможності. Це означає подальше переміщення кривої IS ліворуч, разом з нею рухатиметься і крива BP . Точка внутрішньої та зовнішньої рівноваги встановиться за нижчого національного доходу та нижчої процентної ставки.

Отже, фіскальна політика за умов плаваючого валютного курсу дає різні результати за різних рівнів міжнародної мобільності капіталу. За високої мобільності капіталу ефект відсутній. Це пов'язано з тим, що національний дохід (ВВП) зазнає стримувального впливу через погіршення міжнародного конкурентного становища країни з огляду на подорожчання її національної валюти. Зі зменшенням мобільності капіталу попит на національну валюту знижуватиметься внаслідок зменшення дефіциту фінансового рахунку, а за маломобільного капіталу національна валюта взагалі дешевшатиме, що призводитиме до поліпшення міжнародного конкурентного становища і, як наслідок, відчутного зростання національного доходу. Ефект стримувальної фіскальної політики протилежний.

Стимулювальна монетарна політика переміщає криву LM праворуч, і в точці її перетину з кривою IS формується нова внутрішня рівновага, яка в усіх трьох випадках міжнародної мобільності грошового капіталу означає вищий рівень національного доходу на нижчий рівень процентних ставок. Нова точка внутрішньої рівноваги не збігається з лінією зовнішньої рівноваги. У всіх випадках мобільності капіталу платіжний баланс

перебуватиме в стані дефіциту (рис. 3.32). Це призводитиме до здешевлення національної валюти і, як наслідок, поліпшення конкурентного становища країни. Ліпше конкурентне становище за плаваючих валютних курсів переміщуватиме криві BP та IS праворуч.

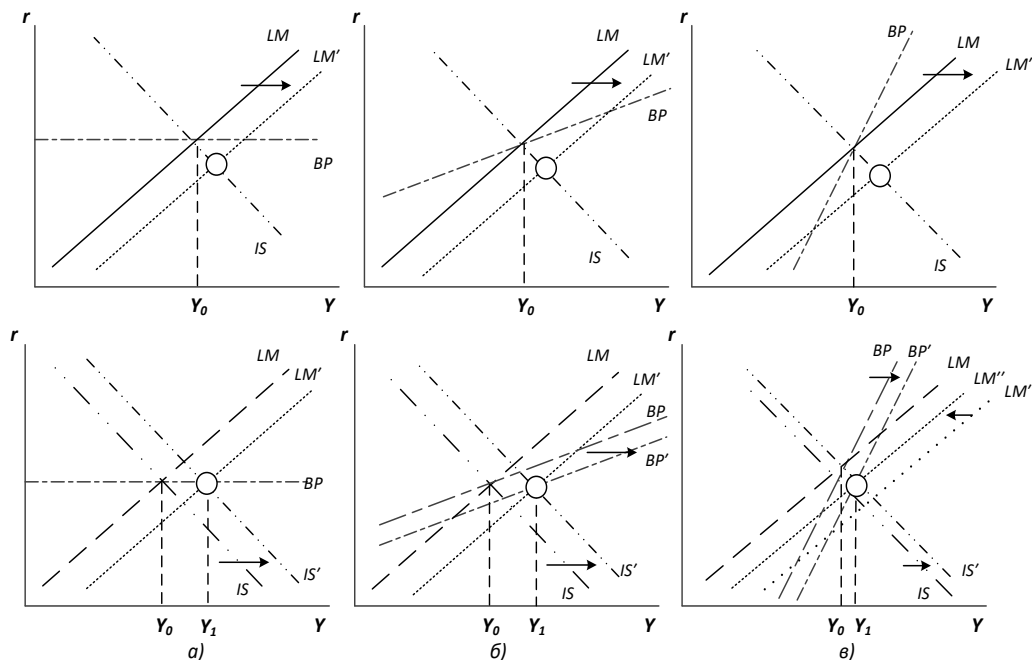


Рис. 3.32. Ефективність монетарної політики за плаваючого валютного курсу і різної (*а* – високої; *б* – середньої; *в* – низької) мобільності капіталу

Джерело: запозичено та дорацьовано автором на основі [813, с. 589–592; 852, с. 321–323].

За умов маломобільного капіталу стимулювальна монетарна політика не призведе до значного відтоку капіталу, що матиме більше інфляційні наслідки, ніж за вищих рівнів мобільності капіталу. Інфляція спричинить зниження реальної пропозиції грошей, що, відповідно, означає певне зміщення кривої LM ліворуч.

Стримувальна монетарна політика за всіх рівнів міжнародної мобільності капіталу перемістить криву LM і з нею точку внутрішньої рівноваги ліворуч і вгору (нижчий національний дохід та вища процентна ставка), що означатиме надлишок платіжного балансу та подорожчання національної

валюти. Це погіршуватиме міжнародне конкурентне становище країни і переміщуватиме криві BP та IS ліворуч. Як і у випадку стимулювальної монетарної політики, низька мобільність капіталу не приводитиме до його великого надходження. За таких умов інфляція відчутно зменшуватиметься, що приводитиме до певного збільшення реальної пропозиції грошей, тобто переміщення кривої LM дещо праворуч.

Отже, за умов плаваючих валютних курсів монетарна політика дає відчутні результати. Її ефективність найбільша за високої мобільності капіталу. Зі зменшенням міжнародної мобільності грошового капіталу збільшується її (анти)інфляційний вплив.

Зазначимо, що проблема взаємодії монетарної і фіскальної політик була та є предметом дослідження багатьох учених, які сформували декілька моделей їхньої координації (табл. 3.2), а в сучасній економічній науці її розглядають, здебільшого, з позицій досягнення певного рівноважного стану національної економіки (за низького рівня безробіття, незначної інфляції, порівняно стабільного валютного курсу, економічного зростання). У нашому дослідженні наведемо лише узагальнені висновки з цих моделей.

Таблиця 3.2

Порівняльний аналіз моделей взаємодії монетарної і фіскальної політик у малій відкритій економіці

Модель	Основні припущення моделі	Деякі приклади пояснення взаємодії політик*	Висновки моделі
1	2	3	4
$IS-LM$ [694]	Абсолютна мобільність капіталу Зовнішня рівновага залежить від змін валютного курсу Два режими обмінного курсу – фіксований і плаваючий	$G \uparrow \rightarrow Y \uparrow \rightarrow i \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow q \uparrow \rightarrow NX \downarrow \rightarrow Y \downarrow$ $M \uparrow \rightarrow (M/P) \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow I \downarrow \rightarrow q \downarrow \rightarrow NX \uparrow \rightarrow Y \uparrow$	Фіскальна політика є ефективною за фіксованого курсу, а монетарна – за плаваючого. Отже, за будь-якого режиму принаймн, одна з політик буде неефективною
$IS-LM-BP$ [798]	Вплив змін внутрішнього доходу (ВВП) на платіжний баланс через імпорт Вплив сальдо платіжного балансу на валютний курс	За високої мобільності капіталу: $G \uparrow \rightarrow AD \uparrow \rightarrow i \uparrow \rightarrow CAB \uparrow \rightarrow BP > 0 \rightarrow q \uparrow$ $M \uparrow \rightarrow q \downarrow \rightarrow NX \uparrow \rightarrow Y \uparrow$	За плаваючого курсу і монетарна, і фіскальна політики є ефективними. За фіксованого курсу монетарна політика завжди є неефективною.

Закінчення таблиці 3.2

1	2	3	4
	Різна мобільність капіталу, отже, різна реакція платіжного балансу на зміни вітчизняної процентної ставки Два режими обмінного курсу – фіксований і плаваючий		Мобільність капіталу впливає лише на фіскальну політику: спостерігається зростання ефективності в разі підвищення мобільності за фіксованого курсу і зниження – в разі зростання мобільності за плаваючого курсу
Торгового балансу $NX-$ $(NS-I)$ [710]	Зв'язок між реальним обмінним курсом і чистим експортом Загальна рівновага як взаємодія внутрішньої (природний ВВП і природне безробіття) і зовнішньої (нульове сальдо торгового балансу) рівноваги	$\Delta Y = \Delta G \frac{1}{s'+m'}$ $\Delta NX = -\Delta G \frac{m'}{s'+m'}$ <p>або</p> $\Delta Y = \Delta E_x \frac{1}{s'+m'}$ $\Delta NX = -\Delta E_x \frac{s'}{s'+m'}$	Рух у бік одночасного досягнення зовнішньої та внутрішньої рівноваги відбувається за поєднання монетарної і фіскальної політик, коли результативність дій уряду оцінюють за критерієм мінімізації відхилень від однієї рівноваги в разі наближення до іншої
Свона [827]	Чотири варіанти відхилень від загальної рівноваги: 1) $Y > Y^*$, $NX > 0$; 2) $Y > Y^*$, $NX < 0$; 3) $Y < Y^*$, $NX < 0$; 4) $Y < Y^*$, $NX > 0$. Кожен з інструментів монетарного і фіскального регулювання одночасно впливає на внутрішню і зовнішню рівновагу	Динамічний рух до загальної рівноваги (як у павутиноподібній моделі): $M \downarrow \rightarrow i \uparrow \rightarrow CAB \uparrow \rightarrow BP = 0$, але $Y > Y^*$ $G \downarrow \rightarrow Y \downarrow \rightarrow Y = Y^*$, але $BP > 0$ $M \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow CAB \downarrow \rightarrow BP = 0$, але $Y < Y^*$...	Кожна політика – монетарна і фіскальна – має бути спрямована на ту рівновагу, яка є чутливішою до її інструментів. Почергове застосування інструментів з урахуванням чутливості дає змогу наблизитися до загальної рівноваги

* G – державні видатки; Y – обсяг виробництва (ВВП); i – процентна ставка; I_f – іноземні інвестиції; q – курс валюти; NX – чистий експорт; M/P – реальні грошові залишки; AD – сукупний попит; KAB – рахунок капітальних операцій; BP – платіжний баланс; s' , m' – відповідно, схильність до заощаджень і до імпорту; E_x – експорт; Y^* – природний ВВП.

Джерело: [398, с. 34–35].

Розглянуті моделі враховують різноманітні економічні чинники та їхні особливості (певні обмеження), а саме: рівень міжнародної мобільності

грошового капіталу, режим валютного курсу, відхилення національної економіки від рівноважного стану, чутливість економічних параметрів до інструментів політики тощо. На підставі виконаного аналізу цих моделей вітчизняні вчені стверджують, що “розв’язання проблеми їх взаємодії відбувалося шляхом формулювання певних закономірностей і виведення відповідних правил поведінки урядів” [398, с. 33]. Наприклад, модель $IS - LM - BP$ дала змогу довести трилему, яка стверджує, що одночасне функціонування фіксованого обмінного курсу, вільного міжнародного переміщення капіталу і незалежної монетарної політики в країні є неможливим – держава (уряд) може провадити лише дві політики з трьох.

Сьогодні координація монетарної та фіскальної політик і їхній вплив на валютний курс національної грошової одиниці та загалом на фінансову стабільність у державі є надзвичайно актуальною для всіх країн світу, а успішне поєднання інструментів цих політик у період кризи і суперечностей розвитку – надскладне завдання. Наприклад, у Доповіді про глобальну фінансову стабільність (квітень 2011 р.) серед нагальних заходів запобігання загрозі повторної рецесії зазначено розширення “простору для маневру з метою протидії шокам, особливо через традиційні важелі фіскальної (податково-бюджетної) та монетарної (грошово-кредитної) політики” [718].

Отже, дослідження методологічних засад інтеграції фінансового ринку у світовий фінансовий простір дало змогу висвітлити взаємозв’язок національних фінансових ринків через вітчизняну й іноземну процентну ставку та розкрити роль валютного курсу в цьому процесі, а також з’ясувати логіку й правила взаємодії монетарної та фіскальної політики за умов малої відкритої економіки для досягнення рівноваги як на фінансовому ринку, так і в економічній системі країни загалом. Така взаємодія політик має ґрунтуватися на врахуванні передбачених проаналізованими моделями економічних наслідків, механізмах передання їхніх імпульсів, особливостях вітчизняних каналів трансмісії й ролі поведінкових чинників, зокрема, різноманітних схильностей та очікувань.

Розділ 4

ГЕНЕЗИС ТА ОЦІНКА СТАНУ ФІНАНСОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ ЗА УМОВ ПОСИЛЕННЯ ГЛОБАЛІЗАЦІЙНИХ ПРОЦЕСІВ

4.1. Еволюція вітчизняного ринку боргових цінних паперів

Зі здобуттям незалежності України розпочалася нова віха в розвитку вітчизняного фінансового ринку, зокрема фондового, з'явилися нові фінансові інструменти. Активне запровадження боргових цінних паперів стало запорукою зміни основ функціонування всіх без винятку учасників економічних відносин. Ефективне використання цих фінансових інструментів дає змогу залучати та розміщувати значні обсяги тимчасово вільних грошових коштів на ліпших умовах як для позичальників, так і для заощадників, що сприяє зростанню ділової активності й соціально-економічному розвитку держави.

Нині вітчизняний ринок боргових цінних паперів представлений облігаціями: суб'єктів господарювання, держави, органів місцевого самоврядування, урядових інституцій (зокрема, Фонду гарантування вкладів фізичних осіб), міжнародних фінансових організацій; а також казначейськими зобов'язаннями України; ощадними (депозитними) сертифікатами; векселями [386]. Більш розширену типологізацію боргових цінних паперів наведено в табл. 4.1, у якій враховано притаманні їм сучасні особливості та яка уніфікована зі світовою практикою використання такого виду фінансових інструментів.

Незважаючи на значну зацікавленість вітчизняних й іноземних учених у дослідженні видів, особливостей та ролі боргових цінних паперів у формуванні попиту на позикові грошові кошти економічними суб'єктами, питання їхньої систематизації досі певною мірою не вирішене. Це зумовлено складністю визначення єдиного сталого набору класифікаційних ознак, за якими можна згрупувати ті чи інші боргові фінансові інструменти, а також постійним їхнім удосконаленням або виникненням нових у контексті формування стратегічних цілей і завдань, які ставлять перед собою учасники економічних відносин. Однак розглянутий підхід до класифікації боргових цінних паперів за різними критеріальними ознаками, на

нашу думку, дає змогу сформувати цілісне комплексне уявлення про різноманіття та функціональне призначення цих фінансових інструментів як альтернативного банкам джерела позикових грошових коштів.

Таблиця 4.1

Типологізація боргових цінних паперів

Класифікаційна ознака	Види боргових цінних паперів
1	2
1. За формою: а) існування б) власності емітента в) сплати доходу	- документарні; - бездокументарні - державні; - недержавні (приватні) - відсоткові; - дисконтні; - товарні; - змішані
2. За змістом відносно: а) уповноваженої особи б) порядку розміщення в) способу розміщення	- іменні; - на пред'явника; - ордерні - емісійні; - неемісійні - з вільним; - з примусовим розміщенням - з відкритим; - із закритим розміщенням
3. За характером терміну обігу та погашення	- з фіксованим терміном погашення; - без фіксованого терміну погашення (безтермінові); - з можливістю продовження терміну (продлонговані); відкличні (з коллопціоном); - з двома датами погашення; - з правом дострокового погашення - короткотермінові; довготермінові
4. За розміром купона (відповідно до механізму сплати доходу)	- дисконтні (з нульовим купоном); - купонні (з постійним та змінним купоном; з відтермінованими та зростаючими купонними платежами); - з фіксованою, плаваючою та переглядуваною процентною ставкою; - індексовані (з прив'язкою до різних індексів, наприклад, інфляції, валютного курсу, цін золота тощо); - з участю у прибутках; з виплатою лише в разі отримання прибутку)
5. За характером забезпечення	- незабезпечені; - гарантовані; - забезпечені іпотекою; - забезпечені золотом; - забезпечені іншими активами; - застраховані

Закінчення таблиці 4.1

1	2
6. Відповідно до територіальної належності	- регіональні; - національні; - міжнародні; - глобальні; -паралельні
7. За рівнем ризику	- умовно безризикові; - з низьким рівнем ризику; - з середнім рівнем ризику; - з високим рівнем ризику
8. Відповідно до рівня кредитного рейтингу	- інвестиційні; - спекулятивні
9. Відповідно до характеру цільового призначення	- поточні витрати; - інвестиційні витрати
10. За можливістю обігу на ринку	- обігові; - необігові; - з обмеженим обігом
11. Спеціальні види	- голосуючі; - двовалютні; - серійні; - з варрантом; - структуровані (з привязкою до різних фінансових, економічних та неекономічних показників); - конвертовані

Джерело: складено автором на основі [277; 336; 411; 583; 591].

Утім, незважаючи на значну різноплановість та різнобічність боргових фінансових інструментів, не всі вони однаковою мірою апробовані на вітчизняному фондовому ринку [232]. Розглядаючи питання їхньої еволюції, наголосимо, що сьогодні в Україні макроекономічна ситуація найбільше впливає і визначає загальні ознаки та закономірності розвитку ринку боргових цінних паперів як невід’ємної складової фінансової системи держави. У цьому контексті в розвитку зазначеного сегмента вітчизняного фінансового ринку можна виділити такі етапи.

Перший (1991–2000) – становлення ринку боргових цінних паперів (ухвалення перших вітчизняних законодавчих актів, зокрема Законів України “Про підприємства в Україні⁵⁴”, “Про цінні папери та фондову

⁵⁴ Втратив чинність після ухвалення Господарського кодексу.

біржу”, “Про господарські товариства”, “Про національну депозитарну систему й особливості електронного обігу цінних паперів в Україні”, Указ Президента України “Про участь Української фондової біржі в приватизаційних процесах” та ін.). Створено Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку; з’явилися перші випуски та розпочався обіг вітчизняних цінних паперів; фондові біржі, ліцензовані фінансові брокери; позабіржова фондова торговельна система; українські “блакитні фішки” і рейтингові таблиці, виникли і зазнали краху “фінансові піраміди”. Упродовж цього періоду також відбулися перші випуски облігацій внутрішньої та зовнішньої державних позик (ОВДП та ОЗДП), єврооблігацій, облігацій місцевих органів влади [228, с. 163–164].

Масова приватизація державних компаній у досліджуваному періоді та їхня вкрай низька активність у використанні облігацій призвела до того, що на ринку цінних паперів переважали акції (98,9 %). З-поміж боргових цінних паперів у той час більш надійними та привабливими для інвестування заощаджень уважали облігації внутрішньодержавних позик [11; 418]. Наприклад, у 1994 р. для вирішення проблем покриття заборгованості за імпортований з Росії газ та забезпечення поточних платежів у 1995 р. проведено емісію ОЗДП обсягом 1,4 млрд дол. США [81, с. 139]. Перший випуск ОВДП відбувся 1995 р. загальним обсягом 1 трлн крб, обсяг емісії другого випуску того ж року становив 25 трлн крб, водночас з’явилися перші облігації внутрішніх місцевих позик. Крім того, у 1998 р. проведено два випуски єврооблігацій на загальну суму 732 млн нім. марок та 500 млн ЕКЮ, відповідно.

Як свідчить економічна наука і практика, щоб бути привабливими для заощадників, цінні папери повинні мати відповідну віддачу. З огляду на зазначене в Україні їхня номінальна дохідність у той період була доволі високою, проте аналіз їхньої реальної рентабельності (з урахуванням рівня інфляції) дає змогу (табл. 4.2) зробити такі висновки:

1) висока віддача, з одного боку, сприяла залученню значних обсягів грошових коштів від нерезидентів, а з іншого, – призвела до величезного навантаження на бюджет у вигляді витрат на обслуговування боргу;

2) у 1997–1999 рр. дохідність ОВДП перевищувала середньорічну інфляцію (зокрема, 1997 р. – на 15,46 процентного пункту (п.п.), 1998 р. –

на 44,33, 1999 р. – на 4,71 п.п.). Утім 2000 р. віддача ОВДП була нижчою, ніж рівень інфляції в Україні. Таку динаміку можна пояснити змінами макроекономічного середовища в країні.

Таблиця 4.2

**Динаміка обсягу розміщення та дохідності ОВДП України
за 1995–2000 рр.**

Рік	Кількість розміщених облігацій, тис. од.	Кількість проведених аукціонів	Дохідність ОВДП, %	Середньорічна інфляція, %
1995	294,0	28	85,59	376,7
1996	31 474,1	285	70,93	80,3
1997	105 087,6	591	32,16	16,7
1998	117 152,9	539	54,83	10,5
1999	46 845,8	141	27,51	22,8
2000	20 388,7	87	20,49	28,2

Джерело: складено автором на основі [11; 419].

Структуру випусків облігацій за суб'єктами господарювання впродовж аналізованого періоду наведено у табл. 4.3, дані якої свідчать, що ця структура була дуже мінливою. Наприклад, частка державних підприємств у випуску облігацій коливалася від 15,2 % у 1996 р. до 90,7 % у 1999 р. та становила 87,6 і 42,7 % у 1997 та 1998 р., відповідно.

Таблиця 4.3

**Обсяги випуску облігацій суб'єктами господарювання в Україні
у 1996–2000 рр., млн грн**

Вид суб'єкта підприємницької діяльності	Рік				
	1996	1997	1998	1999	2000
Комерційні банки	0,663	0,5	–	–	5,0
Акціонерні товариства	–	0,035	2,691	–	45,809
Державні підприємства	1,946	102,0	3,5	120,0	0
Товариства з обмеженою відповідальністю	10,200	3,9	2,0	8,0	19,083
Об'єднання (концерни)	–	10,0	–	4,188	–
<i>Усього</i>	<i>12,809</i>	<i>116,435</i>	<i>8,191</i>	<i>132,188</i>	<i>69,892</i>

Джерело: складено автором на основі [11; 419].

Загалом за 1996–2000 рр. нема будь-якої сталої тенденції у випуску облігацій суб'єктами господарювання: роки зростання чергуються з роками спаду. Наприклад, у 1997 р. обсяг їхнього випуску у 9 разів перевищував цей показник 1996 р., а у 1998 р. відбулося зменшення порівняно з попереднім роком у 14 разів. Наступного 1999 р. обсяг випуску облігацій знову зріс (у 16 разів) порівняно з 1998 р., тоді як у 2000 р. зменшився практично вдвічі до попереднього. На нашу думку, така динаміка є характерною для періоду становлення ринку.

Водночас щодо обсягу торгів борговими фінансовими інструментами на ринку цінних паперів зазначимо, що 1998 р. за обсягами купівлі–продажу операції з ОВДП посідали перше місце серед усіх фінансових інструментів, на другому місці були векселі; у 1999 р. обсяги операцій з ОВДП суттєво зменшилися внаслідок втрати довіри до державних цінних паперів через економічну кризу 1998 р. І, відповідно, перше місце за обсягами торгів на ринку боргових цінних паперів зайняли векселі, частка яких у 2000 р. становила 55,62 %; питома вага депозитних сертифікатів та облігацій підприємств у загальному обсязі торгів була незначною – 0,66 та 0,56 %; обсяги торгів ОВДП становили 6,48 %. Загалом же обсяги торгів усіма борговими фінансовими інструментами становили 63,32 % від загального обсягу торгів на фондовому ринку [419].

Другий етап (2000–2008) – активізація операцій з борговими фінансовими інструментами й удосконалення нормативно-правового законодавства з питань використання боргових цінних паперів (Закон “Про цінні папери й фондову біржу” 1991 р. замінено Законом “Про цінні папери й фондовий ринок” 2006 р., Закон “Про господарські товариства” доповнено Законом “Про акціонерні товариства”). На цьому етапі відбувалися публікація перших фондових індексів, різке зростання капіталізації, завершення формування ринку корпоративних облігацій та єврооблігацій. Зокрема, ухвалено Закон України “Про внесення змін до деяких законів України з метою стимулювання інвестиційної діяльності” (1999 р.⁵⁵), відповідно до якого перестали підлягати оподаткуванню кошти, отримані емітентом від розміщення таких цінних паперів, як облігації, а також

⁵⁵ Набув чинності в частині оподаткування дивідендів з 1 червня 2000 р.

основна сума боргу, яку повертають інвесторам після закінчення терміну їхнього обігу. Це сприяло підвищенню інтересу суб'єктів господарювання до емісії і випуску такого виду фінансового інструмента та зумовило зростання частки корпоративних облігацій у загальній структурі випуску цінних паперів з 3 % у 2001 р. до 33 % у 2007 р. (рис. 4.1).

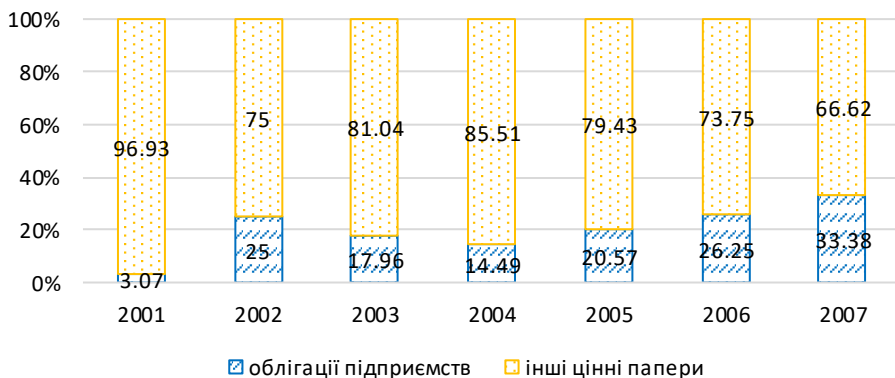


Рис. 4.1. Питома вага корпоративних облігацій у загальній структурі випуску цінних паперів за 2001–2007 рр.

Джерело: побудовано автором на основі [11; 419].

Загалом упродовж 2001 р. в Україні зареєстровано 62 випуски облігацій на суму 694,32 млн грн, що перевищило загальні обсяги їхнього випуску за всі попередні роки (1996–2000) більше ніж удвічі [414, с. 35]. На підставі порівняння обсягів випуску облігацій досліджуваного періоду з найбільшим значенням цього показника першого періоду (1999 р. – 0,13 млрд грн) за допомогою базових темпів приросту (табл. 4.4) можемо зробити такі висновки: у 2001 р. було випущено облігацій підприємств на суму у 4,3 раза більше, ніж у 1999 р.; упродовж 2002–2004 рр. цей показник був вищим порівняно з базовим у 30 разів; на кінець 2007 р. було випущено корпоративних облігацій на 44,48 млрд грн, що у 341 разів більше, ніж у 1999 р.

Аналіз узагальнених даних щодо випусків облігацій за видами емітентів дає змогу зробити висновок, що в цей період стрімко зростала частка банків у загальному обсязі випусків: якщо в 2001 р. частка випусків облігацій банками становила тільки 10,58 %, то на кінець 2007 р. – 42,42 % (табл. 4.4). Найбільші емісії облігацій банків зареєстровано 2005–2007 рр.:

у 2005 р. обсяг випуску облігацій банками зріс порівняно з попереднім роком майже в 12 разів, а обсяг емісії в 2007 р. перевищив удвічі загальні обсяги випуску облігацій банками за 2001–2006 рр.

Таблиця 4.4

Динаміка залучення коштів суб'єктами господарювання на фінансовому ринку за допомогою корпоративних облігацій у 2001–2007 рр., млн грн

Вид емітента	Рік						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Усього, у тому числі:	694,32	4 274,62	4 241,86	4 106,59	12 748,28	22 070,80	44 480,51
банки	73,44	87,38	329,16	217,93	2 564,726	4 994,0	18 869,37
страхові компанії	-	25,15	7,0	112,0	41,9	85,0	50,64
інші підприємства	620,88	4 162,09	3 905,71	3 776,66	10 141,65	16 991,8	25 560,5

Джерело: складено автором на основі [11; 419].

Однак зазначимо, що недостатній розвиток вітчизняних інститутів спільного інвестування, низький рівень заощаджень домогосподарств, їхня недовіра, фінансова необізнаність та інші чинники призвели до того, що великі корпорації не змогли залучити в Україні необхідні обсяги тим часом вільних грошових коштів, а тому вдалися до такого інструмента їхнього залучення, як емісія єврооблігацій на іноземних фондових біржах. Першою серед вітчизняних компаній єврооблігації розмістила компанія “Київстар GSM” у 2002 р. Активно використовувати залучення позикових коштів через емісію єврооблігацій почали банки та компанії гірничо-металургійного комплексу, згодом до них долучилися ще й агрохолдинги. Загалом випуск єврооблігацій українськими фірмами, за винятком кризових років, має стійку тенденцію до зростання, а обсяг мобілізованих ними позикових коштів за кордоном щорічно майже удвічі більше, ніж на внутрішньому ринку боргових зобов'язань [428, с. 122–123].

У цей же період місцеві органи влади активізували практику залучення грошових ресурсів через випуск облігацій місцевих (муніципальних) позик. Найбільші обсяги емісій у вартісному вимірі зареєстровано 2005 р., коли емітентами були Харківська, Донецька, Запорізька, Черкаська та

Одеська міські ради. Як зазначає А. Буряченко [53, с. 128] саме за рахунок позикових коштів формується суттєва частка доходів місцевих бюджетів європейських країн, зокрема 10% у Франції та Іспанії, 13% у Бельгії. Щодо ОВДП, то, як свідчать дані табл. 4.5, упродовж 2001–2004 рр. дохідність зазначеного фінансового інструмента перевищувала середньорічний рівень інфляції. У наступні роки ситуація кардинально змінилася – середньорічний рівень інфляції перевищував дохідність ОВДП (у 2005 р. – на 3,75 п.п., у 2006 р. – на 3,74, у 2007 р. – на 9,89 п.п.).

Таблиця 4.5

**Динаміка обсягу розміщення та дохідності ОВДП України
за 2001–2007 рр.**

Рік	Кількість розміщених облігацій, тис. од.	Кількість проведених аукціонів	Дохідність ОВДП, %	Середньорічна інфляція, %
2001	1 271,1	120	15,68	12,3
2002	2 947,9	152	10,81	0,8
2003	1 189,2	172	9,75	5,2
2004	2 224,3	102	11,24	9,0
2005	6 898,8	25	7,25	11,0
2006	1 582,4	37	9,26	13,0
2007	3 573,0	28	6,71	16,6

Джерело: складено автором на основі [11; 419].

Наголосимо, що за 2001–2007 рр. простежувалося зростання загального обсягу торгів як цінними паперами, так і борговими інструментами на вітчизняному фондовому ринку (рис. 4.2). За цей період зазначені показники зросли в 11 та 9,8 раза, відповідно. Як бачимо, питома вага обсягів торгівлі борговими фінансовими інструментами в загальному обсязі торгів на ринку цінних паперів упродовж 2001–2007 рр. була значимою за весь період – понад 50 %.

У цьому разі важливим моментом є те, що в структурі торгів борговими інструментами провідне місце посідали операції з векселями (табл. 4.6). З 2001 по 2003 рр. їхня частка зросла з 69,3 до 85,1 %; з 2004 р. простежувалася тенденція до зниження, і в 2007 р. частка цих операцій становила 49,8 %. Операції з казначейськими зобов'язаннями становили незначну частку в 2002 та 2003 рр., а з 2004 р. зафіксовано тенденцію до

зростання виконаних угод з державними облігаціями, облігаціями місцевих позик і вітчизняними корпоративними облігаціями. Крім того, у 2006–2007 рр. проводили операції з іпотечними цінними паперами.

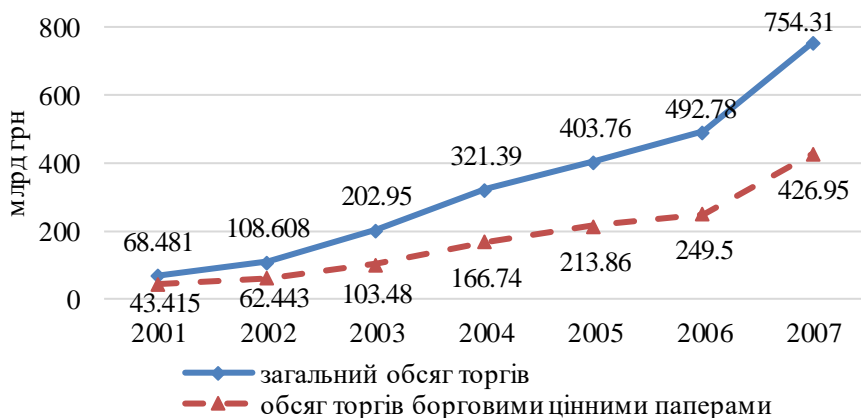


Рис. 4.2. Динаміка обсягу торгів на вітчизняному фондовому ринку за 2001–2007 рр.

Джерело: побудовано автором на основі [11; 419].

Таблиця 4.6

Динаміка обсягів торгівлі фінансовими інструментами на ринку цінних паперів України у 2001–2007 рр., млрд грн

Фінансовий інструмент	Рік						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<i>Боргові фінансові інструменти, у тому числі:</i>	43,415	62,443	103,48	166,74	213,86	249,50	426,95
векселі	30,102	50,211	88,07	125,34	133,12	142,23	212,64
деPOSITНІ сертифікати	2,624	0,102	0,11	3,03	18,57	1,08	14,85
державні облігації	9,800	9,413	5,86	16,11	27,32	40,85	59,86
облігації підприємств	0,889	2,161	9,01	21,28	32,62	62,38	134,73
облігації місцевих позик	0,0001	0,0005	0,16	0,98	2,23	2,85	4,31
казначейські зобов'язання	0,000	0,556	0,27	0,00	0,00	0,00	0,00
іпотечні цінні папери	0,000	0,000	0,00	0,00	0,00	0,11	0,56
<i>Інші цінні папери</i>	25,066	46,165	99,47	154,65	189,90	243,28	327,36
Усього	68,481	108,61	202,95	321,39	403,76	492,78	754,31

Джерело: складено автором на основі [11; 419].

Відтак цей період характеризує активізацію операцій на ринку боргових цінних паперів та активне їхнє використання з метою залучення додаткового грошового капіталу. Загалом цьому сприяли цілеспрямована державна політика з удосконалення законодавства та розбудови інфраструктури фондового ринку, підвищення прозорості корпоративного управління, зниження витрат розміщення цінних паперів, вихід на міжнародний ринок капіталів, залучення іноземних інвесторів та ін.

Третій етап (2008–2010) – стагнація на ринку боргових цінних паперів, зумовлена загальною макроекономічною ситуацією в країні, а саме: фінансово-економічною кризою, різким зменшенням обсягів кредитування, девальвацією гривні, банкрутством вітчизняних банківських установ та суб'єктів господарювання; виведення іноземними інвесторами коштів з економіки України, унаслідок чого вартість фінансових активів знизилась до найменших значень. Проте в цей період відбулися й позитивні події, зокрема, створено Українську біржу⁵⁶ у 2009 р. та запроваджено інтернет-торгівлю цінними паперами, а також сформовано перші “Концепції розвитку ринку цінних паперів” (до 2010 р. та до 2015 р.)

Зазначимо, що впродовж 2008 р. зареєстровано випусків облігацій на 13 134,24 млн грн менше, ніж 2007 р., тобто майже на третину (табл. 4.7). Банкам у структурі зареєстрованих випусків облігацій належало 22,7 % від загального обсягу, а обсяг випущених ними облігацій у 2010 р. зменшився порівняно з 2007 р. у 2,65 раза.

Таблиця 4.7

Динаміка залучення коштів суб'єктами господарювання на фінансовому ринку за допомогою корпоративних облігацій у 2007–2010 рр., млн грн

Вид емітента	Рік			
	2007	2008	2009	2010
Усього, у тому числі:	44 480,51	31 346,27	10 107,35	9 493,86
банки	18 869,37	7 115,94	0,00	3 150,00
страхові компанії	50,64	97,50	0,00	0,00
інші підприємства	25 560,50	24 132,84	10 107,35	6 343,80

Джерело: складено автором на основі [11; 419].

⁵⁶ До початку роботи “Української біржі” в 2009 р. на жодній з бірж не було системи гарантування виконання угод. Біржі мали вигляд дошки оголошень або системи обміну повідомленнями.

Унаслідок світової фінансово-економічної кризи вітчизняні банки і страхові компанії 2009 р. не залучали коштів випуском боргових зобов'язань, а обсяги емісії облігацій компаніями нефінансового сектора зменшились порівняно з 2007 р. на 15 453,15 млн грн, або порівняно з попереднім роком на 14 025,49 млн грн, тобто на 58,1 %. У 2010 р. страхові компанії також відмовилися від залучення грошових коштів випуском облігацій, банки залучили за їхньою допомогою 3 150 млн грн, а нефінансові компанії – 6 343,8 млн, що на 3763,55 млн, або 37,2 %, менше порівняно з попереднім роком. Загалом обсяги випуску облігацій усіма емітентами зменшилися у 2010 р. порівняно з 2007 р. у 4,68 раза, зокрема, банківські установи зменшили емісію облігацій фактично в 6 разів, а компанії нефінансового сектора – у 4 рази.

Емітенти, які зазнали особливо значних втрат під час кризи, не змогли обслуговувати високі боргові навантаження і були змушені оголосити про дефолтний стан. Натомість уряд у той час активно випускав ОВДП, щоб покрити дефіцит державного бюджету. Зокрема, упродовж 2008–2010 рр. порівняно з 2007 р. кількість розміщених облігацій зростала так (табл. 4.8): у 2008 р. – у 6,5 раза; 2009 р. – у 20,5 раза; у 2010 р. – у 19,5 раза.

Таблиця 4.8

**Динаміка обсягу розміщення та дохідності ОВДП України
за 2007–2010 рр.**

Рік	Кількість розміщених облігацій, тис. од.	Кількість проведених аукціонів	Дохідність ОВДП, %	Середньорічна інфляція, %
2007	3 573,0	28	6,71	16,6
2008	23 239,9	41	11,86	22,3
2009	73 576,5	121	12,21	12,3
2010	69 750,2	165	10,39	9,1

Джерело: складено автором на основі [11; 419].

Як засвідчили результати аналізу, збільшення обсягів залучення державою запозичень відбувалося на тлі зростання дохідності ОВДП: 2010 р. уперше з 2004 р. середньозважена віддача ОВДП перевищувала середню

річну інфляцію на 1,3 процентного пункта (див. табл. 4.8), що зробило такий інструмент привабливішим для заощадників, ніж корпоративні облигації.

Загальний обсяг випущених ОВДП за сумою основного боргу зріс майже в 4 рази: з 9,8 млрд грн на початку 2008 р. до 40,4 млрд грн наприкінці 2010 р. Дані табл. 4.9 свідчать, що найбільший попит у 2009 р. мали ОВДП з терміном обігу до одного року (66,2 % від загальної суми первинного розміщення). З'явилися також цінні папери з терміном обігу понад п'ять років – вони становили 5,5 % від загальної кількості. У 2010 р. значну частину коштів отримано від розміщення ОВДП з терміном обігу до року, зокрема, 22,9 млрд грн, або 56,7 % від загальної суми залучень (у тому числі з погашенням до кінця 2010 р. – 8,6 млрд грн, або 21,2 % від загальної суми залучень). Крім того, відбулись розміщення ОВДП з терміном обігу два, три, чотири та п'ять років.

Таблиця 4.9

Динаміка обсягів коштів, залучених до державного бюджету

Рік	Кошти, залучені до державного бюджету, усього		у тому числі ОВДП							
			до одного року		від одного до трьох років		від трьох до п'яти років		понад п'ять років	
	сума, млрд грн	% до підсумку	сума, млрд грн	% до підсумку	сума, млрд грн	% до підсумку	сума, млрд грн	% до підсумку	сума, млрд грн	% до підсумку
2008	9,77	100,0	1,19	12,2	4,44	45,4	4,14	42,4	-	-
2009	18,84	100,0	12,47	66,2	4,97	26,4	0,36	1,9	1,04	5,5
2010	40,42	100,0	22,92	56,7	14,43	35,7	3,09	7,6	-	-

Джерело: побудовано автором на основі [256, с. 827].

Четвертий етап (з 2011 р.) – формування сучасного ринку боргових цінних паперів, підвищення його прозорості завдяки зростанню вимог до емітентів, організаторів торгівлі та депозитаріїв цінних паперів (ухвалення у 2012 р. Закону України “Про депозитарну систему”; зменшення банківського кредитування та збільшення облигаційних позик як ефективного інструмента залучення грошових коштів суб'єктами господарювання; переважання позабіржового сегмента ринку над біржовим; низька капіталізація ринку й обмежене коло учасників; удосконалення державного регулювання ринку облигацій імплементацією норм і нормативів, передбачених Директивами ЄС; диверсифікація інструментарію ринку).

Динаміку обсягів торгівлі на вітчизняному ринку боргових цінних паперів за цей період наведено у додатку 11, дані якої засвідчують, що впродовж 2011–2013 рр. та 2017–2018 рр. найпривабливішими для заощадників-інвесторів були державні облігації: їхня частка в загальному обсязі торгів зростає з 39,41 % в 2011 р. до 68,82 % в 2018 р., тобто більше ніж в 1,7 раза. З 2012 р. на ринок вийшли депозитні сертифікати, і структура торгів кардинально змінилася на їхню користь: з 0,54 % у 2012 р. до 54,20% у 2016 р. Найбільший обсяг торгів депозитними сертифікатами на ринку цінних паперів зафіксовано у 2015 р. – 1233,12 млрд грн.

За підсумками 2017 р. обсяг торгів на ринку цінних паперів знизився на 77,97 % порівняно з 2016 р. і становив 468,69 млрд грн, а у 2018 р. порівняно з 2017 р. зріс до 590,58 млрд грн, тобто на 26,09%. Основною причиною такого різкого зниження стало те, що депозитні сертифікати з 2017 р. більше не враховують у розрахунках обсягу торгів відповідно до Положення про застосування Національним банком України стандартних інструментів регулювання ліквідності банківської системи [360], згідно з яким “депозитний сертифікат НБУ – це один з монетарних інструментів, що є борговим зобов’язанням НБУ у формі записів на рахунках у системі кількісного обліку СЕРТИФ (з іменною ідентифікацією власників на підставі реєстру власників), який свідчить про розміщення в Національному банку України коштів банків та їх право на отримання внесеної суми і процентів після закінчення встановленого строку”.

Таблиця 4.10

**Динаміка залучення коштів суб’єктами господарювання
на фінансовому ринку за допомогою корпоративних облігацій
у 2011–2018 рр., млн грн**

Вид емітента	Рік							
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Усього у тому числі:	35 914,44	51 386,61	42 467,78	29 009,22	11 421,17	5 515,40	8 350,29	15 453,53
банки	13 893,50	11 770,00	8 040,00	4 800,00	–	–	2 700,00	–
страхові компанії	100,00	28,44	–	225,00	–	–	–	–
інші компанії	21 920,94	39 588,17	34 427,78	23 984,22	11 421,17	5 515,40	5 650,29	15 453,53

Джерело: складено автором на основі [11; 419].

Зменшення ж обсягів та частки торгівлі корпоративними борговими цінними паперами було спричинене тим, що банки та страхові компанії в 2015–2016 рр. та 2018 р. не зареєстрували (див. табл. 4.10) жодного випуску облігацій. Загалом обсяг випусків облігацій економічними суб'єктами зменшувався щорічно з 2013 по 2016 рр., а в останні два роки він зростав, проте в 2018 р. становив лише 43,03 % від обсягу 2011 р.

Уважаємо, що на окрему увагу заслуговує детальніше дослідження закономірностей функціонування сегментів ринку боргових цінних паперів за фінансовими інструментами, зокрема, державними та корпоративними облігаціями. Державні облігації є одним з основних інструментів реалізації бюджетної політики України, який дає змогу залучати необхідні фінансові ресурси на прийнятних умовах. Державні запозичення Україна робить, головню, розмішуючи боргові цінні папери – облігації внутрішньої та зовнішньої державних позик. За структурою переважає розміщення ОВДП на внутрішньому ринку, що проводять з номінацією їх у національній та іноземних валютах. За роки незалежності ОВДП випускали, здебільшого, у гривнях. Загалом державні запозичення досягали пікових показників у 2015 р., коли значне зменшення внутрішніх надходжень було компенсоване використанням зовнішніх джерел, та у 2017 р., коли відбулося різке зростання внутрішніх і зменшення зовнішніх позик [243, с. 37]. Справді дані рис. 4.3 свідчать, що найменший обсяг коштів на вітчизняному ринку боргових цінних паперів до державного бюджету було залучено у 2015 р. – 9,98 млрд грн, а найбільший у 2014 р. – 67,12 млрд грн (середньозважена доходність становила відповідно 17,0 та 15,2% [358]).

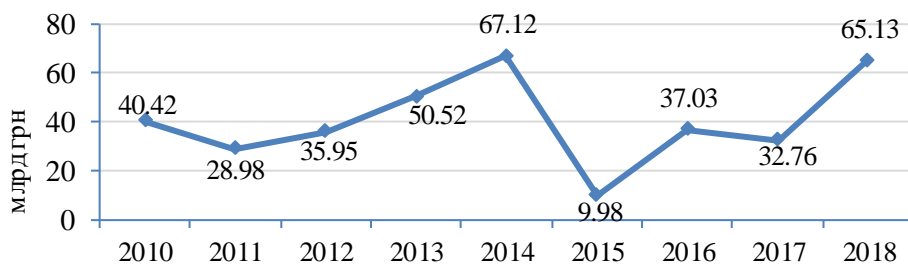


Рис. 4.3. Динаміка обсягів коштів, залучених до державного бюджету за рахунок ОВДП номінованих у гривні у 2010–2018 рр.

Джерело: розраховано та побудовано автором за даними [419].

Ринок ОВДП України характеризують, передусім, кількість і величина випусків та обсяги торгів цими облігаціями на фондовому ринку. Аналіз динаміки випусків державних облігацій станом на 31 грудня кожного року (рис. 4.4) свідчить про наявність чіткої тенденції до зростання допущених до торгів на фондових біржах (перший і другий рівні лістингу), що підтверджено рівнянням тренду, відповідно до якого середнє щорічне зростання показника фактично становить 137 шт. з пришвидшенням 5 шт., водночас позалістингові випуски зменшилися до мінімуму в 2017 р., а у 2018 р. такі взагалі відсутні.

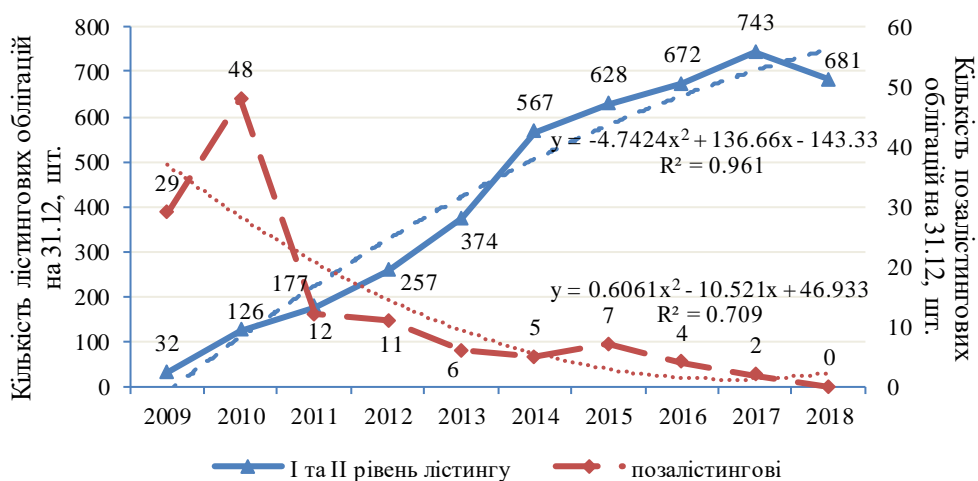


Рис. 4.4. Динаміка випусків ОВДП України у 2009–2018 рр.

Джерело: побудовано автором за даними [419].

Утім, тенденції динаміки обсягів торгів державними облігаціями на фондовому ринку у 2008–2018 рр. (табл. 4.11) не збігаються з зазначеними вище, оскільки до 2012 р. відбувалося стрімке зростання до максимального значення, яке змінилося швидким зменшенням. Наприклад, порівняно з попереднім роком обсяг торгів 2010 р. збільшився у 3,6 раза, 2011 р. – у 2,5, а 2012 р. – в 1,4 раза, проте 2013 р. відбулося зменшення на 40,7 %, 2015 р. – на 58,9, 2017 р. – на 24,6 %, а у 2018 р. – зростання на 58,67 % у порівнянні з 2017 р. Ідентичною (за винятком 2017 р.) є динаміка питомої ваги обсягу торгів державними облігаціями в загальному обсязі торгів на ринку цінних

паперів, а багаторазове її зростання в 2017–2018 рр. зумовлене вилученням з обігу на фондовому ринку депозитних сертифікатів [416, с. 35].

Таблиця 4.11

Динаміка обсягів торгів державними облігаціями України на ринку цінних паперів у 2008–2018 рр.

Рік	Обсяг торгів державними облігаціями на фондовому ринку, млрд грн	Питома вага в обсязі торгів на ринку цінних паперів, %	Обсяг торгів державними облігаціями на біржовому ринку, млрд грн	Питома вага в обсязі торгів державними облігаціями, %	Обсяг торгів державними облігаціями на позабіржовому ринку, млрд грн	Питома вага в обсязі торгів державними облігаціями, %
2008	62,49	7,07	8,55	13,68	53,94	86,32
2009	98,99	9,28	8,18	8,26	90,81	91,74
2010	354,12	22,97	60,86	17,19	293,26	82,81
2011	885,55	39,41	99,12	11,19	756,43	88,81
2012	1 217,06	48,09	178,78	14,69	1 038,28	85,31
2013	721,47	43,02	345,87	47,94	375,60	52,06
2014	689,09	29,51	546,77	79,35	142,32	20,65
2015	283,36	13,04	250,13	88,27	33,23	11,73
2016	339,49	15,96	210,09	61,88	129,4	38,12
2017	256,13	54,64	189,52	73,99	66,61	26,01
2018	406,41	68,82	245,73	60,46	160,68	39,54

Джерело: складено автором за [419].

Важливо також, що відбувалися помітні зрушення і в обсягах та питомій вазі торгів на біржовому й позабіржовому ринках. Обсяг торгів державними облігаціями на біржовому ринку зростав швидкими темпами та досяг максимуму в 2014 р., тоді як на позабіржовому ринку максимальне значення припало на 2012 р., проте вже з наступного року відбувалося різке зменшення – у першому випадку на 54,2 %, а в другому – у 2,8 раза. Питома вага обсягу торгів державними облігаціями на біржовому ринку була незначною до 2012 р., а в наступні три роки зросла до максимуму (88,27 % у 2015 р.) і перебувала на високому рівні, проте частка обсягу торгів на позабіржовому ринку перевищувала 80 % у 2008–2012 рр., потім різко зменшилася (до мінімальних 11,73 % у 2015 р.). У 2018 р., із-за вилучення з обігу на фондовому ринку депозитних сертифікатів, спостерігається збільшення торгів як на біржовому, так і позабіржовому ринках у порівнянні з 2017 р. відповідно на 29,66 % та 141,22 %.

Концентрації торгів, яку характеризує обсяг і питома вага п'яти випусків державних облігацій України, що мають найвищий попит на ринку цінних паперів, властиві певні відмінності на біржовому і позабіржовому ринках. Наприклад, 2015 р. обсяг ТОП 5 випусків на біржовому ринку становив 31 100,6 млн грн, або 12,28 %, а на позабіржовому – 20 536,42 млн грн, або 61,81 %, у 2016 р. – 107 147,36 млн грн, або 51,00 %, і 49 021,88 млн грн, або 37,90 %, у 2017 р. – 49 708,94 млн грн, або 26,23 %, і 27 243,21 млн грн, або 40,91 %. Отже, загалом концентрація торгів на біржовому ринку мала тенденцію до зростання, а на позабіржовому – до зменшення. Доповнити аналіз можна обсягом та питоною вагою п'яти торговців цінними паперами з найбільшим обсягом торгів державними облігаціями України на біржовому та позабіржовому ринках. Наприклад, у 2016 р. на цих п'ять торговців державними облігаціями на біржовому ринку припадало 145 228,22 млн грн, або 69,13 %, а на позабіржовому – 120 634,24 млн грн, або 93,23 %, у 2017 р. – відповідно, 75 334,91 млн грн, або 39,75 %, і 54 434,0 млн грн, або 81,74 %, а у 2018р. – на біржовому ринку – 208624,31 млн. грн або 84,90% і позабіржовому ринку 6549,05 млн. грн або 4,08 %. Як бачимо, концентрація торгів у розрізі торговців значно вища, ніж у розрізі випусків державних облігацій України [419].

Поряд з ринком державних облігацій України важливим сегментом ринку цінних паперів є ринок корпоративних облігацій, стан якого можна оцінити, проаналізувавши показники їхньої емісії та обігу. Для динаміки обсягу та кількості випусків облігацій суб'єктів господарювання, зареєстрованих НКЦПФР у 2007–2018 рр. (рис. 4.5), характерна неодноразова зміна тенденцій, зокрема, у 2007–2010 рр. відбувалося швидке зменшення обох параметрів (у середньому за рік обсягу на 40,2 % і кількості на 46,8 %), у 2010–2012 рр. обсяг випусків зріс у 5,4 раза, а кількість – у 2,2 раза, у 2012–2016 рр. обсяг випусків у середньому за рік зменшувався на 42,8 %, а кількість – на 22,8 %, проте в 2017 р. обсяг випуску зріс на 51,4 % порівняно з попереднім роком, а у 2018 р. – становив 15458,5 млн грн, що на 85,1 % більше 2017 р.

Для оцінювання внутрішньорічних коливань обсягу та кількості випусків корпоративних облігацій скористаємося кварталними (додаток 12) та місячними (додаток 13) індексами сезонності:

$$I_{S_i} = \frac{\sum K_i}{m} \times 100, \quad (4.1)$$

де I_{S_i} – індекс сезонності в i -му кварталі (місяці); K_i – коефіцієнт відношення квартального (місячного) значення до середньквартального (місячного) у відповідному році; m – кількість років.

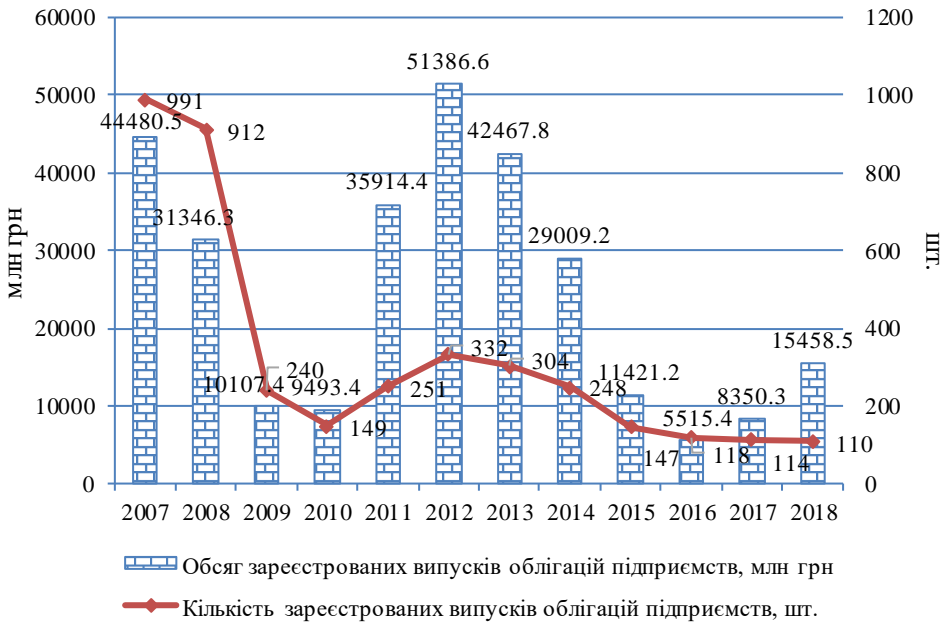


Рис. 4.5. Динаміка випусків корпоративних облігацій у 2007–2018 рр.
Джерело: побудовано автором за даними [419].

Для оцінювання внутрішньорічних коливань обсягу та кількості випусків корпоративних облігацій скористаємося квартальними (додаток 12) та місячними (додаток 13) індексами сезонності:

$$I_{S_i} = \frac{\sum K_i}{m} \times 100, \quad (4.1)$$

де I_{S_i} – індекс сезонності в i -му кварталі (місяці); K_i – коефіцієнт відношення квартального (місячного) значення до середньквартального (місячного) у відповідному році; m – кількість років.

Результати розрахунків свідчать про те, що найнижчий рівень випусків облігацій суб'єктів господарювання припадає на перший квартал, а найвищий – на четвертий (рис. 4.6), у цьому разі інтенсивність сезонних

коливань є досить високою, оскільки різниця між максимальним і мінімальним значеннями індексів в обох випадках фактично перевищує п'ятдесят відсоткових пунктів (в. п.), зокрема, для обсягу випусків вона становить 65,4 в. п., а для кількості випусків – 49,1 в. п.



Рис. 4.6. Квартальна сезонна хвиля зареєстрованих НКЦПФР випусків корпоративних облігацій у 2012–2018 рр.

Джерело: побудовано автором на підставі власних розрахунків за даними [419].

Місячні індекси дають детальнішу картину внутрішньорічних коливань як обсягу, так і кількості випусків. Результати розрахунків місячних індексів сезонності (рис. 4.7) засвідчують, що найбільший обсяг випуску облігацій суб'єктів господарювання припадає на лютий, травень, червень, серпень, вересень і жовтень, а найбільша кількість – на лютий, липень і жовтень. Загалом на початку і наприкінці року закономірності сезонних коливань обсягу і кількості випусків подібні, але в квітні–вересні є суттєві відмінності, проте обом показникам притаманна висока інтенсивність внутрішньорічних коливань, оскільки різниця між максимальним і мінімальним значеннями індексу сезонності для обсягу випуску становить 187,97 в. п., а для кількості випусків – 110,62 в. п.

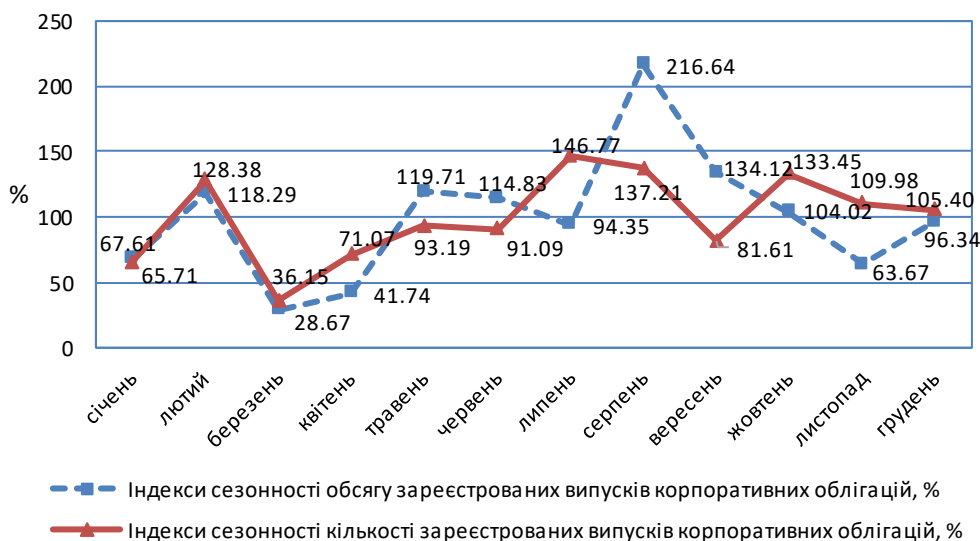


Рис. 4.7. Місячна сезонна хвиля зареєстрованих НКЦПФР випусків корпоративних облігацій у 2014–2018 рр.

Джерело: побудовано автором за даними [11; 419].

Водночас вітчизняному ринку корпоративних облігацій властивий високий рівень концентрації, який характеризують обсягом та питомою вагою п’яти емітентів, що зареєстрували найбільші випуски облігацій. Наприклад, у 2017 р. обсяг випуску облігацій цих п’яти емітентів становив 4 205,31 млн грн, або 50,36% усього їх обсягу, а два найбільші емітенти – ТОВ “Будспецсервіс” і ПАТ “Альфа-Банк” – сконцентрували 26,7% відповідно [416, с. 41]. У 2018 р. п’ять емітентів зареєстрували обсяг випуску облігацій на 8409,6 млн.грн, або 54,4% від усього обсягу даного року. У списку п’яти 2018 р. чотири емітенти нових у порівнянні з 2017 р. крім ПрАТ НЕО ВІТА, хоча цим емітентом зменшено випуск у порівнянні з 2017 р. на 337,29 млн грн.(на 58,34%), він є п’ятим у списку. Два найбільші емітенти – ТОВ “СОЛАР-ФАРМ-1” і ТОВ “Приморська вітроелектростанція” – сконцентрували 36,0% загального обсягу випуску облігацій [417, с. 21]. Зазначимо, що впродовж 2013–2018 рр. обсяг випуску облігацій п’яти найбільших емітентів зменшився в 2,4 раза (з 20160,64 млн грн у 2013 р. до 8409,6 млн грн у 2018 р.), питома вага зростає з 47,47 до 54,4% , а двох найбільших емітентів – з 23,07 до 36,0% [419].

Динаміка обсягу торгів корпоративними облігаціями на ринку цінних паперів у 2008–2018 рр. (додаток 14) дає підстави для виокремлення чотирьох періодів з протилежними тенденціями: 2008–2010 рр. – значне зменшення (у 2,9 раза); 2011–2012 рр. – зростання (в 1,2 раза); 2013–2017 рр. – значне зменшення (у 3,3 раза), у 2018 р. – невелике зростання порівняно з 2017 р. (у 1,1 раза). Однак темпи зміни обсягу торгів облігаціями суб'єктів господарювання на біржовому та позабіржовому ринках переважно мали відмінності. Зокрема, у 2008–2010 рр. на біржовому ринку спостерігається зменшення в 2,5 раза, позабіржовому – в 3 раза; 2011–2012 рр. – зростання на біржовому в 1,2 раза, позабіржовому – в 3 раза; у 2013 р. обсяг торгів на біржовому ринку зріс в 1,8 раза порівняно з 2012 р. і майже утричі порівняно з 2008 р., а на позабіржовому ринку навпаки: у 2013 р. порівняно з 2012 р. – зменшився в 1,9 раза і в 3,7 раза – порівняно з 2008 р., у період 2013–2017 рр. спостерігається зменшення обсягу торгів як на біржовому так і на позабіржовому ринку – відповідно – в 7,8 раза та в 2,2 раза у порівнянні з 2013 р. У 2018 р. – обсяг торгів на біржовому ринку збільшився в 1,7 раза у порівнянні з 2017р., а на позабіржовому – зменшився у 3,67 раза, Зазначені відмінності в динаміці привели до помітних змін у структурі торгів, наприклад, частка біржових торгів зросла з 8,17 % у 2008 р. до 48,05 % у 2013 р., а надалі зменшилася до 30,55 % у 2018 р., відповідно, мінімальна питома вага позабіржових торгів (51,95 %) припала на 2013 р., максимальна (91,83%) – на 2008 р., а у 2018 р. вона становить 69,45 %. Частка обсягу торгів корпоративними облігаціями на фондовому ринку у 2008–2018 рр. коливалася в межах від 2,7 % у 2015 р. до 7,6 % у 2009 р. (за винятком 2008 р. – 23,23 %), а у 2018 р. вона становила 5,69 %.

Концентрація торгів облігаціями п'яти компаній, які мали найбільший попит на біржовому ринку (табл. 4.12), швидко зростала у 2013–2016 рр., в 2017 р. хоча й зменшилася, проте відсоток п'яти найпопулярніших корпоративних облігацій перевищував 50 %, а у 2018 р. різко зменшилася до 2,83 %. Важливо також, що на два найвагоміші обсяги в 2013 р. припадало 8,63 %, в 2016 р. – 48,92 % (це ПАТ “Українська залізниця” – 31,73 % та ПрАТ “Фармацевтична фірма “Дарниця” – 17,19 %), в 2017 р. – 28,37 %, а в 2018 р. – 2,20 %.

Таблиця 4.12

П'ять облігацій суб'єктів господарювання, які мали найбільший попит на біржовому ринку (за обсягом виконаних біржових контрактів) у 2013–2018 рр.

Показник	Рік					
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Обсяг біржових контрактів на організаторах торгівлі, млн грн	7990,00	5805,62	5821,16	6091,94	3208,00	290,64
У відсотках до обсягу торгів корпоративними облігаціями на біржовому ринку	16,82	17,69	43,02	66,43	52,42	2,83

Джерело: складено автором за [419].

Як зазначено вище, обсяг торгів облігаціями суб'єктів господарювання на позабіржовому ринку помітно більший, ніж на біржовому, зокрема, у 2015 р. перевищення було в 3 рази, у 2016 р. – у 5, в 2017 р. – у 3,9 рази, а в 2018 р. – 2,3 рази. Відповідно, обсяг п'яти корпоративних облігацій, які мали найбільший попит на позабіржовому ринку, також вищий, зокрема, 2015 р. – у 1,8 рази, 2016 р. – у 3,1 рази, 2017 р. – у 2,8 рази, а 2018 р. – у 34,4 рази, проте його питома вага в загальному обсязі торгів цими облігаціями на позабіржовому ринку помітно нижча, ніж на біржовому: у 2015 р. – 25,76 %, у 2016 р. – 40,52, у 2017 р. – 38,33 %, а у 2018 р. вона зростає до 42,78 %. Аналогічна ситуація і щодо ТОП 2 облігацій, – відповідно, 13,31; 30,92; 20,7 % і 23,72 % [419].

Водночас, на п'ять торговців цінними паперами з найбільшим обсягом торгів облігаціями суб'єктів господарювання на біржовому ринку, у 2017 р. припадало 2 188,44 млн грн, або 35,76 %, у 2018 р. – 10 076,89 млн грн, або 98,12 %, а на двох найбільших торговців у 2017 р. – 18,98 %, у 2018 р. – 53,42 %. На п'ятьох торговців цінними паперами з найбільшим обсягом торгів корпоративними облігаціями на позабіржовому ринку в 2017 р. припадало 8 061,00 млн грн, або 34,01 %, у 2018 р. – 9280,39 млн грн, або 39,74 %, а на двох відповідно у 2017 р. – 15,72, у 2018 р. – 19,71 %. Отже, концентрація торгів облігаціями суб'єктів господарювання на позабіржовому ринку впродовж останніх років суттєво нижча, ніж на біржовому [416, с. 44–47; 417, с. 22–24].

У контексті проведеного дослідження зазначимо, що загалом особливості функціонування вітчизняного ринку боргових цінних паперів визначені низькими темпами економічного розвитку країни, високими процентними ставками, дефіцитом внутрішніх заощаджень через незадовільний рівень доходів домогосподарств, значним кредитним ризиком, недостатньою кредитною та корпоративною культурами, слабким рівнем захисту прав заощадників-інвесторів і, відповідно, їхньою невисокою довірою. Усе це позначається на структурі ринку, наборі боргових фінансових інструментів, діях регулятора тощо. За результатами виконаного аналізу можна зробити низку узагальнень та висновків, а саме:

- по-перше, боргові цінні папери мають тривалу історію еволюції та набули широкого застосування в практиці суб'єктів господарювання і держави як одине з найефективніших джерел отримання додаткових грошових коштів. Це пов'язано з наявністю низки переваг таких інструментів порівняно з іншими формами залучення грошового капіталу, наприклад, кредитом (більша гнучкість, надійність, мобільність, диверсифікація, ринковий характер та ін.);
- по-друге, з-поміж численного спектра боргових цінних паперів в Україні найбільшого поширення набули корпоративні та державні облігації, а також векселі. Незважаючи на позитивні тенденції в розвитку ринку боргових цінних паперів, загалом на фондовому ринку країни простежується погіршення його стану (за інтегральним показником розвитку кожного сектора фондового ринку, запропонованим О. Ярошевською [549, с. 25–26]);
- по-третє, концентрація великих пакетів ОВДП у портфелі НБУ дає йому змогу надавати вагому підтримку державним банкам та установам, окремим місцевим органам державного управління, а також фінансувати одержавлення окремих банків. Водночас його участь, а також участь інших державних банків у купівлі ОВДП не сприяє формуванню ринкових показників їхньої дохідності, адже її рівень визначають фактично на основі домовленостей між урядом та державними банками. Приватні ж банки купують ОВДП, зважаючи на можливість рефінансування з боку центрального банку під їхню заставу [243, с. 33; 247, с. 51]. Крім того, у разі потреби в реструктуризації заборгованості

уряду за цими цінними паперами володіння ними НБУ та іншими державними банками спрощує це завдання.

Загалом наголосимо, що тенденції розвитку вітчизняного ринку боргових фінансових інструментів корелюють із ситуацією і тими закономірностями, які склались у світі. Наприклад, переважна більшість закордонних ринків боргових інструментів, як і в Україні, є позабіржовими [137, с. 110]. Якщо для державних боргових цінних паперів це не створює великих ризиків, то для корпоративних облігацій така ситуація більш загрозлива, оскільки знижує їхню ліквідність. Ще однією тенденцією на міжнародному ринку є зниження рівня процентних ставок і гіперактивність емітентів на первинному ринку, що суттєво збільшило кількість боргових фінансових інструментів та посилило фрагментацію ринку [726, с. 38]. Відтак можна стверджувати, що міжнародні ринки боргових цінних паперів перебувають у стадії докорінної трансформації під впливом цифровізації суспільства, процесів глобалізації та новітніх викликів і загроз, які, безумовно, змінюють ключові елементи національних фінансових просторів [205, с. 175].

На наш погляд, для пришвидшення інтеграції вітчизняного ринку боргових цінних паперів у європейський фінансовий простір та посилення його ролі у забезпеченні економічного зростання країни необхідним є таке:

1) зважений підхід до використання урядом ОВДП для мінімізації макроекономічного ефекту “витіснення приватних інвестицій” (сукупна частка вкладень банків у державні цінні папери (вимоги до центральних органів державного управління по цінних паперах, крім акцій (залишки коштів на кінець періоду)) у 2018 р. становила 21,37 % їхніх активів, тоді як у 2011 р. – 4,95 % [100]); збільшення частки довготермінових облігацій завдяки випуску цінних паперів з плаваючою ставкою (наприклад, ставкою, прив’язаною до *LIBOR*), які будуть привабливішими для заощадника; розроблення комплексу заходів щодо підвищення довіри до держави як до позичальника і зростання її суверенного кредитного рейтингу [243, с. 36–37]. Доцільне також обмеження на законодавчому рівні участі центрального та державних банків у придбанні ОВДП, оскільки це зменшує можливості НБУ в забезпеченні цінової стабільності та державних банків у стимулюванні розвитку реального сектора. Водночас уряду потрібно заохочувати

вкладення в боргові цінні папери держави з боку юридичних і фізичних осіб, акцентуючи увагу на нерезидентах;

2) спрощення процедури участі в торгах не лише для нерезидентів (з 24 листопада 2018 р. набув чинності Закон України “Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо сприяння залученню іноземних інвестицій” [372], який запроваджує інститут “номінального утримувача (власника)”, що суттєво знизить для іноземних суб’єктів витрати і ризики інвестування у вітчизняні цінні папери; з першого кварталу 2019 р. відкрито доступ для іноземних інвесторів до ОВДП через міжнародний розрахунковий депозитарій *Clearstream* [477]), а й для резидентів. Для цього доцільно розробити та впровадити механізми доступу клієнтів вітчизняних фінансових посередників, передусім банків, до онлайн-торгівлі цінними паперами. Це підвищить привабливість і ліквідність ринку державних цінних паперів України, збільшить кількість джерел довготермінового фінансування, зменшить вартість боргових коштів і поліпшить валютну структуру державного боргу завдяки зростанню попиту на ОВДП, номіновані в гривні, а також забезпечить надходження іноземного капіталу у вітчизняну економіку, збільшить її фінансову стабільність та пришвидшить інтеграцію у світове фінансове середовище. Останньому також сприятиме те, що НКЦПФР розпочала надавати дозволи на торгівлю іноземними цінними паперами в Україні;

3) вжиття заходів для зменшення фінансових ризиків, а також витрат на погашення й обслуговування державних боргових цінних паперів (цьому сприятиме зниження дефіциту державного бюджету, запровадження середньотермінового бюджетування, удосконалення на основі закордонного досвіду аудиту ефективності державних фінансів [15, с. 236–262], посилення боротьби з корупцією та розкраданням державних коштів тощо), що стане основою зниження дохідності державних облігацій як на внутрішньому, так і на міжнародному фінансовому ринку [231, с. 191];

4) посилення відкритості й прозорості операцій на ринку. Наприклад, Міністерство фінансів відкрило у 2018 р. окрему сторінку в інформаційній системі *Bloomberg* [477], де наведена інформація про випуски державних цінних паперів, анонси аукціонів з розміщення, список первинних дилерів та інша корисна інформація;

5) створення механізмів надійного захисту прав кредиторів, інвесторів та споживачів фінансових послуг на ринку [411, с. 426];

б) модернізація технологічної складової операцій з цінними паперами тощо.

Сьогодні для України дуже важливо залучити грошові кошти з-за кордону, і значна частина з них може прийти через фінансові інвестиції нерезидентів. Тому на вітчизняному ринку повинні діяти прозорі та зрозумілі правила для великих іноземних приватних фондів; щоб цього досягти, необхідна участь усіх суб'єктів фінансового ринку (стейкхолдерів), а не тільки зусилля державних структур. Важливим також є узагальнення позитивного досвіду імплементації правових механізмів регулювання ринку цінних паперів й інших сегментів фінансового ринку в країнах ЄС та сприяння їхньому утвердженню в Україні. Реалізація запропонованих стратегічних напрямів підвищення ефективності використання цінних паперів сприятиме поліпшенню функціонування вітчизняного фондового і загалом фінансового ринку, зміцненню його інвестиційного потенціалу і, як підсумок, соціально-економічному розвитку країни.

На наш погляд, національна економіка України має як ресурсні й технологічні, так і інтелектуальні основи для того, щоб зміцнити свої позиції серед країн світу, а в розвитку інституційних основ фінансового сектора країни доречно керуватися фундаментальними європейськими засадами його регулювання та досвідом розвинених країн, де одночасно відбувається зростання обсягів виробництва та організованих заощаджень економічних суб'єктів і позитивні соціальні зміни.

4.2. Залучення грошового капіталу на ринку пайових цінних паперів

У сучасному економічному житті процес глобалізації найдинамічніше відбувається у фінансовій сфері, а найбільшу залежність від світової кон'юнктури відчувають власне національні фінансові ринки та їхні сегменти, передусім фондовий ринок, рівень розвитку яких є одним з основних чинників соціально-економічного поступу держави загалом.

Фондовий ринок сьогодні – це важливе джерело залучення національних й іноземних тимчасово вільних коштів для корпорацій та урядів у світовій економіці, яке формує міжнародні потоки фінансового капіталу.

Кількісні та якісні параметри вітчизняної економіки також визначені процесом глобалізації, що охопив усі сфери суспільного життя, у тому числі фінансово-господарську діяльність економічних суб'єктів. Відтак інноваційний розвиток економіки України та подолання наслідків фінансово-економічної кризи має ґрунтуватися на досвіді інших країн і відповідати світовим тенденціям. Це передусім потребує створення сприятливого макроекономічного середовища для вітчизняних і закордонних інвесторів (власників тимчасово вільних коштів), модернізації національного фондового ринку, головним завданням якого є підвищення міжнародної конкурентоспроможності українських цінних паперів. Водночас ефективність функціонування фондового ринку залежить передусім від рівня розвитку фінансової інфраструктури та наявності сучасного нормативно-правового забезпечення, що створює належні умови для випуску й подальшого обігу цінних паперів за умов лібералізації міжнародного переміщення капіталу.

Однією з важливих умов підвищення ефективності функціонування вітчизняної економічної системи є розвиток механізму акумулювання й розміщення заощаджень у національній економіці за допомогою фондового ринку [237, с. 149]. Наприклад, цей ринок має декілька сегментів, одним з яких є ринок пайових цінних паперів, передусім акцій. Зазначимо, що ефективне функціонування фондового ринку та його сегментів є не лише обов'язковою передумовою сталого розвитку фінансового ринку, а й чинником, який забезпечує зростання реального сектора економіки. Стабільний ринок цінних паперів є також одним із чинників, що визначає інвестиційне середовище країни, сприяє залученню іноземного й вітчизняного тимчасово вільного грошового капіталу в економічний обіг. Це може відбуватися у вигляді купівлі–продажу грошей за допомогою двох груп цінних паперів, які, відповідно, формують два ключові сегменти фінансового ринку [40, с. 29]: 1) ринок боргових цінних паперів (облігацій, казначейських зобов'язань, тратт тощо), де гроші (вітчизняні чи іноземні) передають на певний час за відповідну плату; 2) ринок пайових цінних паперів (акцій), де гроші передають назавжди, але також за відповідну плату.

В Україні чинне законодавство [387] визначає пайові цінні папери як такі, що засвідчують участь їхнього власника (інвестора) у статутному капіталі та/або активах емітента (у тому числі активах, які перебувають в управлінні емітента) і надають власнику зазначених цінних паперів (інвестору) право на отримання частини прибутку (доходу), зокрема у вигляді дивідендів, та інші права, передбачені законодавством, а також проспектом цінних паперів або рішенням про емісію цінних паперів. До пайових цінних паперів належать: а) акції; б) інвестиційні сертифікати; в) сертифікати фондів операцій з нерухомістю; г) акції корпоративного інвестиційного фонду. Зазначимо, що роль і значення кожного з цих видів цінних паперів на вітчизняному фондовому ринку є різними. З-поміж них НКЦПФР України, наводячи структуру вітчизняного фондового ринку, окремо виділяє з 2018 р. [419, с. 30] лише дві групи пайових фінансових інструментів – акції та цінні папери ІСІ, до цієї категорії зачислено інвестиційні сертифікати пайових інвестиційних фондів (ПІФ) та акції корпоративних інвестиційних фондів (КІФ) (табл. 4.13). Причому ринок акцій упродовж кількох останніх років є другим за розміром сегментом усього вітчизняного ринку цінних паперів.

Власне ринок цінних паперів може забезпечити стабільне економічне зростання в Україні за обмеженого використання (доступності) традиційних джерел фінансування розвитку компаній (корпоративний прибуток, амортизаційні відрахування, банківські й товарні кредити, різні види поточної кредиторської заборгованості практично вичерпали себе або ж недоступні через різні об'єктивні причини [484, с. 101]). Тому для суб'єктів господарювання постає завдання пошуку додаткових джерел фінансування, які наразі незадіяні, оскільки нема достатніх правових або економічних передумов щодо їхнього залучення в реальний сектор вітчизняної економіки. Перспективними джерелами, на наш погляд, є неорганізовані заощадження домогосподарств та їхні доходи, а також тимчасово вільні кошти суб'єктів господарювання. Одним зі способів залучення цих додаткових коштів є формування ефективного ринку цінних паперів і його інтеграція до міжнародного фондового ринку, що забезпечить залучення вітчизняних та іноземних економічних суб'єктів до фінансування інвестиційно-інноваційних проектів у національній економіці [232, с. 76].

Таблиця 4.13

**Частка пайових фінансових інструментів в обсязі торгів
на ринку цінних паперів за 2006–2018 р., %**

Рік	Фінансові інструменти		
	Акції	Інвестиційні сертифікати ПФ	Акції КІФ
2006	45,79	2,89	0,61
2007	37,59	5,36	0,65
2008	39,94	4,97	0,37
2009	44,11	7,15	0,09
2010	36,67	6,91	0,08
2011	29,79	4,78	0,11
2012	23,46	5,37	0,34
2013	10,20	29,61	1,01
2014	17,87	10,24	0,56
2015	21,30	4,70	0,12
2016	22,68	3,30	0,15
2017	27,01	8,17	0,01
2018	15,00	5,90	...

Джерело: складено автором на основі [11; 419].

З розвитком інформаційних технологій дедалі більше заощадників віддають перевагу розміщенню коштів на фондових ринках, які, незважаючи на періодичні коливання, останніми роками мають тенденцію до зростання. Однак далеко не кожен економічний суб'єкт України робить вкладення в цінні папери (акції, облігації тощо), що можна пояснити такими причинами: недостатньою поінформованістю та/або рівнем знань потенційного споживача послуг, низькою фінансовою культурою частини емітентів, наявністю негативних явищ як на самому ринку, так і в економіці країни загалом, недовірою до фінансових інститутів і держави як гаранта належного функціонування фондового ринку [261, с. 48]. Попри зазначене цей ринок може посісти важливе місце серед інших сегментів вітчизняного фінансового ринку, оскільки, наприклад, частка акцій у фінансуванні капітальних інвестицій (табл. 4.14) змінювалася від мінімальних 3,8 % у 2018 р. до максимальних 72,4 % у 2017 р.

Таблиця 4.14

**Інвестиції, емісія акцій та корпоративних облигацій
в Україні за 2002–2018 рр.***

Рік	Усе фінансування інвестицій, млрд грн**	Емісія акцій, млрд грн	Випуск корпоративних облигацій, млрд грн	Обсяг емісії акцій до обсягу всього фінансування інвестицій, %	Обсяг випуску облигацій до обсягу всього фінансування інвестицій, %	Випуск облигацій до емісії акцій, %
2002	37,178	12,8	4,3	34,4	11,6	33,6
2003	51,011	18,02	4,2	35,3	8,2	23,3
2004	75,714	28,34	4,1	37,4	5,4	14,5
2005	93,096	24,81	12,75	26,6	13,7	51,4
2006	125,254	43,54	22,07	34,8	17,6	50,7
2007	188,486	50,0	44,48	26,5	23,6	89,0
2008	233,081	46,14	31,35	19,8	13,5	67,9
2009	151,777	101,07	10,11	66,6	6,7	10,0
2010	180,576	40,59	9,49	22,5	5,3	23,4
2011	241,286	58,16	35,91	24,1	14,9	61,7
2012	273,256	15,84	51,39	5,8	18,8	324,4
2013	249,873	64,23	42,47	25,7	17,0	66,1
2014	219,420	144,35	20,01	65,8	9,1	13,9
2015	273,116	122,30	11,42	44,8	4,2	9,3
2016	359,216	199,36	5,52	55,5	1,5	2,8
2017	448,462	324,84	8,35	72,4	1,9	2,6
2018	578,726	22,28	15,46	3,8	2,7	69,4

* Дані наведено без урахування тимчасово окупованої території Автономної Республіки Крим, м. Севастополь та за 2014–2018 рр. без частини тимчасово окупованих територій у Донецькій та Луганській областях.

** Інвестиції в основний капітал (2002–2009), Капітальні інвестиції (2010–2018).

Джерело: запозичено з [304, с. 102] та складено автором на основі [146; 161; 419].

Важливо звернути увагу на те, що вперше усі громадяни України стали власниками акцій у 1990-ті роки під час приватизації державних підприємств, яка переважно відбувалася шляхом емісії пайових цінних паперів [58; 185, с. 29]. Цей процес супроводжувався в економіці країни формуванням приватного сектора і ринкових інституцій та механізмів, а також лібералізацією й налагодженням зовнішньоекономічних зв'язків з нерезидентами. Станом на 2017 р. в Україні було приватизовано 132 050 державних підприємств, із них: 55,8% – за рахунок приватизаційних майнових сертифікатів, 15,2% – через продаж майна на аукціоні, 14,9% – здавання в оренду з подальшим викупом, 8,3% – розміщення акцій, 5,7% –

на конкурсних засадах. Крім того, директори цих підприємств сконцентрували у своїй власності понад 65% їхніх активів, а близько 600 довірчих та інвестиційних фондів (ліцензованих Фондом державного майна України) зуміли об'єднати до 40% усіх випущених приватизаційних сертифікатів [36]. У 2017 р. надходження від продажу державного майна та інші надходження, які безпосередньо пов'язані з процесом приватизації, становили 3,376 млрд грн, а в 2018 р. надійшло лише 275,45 млн грн, оскільки приватизація майже всіх великих державних компаній була перенесена на 2019 рік [69; 132]. Усе зазначене суттєво вплинуло на розвиток вітчизняного ринку акцій та національні особливості його функціонування.

Фактично створення ринку цінних паперів в Україні розпочалося у 1991 р. після ухвалення Закону “Про цінні папери та фондову біржу” та утворення Української фондової біржі (УФБ). Загалом формування вітчизняного фондового ринку відбувалося без необхідної практики та досвіду, тому цей ринок має елементи і європейської, і американської моделей. Таку особливість пояснюють тим, що в Україні у певні періоди розбудови ринку орієнтувались на різні моделі фондових ринків. Фахівці НБУ [340] виділяють два основні етапи формування вітчизняного ринку цінних паперів. Для першого характерна політика державного “невтручання”, відсутність упродовж тривалого часу єдиної концепції його формування. У той час ринок акцій фактично розвивався самостійно, оскільки механізми приватизації в Україні не передбачали обов'язковості його використання, тому він не отримав з боку держави достатніх стимулів для початкового розвитку. Розвиток ринку стримувала також макроекономічна нестабільність, зокрема, високий рівень інфляції. До 1995 р. окремі функції з регулювання ринку виконували численні державні установи, а єдиного органу з координації державної політики не було.

Одна з головних причин стримування розвитку ринку на цьому етапі – майже не було правового поля, законодавчого регламентування поведінки учасників ринку, передусім захисту їхніх прав. Через низький рівень розвиненості правової бази учасники ринку самостійно створювали інститути і механізми для торгівлі цінними паперами. Тому в Україні сформувався дезінтегрований ринок, на якому не було стандартних правил укладання контрактів і стандартів щодо обсягів та періодичності розкриття інформації,

формування звітності. Учасники ринку отримували надзвичайно обмежену інформацію, виконання угод з цінними паперами відбувалось на неорганізованому сегменті ринку або на ринках, не призначених для цих операцій, зокрема на товарних біржах (на 1995 р. 14 товарних бірж відкрили фондові відділи і виконували операції з цінними паперами). Станом на 01.01.1996 р. Міністерство фінансів України видало 851 дозвіл на провадження посередницької діяльності з випуску та обігу цінних паперів, у тому числі 121 дозвіл комерційним банкам [290, с. 44].

Другому етапу розвитку фондового ринку України притаманна активніша і конструктивніша участь держави, спрямована на розвиток ринку та його інфраструктури, формування правового забезпечення і системи регулювання. Зокрема, було створено єдиний спеціальний орган державного регулювання ринку – Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку, Національній депозитарій України, а також ухвалено Закон України “Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні” й низку інших законодавчих та нормативних актів.

І. Рекуненко [406] виділяє такі етапи розвитку фондового ринку: 1) становлення – 1991–1994 рр., 2) масової приватизації – 1995–1999 рр., 3) удосконалення та часткове впровадження міжнародних стандартів – 2000–перше півріччя 2008 р., 4) фінансової кризи – друге півріччя 2008–2009 р., 5) модернізації – з 2010 р. В Україні на етапі модернізації проведено низку реформ для підвищення захисту прав інвесторів і формування конкурентоспроможного національного фондового ринку на засадах поступового зменшення його спекулятивної складової з одночасним зростанням інвестиційно спрямованого сегмента в умовах фінансової глобалізації. Виокремлення основних етапів розвитку вітчизняного фондового ринку зустрічається й у працях інших дослідників, наприклад у В. Плиси та Н. Благої [357, с. 23–26].

У процесі розгляду еволюції ринку акцій України вітчизняні науковці констатували низку суперечностей його функціонування і виокремили серед наявних традиційних (природних) ризиків, на які наражаються учасники фондових ринків по всьому світу, індивідуальні суто українські проблеми, які перешкоджають подальшому розвитку цього ринку в державі, а саме:

- неузгодженість і те, що нема єдиних підходів до регулювання діяльності організаторів торгівлі [170, с. 110];
- комунікаційні, операційні, правові ризики, а також ризики розрахункової та клірингової систем, неліквідності ринку, ціновий та інформаційний ризик [525, с. 74].
- низький інформаційний супровід лістингового процесу – завищення кількості цінних паперів у реєстрах і списках через ігнорування крос-лістингу та крос-допуску; недостатня деталізація відповідних даних у звітах НКЦПФР; вітчизняні фондові біржі розраховують власну капіталізацію, розширюючи розрахункову базу допущеними до торгів (позалістинговими) компаніями [465, с. 100 та с. 102];
- відсутність цивілізованих правил валютнообмінних операцій на фондовому ринку, що не дає змоги забезпечити оперативний і швидкий обмін інвестором будь-якої вільноконвертованої валюти у національну грошову одиницю для торгів на біржі [402, с. 76];
- нерозвиненість і закритість для іноземного капіталу через українське законодавство та незацікавленість потужних олігархічно-кланових корпоративних структур у прозорому й конкурентному розвитку. Канал залучення інвестицій на конкурентних, прозорих засадах ефективного фондового ринку не діє і, по суті, заблокований зацікавленими вітчизняними корпораціями-монополістами, що через лобіювання у Верховній Раді України та у виконавчій гілці влади сформували фінансове, інвестиційне й валютне законодавство під свої інтереси і потреби. Відповідно, рівень верховенства права не відповідає стандартам країн ЄС [402, с. 77];
- невідповідність вітчизняного законодавства законодавству Європейського Союзу, зокрема, у сфері фінансових послуг, корпоративного управління та діяльності компаній, а також у частині регулювання професійної діяльності на ринку, емісії цінних паперів і розкриття інформації тощо. Крім того, у вітчизняному законодавстві нема концепції остаточності розрахунків та ліквідаційного нетингу, які є загальноприйнятими в розвинених економіках [170, с. 110]. Зазначимо, що Угодою про асоціацію між Україною та Європейським Союзом

передбачено необхідність приведення чинного законодавства України у відповідність із законодавством ЄС⁵⁷;

- необхідність запровадження нової ІТ-платформи щодо торгівлі акціями й облигаціями, яка апробована в європейському співтоваристві, – *T2S (TARGET2-Securities)* [5, с. 6];
- недосконалість правового забезпечення обігу цінних паперів і низький рівень захищеності прав інвесторів, неготовність вітчизняних компаній надавати повну інформацію про свою діяльність, ризики недружнього поглинання, корупційний тиск, політична нестабільність і воєнний конфлікт в Україні [139, с. 16] та ін.

Як бачимо, суперечності та проблеми формування й розвитку цього ринку активно обговорюють в економічній літературі, оскільки вони важливі не лише з теоретичного, а й з практичного погляду. Їхній аналіз та оцінка функціонування ринку дасть змогу розробити рекомендації для підвищення ролі ринку акцій як інструменту залучення інвестиційних ресурсів. Отже, вітчизняний ринок акцій у процесі еволюції стикався з безліччю проблем, які обмежували його можливості позитивно впливати на національну економіку. Для з'ясування рівня їхнього вирішення й виявлення сучасних тенденцій і поточних проблем розвитку ринку акцій проаналізуємо динаміку його кількісних та якісних показників. Спершу розглянемо загальну динаміку та структуру емісії й торгівлі цінними паперами на вітчизняному ринку.

⁵⁷ Упровадженню підлягають такі правові акти: Директива ЄС 2003/71/ЄС від 04.11.2003 стосовно публікації проспектів під час пропонування цінних паперів на продаж або прийняття для торгівлі; Регламент Комісії ЄС № 809/2004 від 29.04.2004 про запровадження Директиви Європейського парламенту та Ради 2003/71/ЄС стосовно інформації, яка міститься в проспектах, включення інформації з використанням посилань, публікація проспектів та поширення повідомлень рекламного характеру; Директива ЄС 2004/109/ЄС від 15.12.2004 щодо гармонізації вимог до прозорості інформації про емітентів, чий цінні папери прийнято для торгівлі на регульованому ринку; Директива ЄС 2007/14/ЄС від 08.03.2007, яка визначає детальні правила для імплементації окремих положень Директиви 2004/109/ЄС щодо гармонізації вимог до прозорості стосовно інформації про емітентів, чий цінні папери прийнято для торгівлі на регульованому ринку; Директива ЄС 2014/65/ЄС від 15.05.2014 про ринки фінансових інструментів (*MiFID II*); Регламент Європейського парламенту та Ради № 600/2014 від 15.05.2014 про ринки фінансових інструментів (*MiFIR*); Регламент Європейського парламенту та Ради № 648/2012 від 04.07.2014 про позабіржові похідні інструменти, центральних контрагентів і торгіві репозитарії (*EMIR*).

Виконаний на підставі даних рис. 4.8 аналіз річних обсягів випуску акцій суб'єктами господарювання за 2008–2018 рр. свідчить про наявність значних коливань, структурних зрушень і зміну тенденцій. Наприклад, у 2009 р. значення цього показника порівняно з попереднім роком зросло більше ніж удвічі, проте у 2012 р. вже зафіксовано його мінімальний річний рівень (15,84 млрд грн) і зменшення на 72,8 % порівняно з попереднім роком. Упродовж наступних років відбувалося стрімке нарощування обсягів до максимуму в 2017 р. (324,84 млрд грн), у цьому разі річний темп приросту становив 62,9 %. Це призвело до того, що частка акцій у загальному обсязі випуску цінних паперів 2017 р. збільшилася до 91,8 %, а частка корпоративних облігацій зменшилась до 2,36 % [416, с. 25]. Однак у 2018 р. відбулося різке зменшення емісії акцій суб'єктами господарювання – зареєстровано 93 випуски акцій на суму 22,28 млрд грн, що становило 36,92 % річного обсягу випуску цінних паперів, а їхній обсяг порівняно з 2017 р. зменшився на 93,14 %.

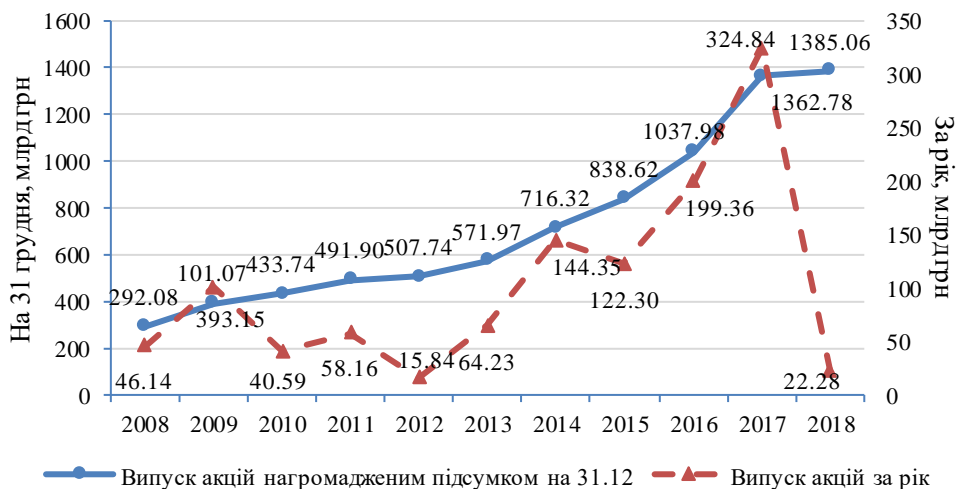


Рис. 4.8. Динаміка залучення коштів суб'єктами господарювання на фінансовому ринку за допомогою випуску акцій у 2008–2018 рр.

Джерело: побудовано автором на основі [419].

Зазначимо, що показник випуску акцій нагромадженням підсумком (див. рис. 4.7) має меншу мінливість і для його динаміки характерна зміна

темтів від мінімального у 2012 р. (+3,2 %) до максимальних у 2009 р. (+34,6 %) і 2017 р (+31,3 %). Упродовж досліджуваного періоду зростання обсягів випуску акцій було спричинене переважно збільшенням статутних капіталів банків для виконання нормативів НБУ. Також це можна пояснити намаганням суб'єктів господарювання отримати необхідні ресурси для забезпечення безперервної фінансово-господарської діяльності за звуження доступу до інших джерел фінансування.

Утім в Україні питома вага річних обсягів випусків акцій у загальному обсязі випусків цінних паперів (додаток 15, табл. 15.1) також значно коливалася – від 14,7 % у 2012 р. до 91,8 % у 2017 р., у 2009–2012 рр. вона постійно зменшувалася, а з 2013 р. по 2017 р. – зростала. Крім того, у грошовому вираженні випуски акцій мають тенденцію до зростання – за 2013–2017 рр. цей показник збільшився майже в десять разів. Проте розподіл обсягу і кількості зареєстрованих Комісією випусків акцій по кварталах засвідчує наявність значних коливань у межах року (див. додаток 15, табл. 15.2). Максимальний відсоток обсягів випусків акцій у 2013–2016 рр. припадав на четвертий квартал, у 2017 р. – на третій, а у 2018 р. – на другий. Щорічна кількість випусків акцій розподілена по кварталах порівняно рівномірно, оскільки максимальна квартальна питома вага становить 35,9 %, а мінімальна – 15,6 %, тоді як розподіл їхніх часток щодо обсягів випусків у грошовому вираженні – відповідно, 92,8 і 1,1 %. Розрахунок за формулою (4.1) індексів сезонності обсягу та кількості випусків акцій в Україні у 2013–2018 рр. (див. додаток 15, табл. 15.3 та табл. 15.4) підтверджує наявність значних квартальних коливань обсягу (максимальна розбіжність індексу становить 147,35 відсоткового пункту) та незначних – кількості (максимальна розбіжність індексу становить 38,93 відсоткового пункту).

Зазначимо, що в країні для випуску акцій характерний дуже високий рівень концентрації, оскільки на п'ять найбільших емітентів припадає значний його відсоток, зокрема, у 2013 р. обсяг їхньої емісії становив 35,8 млрд грн, або 55,8 % загального випуску цінних паперів, а в 2017 р. – 301,1 млрд грн і 92,7 %. Отже, за цей період сформувалася тенденція до зростання як обсягів, так і питомої ваги випуску акцій найбільшими емітентами, водночас кожного року є один найвагоміший емітент, який значно

переважає інших, наприклад, у 2017 р. це ПАТ Українська залізниця, на яке припало 70,77 % випуску акцій [416, с. 27].

У структурі торгів на ринку цінних паперів на ринок акцій за підсумками 2018 р. припало 13,48 % сукупного обсягу торгів (рис. 4.9). Зазначимо, що динаміка питомої ваги торгів акціями не повністю відповідає динаміці обсягів торгів ними, оскільки вона зменшувалася з 2009 р. (тоді як обсяг зростав) до мінімального значення у 2013 р., а в наступних роках зростала разом з обсягом і в 2017 р. продовжувала зростати (хоча обсяг зменшився майже у чотири рази), а у 2018 р. зменшилися як обсяги торгів, так і їхня частка.

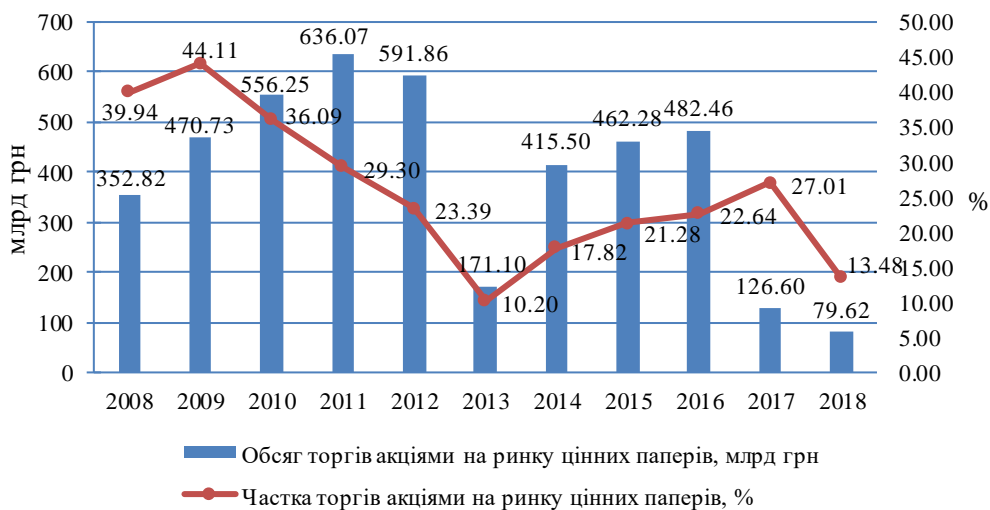


Рис. 4.9. Динаміка обсягів та питомої ваги торгів акціями на ринку цінних паперів у 2008–2018 рр.

Джерело: побудовано автором на основі [419].

Отже, динаміка обсягів торгів акціями на вітчизняному ринку цінних паперів упродовж 2008–2018 рр., як свідчать наведені вище дані, має хвилюватий характер, оскільки по 2011 р. відбувалося досить швидке зростання до максимального рівня (в 1,8 раза порівняно з 2008 р.), яке змінилося різким зменшенням у 2013 р. (на 73,1 % порівняно з 2011 р.). Надалі до 2016 р. обсяг торгів зростав (у 2,8 раза порівняно з 2013 р.), однак 2018 р. суттєво зменшився (на 83,5 % порівняно з 2016 р.) і становив 79,62 млрд грн.

Це зумовлено низкою заходів НКЦПФР із продовженням роботи щодо очищення ринку та підвищення його прозорості в Україні.

Зазначимо також, що на біржовому ринку за підсумками 2018 р. (рис. 4.10) обсяг торгів акціями зменшився у 4,3 раза порівняно з 2017 р. та становив 1,18 млрд грн, що привело до зменшення його частки у 2,7 раза в загальному обсязі торгівлі акціями на ринку цінних паперів. Питома вага біржового ринку залишилась низькою і становила 1,48 %; максимального значення за 2008–2018 рр. вона досягла 2013 р. – 26,25 %, а мінімального – 2016 р. – 0,43 %.

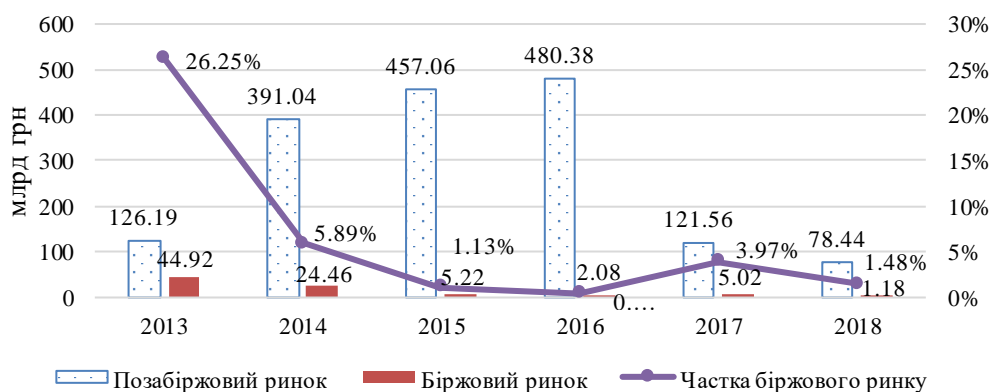


Рис. 4.10. Обсяг торгів акціями на організованому і неорганізованому ринку та частка біржового ринку в загальному обсязі торгів акціями на фондовому ринку України у 2013–2018 рр., млрд грн

Джерело: побудовано автором на основі [419].

Така ситуація зумовлена запровадженням нових посиленних вимог (абзац перший пункту 3 розділу IV Положення про функціонування фондових бірж [364]) для внесення та перебування цінних паперів у біржовому реєстрі, а також у зв'язку зі змінами до Закону України “Про акціонерні товариства”, які з 2018 р. передбачають обов'язкове перебування в біржових реєстрах акцій усіх публічних акціонерних товариств. Саме ж посилення вимог спрямоване на очищення ринку від компаній з ознаками фіктивності (загальний обсяг біржових операцій з акціями недобросовісних емітентів у 2014 р. становив 8 421,43 млн грн, або 34,4 % від загального обсягу біржової торгівлі акціями, що дає підстави стверджувати про вагому частку операцій

“неринкового” характеру [466, с. 233]) та виконання державою зобов’язань за Угодою про асоціацію з ЄС. Зазначимо, що така низька частка торгівлі акціями на організованому ринку та капіталізація лістингових компаній до ВВП в Україні є неприйнятною в умовах фінансової глобалізації та інтеграції у європейський і загалом світовий фінансовий простір.

На підставі аналізу фондового ринку України фахівці [466, с. 237] стверджують, що підвищення лістингових вимог є надмірним і мала кількість вітчизняних лістингових компаній – власне підтвердження неоптимальності таких критеріїв. Справді, з 2014 р. простежується тенденція до зменшення кількості випусків акцій, які допущено до торгів на вітчизняному біржовому ринку (рис. 4.11). Наприклад, упродовж 2017 р. у біржовому реєстрі за першим рівнем лістингу акцій не було, за другим рівнем лістингу перебували акції 12 компаній і поза лістингом – акції 965 корпорацій [416, с. 28], а у 2018 р. лише акції 4 емітентів перебували в лістингу і 372 – поза ним [417, с. 15]. У підсумку частка позалістингових акцій на вітчизняному біржовому ринку зростає до 98,94 %.

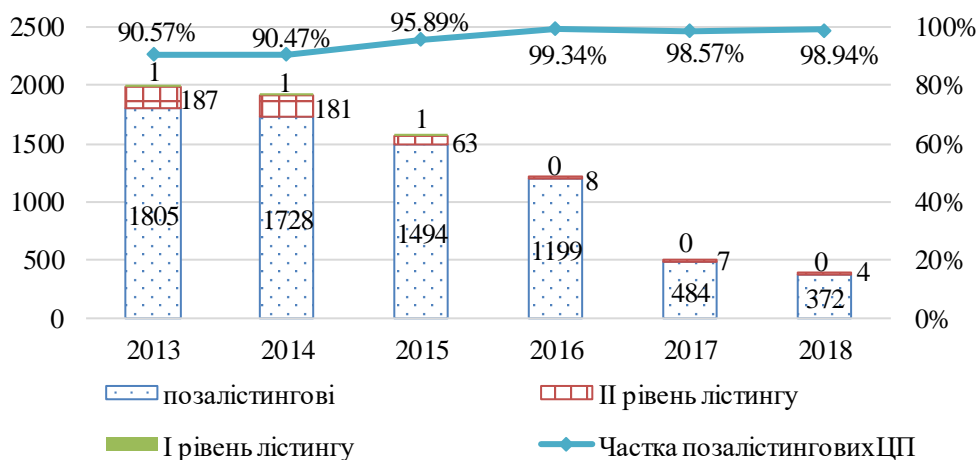


Рис. 4.11. Кількість випусків акцій, які допущено до торгів на фондових біржах на кінець року, шт.

Джерело: побудовано автором на основі [419].

Звичайно, основна мета лістингу полягає в “забезпеченні достатньої інформації для інвесторів” (п. 21 вступних положень Директиви 2001/34/ЄС),

що є провідним елементом захисту донорів коштів на фондовому ринку та позитивно впливає на зростання їхньої довіри до ринку. Водночас, незважаючи на уніфікацію лістингових вимог за умов глобалізації, у країнах світу все ще зберігається національна специфіка лістингового процесу, яка враховує потреби економічних систем та адекватно відображає умови функціонування бізнесу. Крім того, співробітники *McKinsey Global Institute* [834] зазначали про необхідність створення в країнах, що розвиваються, умов для вкорінення “культури інвестування в акціонерний капітал”, що неможливо в разі незначної кількості лістингових акцій. Тому в Україні світові стандарти щодо лістингу мають бути лише орієнтиром для поступового розвитку ринку акцій [466, с. 237].

За сучасних умов важливим елементом розвитку вітчизняного ринку акцій мають стати багатосторонні торгівельні системи (*multilateral trading facility*) – аналоги Альтернативного інвестиційного ринку Лондонської фондової біржі з допуском позалістингових акцій нових інвестиційно привабливих компаній задля розвитку середнього бізнесу в країні. Процедура допуску до торгів на таких майданчиках ґрунтується на принципах, подібних до лістингу, проте вимоги до компаній є значно меншими. Організація альтернативної біржової торгівлі буде не тільки кроком у напрямі приведення вітчизняних стандартів фондової справи у відповідність до світової практики, а й чинником гармонізації розвитку українського ринку акцій.

Отже, основною проблемою організованого ринку акцій України сьогодні є мала кількість якісних емітентів, акції яких перебувають у верхніх рівнях лістингу на біржах, тому в підсумку маємо низьку капіталізацію й ліквідність. Зазначимо, що необхідно розмежувати капіталізацію ринку, яка є сукупною ринковою капіталізацією всіх національних лістингових компаній, та біржову капіталізацію, яку розраховують за найліквіднішими акціями окремої біржі з урахуванням коефіцієнта *free-float*. Нині значення номінальної капіталізації вітчизняного ринку акцій коливається в межах 5–20 % ВВП, тоді як ринкової – 10–20 % ВВП. Щодо обсягу укладених угод на організованому ринку, то він становить близько 1–5 % ВВП, що значно нижче, ніж у розвинених країнах світу [5, с. 7]. Тому за умов глобалізації та євроінтеграції національної економічної системи України доцільно переосмислити цільові орієнтири її еволюції та привести у відповідність

індикатори розвитку ринку цінних паперів. Зокрема, як стверджує О. Зощенко [139, с. 12], треба забезпечити підвищення номінальної капіталізації ринку акцій до рівня 80 % ВВП, ринкової капіталізації – до рівня 60 % ВВП, а обсягів угод на організованому ринку – до рівня 30 % ВВП.

Власне підвищення рівня ринкової капіталізації, на думку Л. Алексеєнко [5, с. 7], відіграє важливу роль у формуванні ефективного ринку цінних паперів в Україні, оскільки саме цей показник слугує індикатором позитивних прогнозів і очікувань, а також відображає оптимізм його учасників. Наголосимо, що на підставі історичних оцінок співвідношення ринкової капіталізації та ВВП Р. Левін і С. Зервос [767, с. 540] оптимальним вважають діапазон 0,75–0,9. Перевищення зазначеного діапазону свідчить про “перегрівання” ринку на основі ажіотажного попиту з подальшою високою ймовірністю зміни висхідних трендів на низхідні або зростання волатильності ринку. Значення показника менше 0,75 свідчить про недооцінку акцій на фондовому ринку або недостатньо ефективне використання його механізмів для фінансового забезпечення реального сектора економіки. Отже, практичне значення співвідношення капіталізації ринку та ВВП полягає у виявленні важливих макроекономічних проблем, “багато аналітиків використовують його як індикатор розвитку ринку” [465, с. 104]. Зокрема, ще 2001 р. У. Баффет [667] зазначив, що співвідношення капіталізації ринку акцій та ВВП є, “ймовірно, кращим індикатором оцінки його стану в будь-який момент”, а також стверджував про існування “певних обмежень показника ..., про які необхідно знати”. Крім того, співвідношення капіталізації ринку акцій та ВВП є одним з двох показників, які дають змогу оцінити рівень розвитку фондового ринку в контексті фінансової безпеки України [270; 404].

На особливу увагу та аналіз заслуговує перелік акцій емітентів, попит на які у 2015–2018 рр. в Україні (додаток 1б) був найбільший на біржовому сегменті ринку. У 2017 р. в індексному кошику “Української біржі”, де зосереджено основний обсяг торгівлі акціями в Україні, перебували акції п’яти емітентів (так звані голубі фішки), а у 2018 р. – лише двох. Таке зменшення спричинено як підвищенням вимог, так і вилученням з кошика акцій компаній, які перебувають безпосередньо в зоні бойових дій на сході країни.

Також для торгівлі акціями на біржовому ринку характерне достатньо суттєве зростання концентрації, оскільки в 2016–2018 рр. питома вага акцій п'яти емітентів, попит на які був найбільший (за обсягом біржових контрактів), значно збільшилася (табл. 4.15) порівняно з попередніми роками.

Таблиця 4.15

Обсяг торгівлі акціями п'яти емітентів, попит на які був найбільший на біржовому ринку (за обсягом біржових контрактів) у 2013–2018 рр.

Рік	Обсяг біржових контрактів на організаторах торгівлі, млрд грн	Відсоток до обсягу торгів акціями на біржовому ринку, %
2013	13,32	29,65
2014	9,88	40,73
2015	2,73	52,30
2016	1,66	79,81
2017	3,58	71,31
2018	0,93	78,81

Джерело: складено автором на основі [419].

Зазначимо, що на вітчизняному неорганізованому ринку переважно торгують акціями, торгівлю якими припинено на фондових біржах. Порівнявши ціноутворення на акції в розрізі біржового та позабіржового ринків, можна констатувати, що спред цін на неорганізованому ринку значно ширший, а різниця, починаючи з коефіцієнта спреду 50 % і більше, фактично зростає в геометричній прогресії. Водночас кількість емітентів, у яких спред цін на позабіржовому ринку перевищує 1000 %, тобто ціна на акцію відрізняється в десять та більше разів, є найбільшою (рис. 4.12).

На наш погляд, причини подібного спреду в ціноутворенні такі: недостатність розкриття інформації (оприлюднення звітності емітентів, інформації щодо угод), особливості розрахунків (немає гарантії виконання угод на позабіржовому ринку), недосконалість нагляду за діями учасників (тобто вимог щодо виявлення маніпулювання). З огляду на це у 2017 р. НКЦПФР [416, с. 32] призупинено внесення змін до системи депозитарного обігу або ж заборонила торгівлю акціями половини емітентів зі списку з найбільшим попитом на неорганізованому ринку через невідповідність цін на ці цінні папери результатам їхньої господарської діяльності.

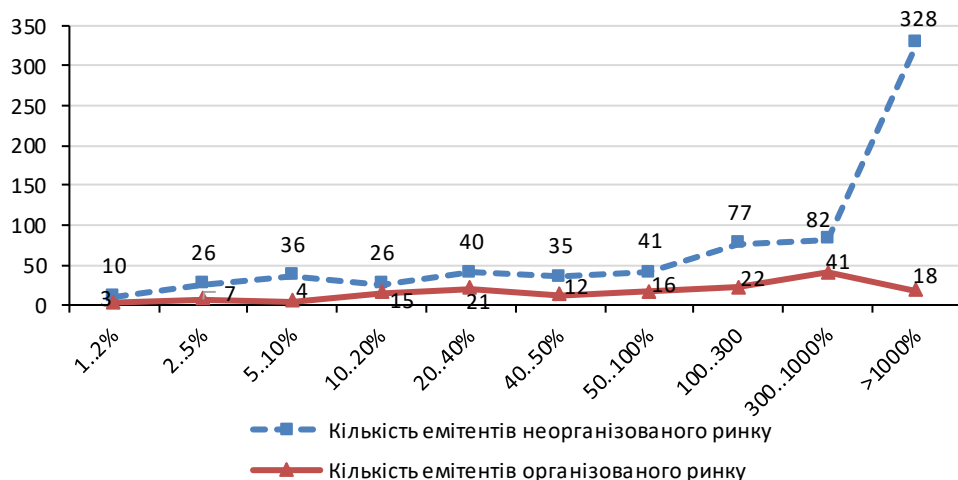


Рис. 4.12. Спред цін на акції емітентів у розрізі біржового та позабіржового ринків

Джерело: побудовано автором на основі [416].

Однак на вітчизняному позабіржовому ринку акцій рівень концентрації у 2016–2017 рр. був значно нижчим, ніж на біржовому, оскільки частка акцій п’яти емітентів, попит на які був найбільший на цьому сегменті фондового ринку, становила, відповідно, 61,07 і 36,81 %. Крім того, зазначимо, що в 2016 р. порівняно з 2015 р. грошовий обсяг таких акцій збільшився з 229,23 до 293,38 млрд грн, або на 27,98 %, а вже в 2017 р. зменшився до 44,75 млрд грн, або майже в сім разів [416, с. 33].

Проте, незважаючи на зазначене, у 2017 р. український фондовий ринок загалом і ринок акцій зокрема здивував увесь світ. Так, наприкінці грудня міжнародне агентство Bloomberg визнало фондовий ринок України таким, що найшвидше зростає у світі [509]. За розрахунками агентства, ціна акцій українських компаній збільшилася на 80 %. Загалом у 2017 р. торгівля всіма цінними паперами в Україні зростала шаленими темпами – загальний обсяг торгів збільшився на 367,17 %, хоча лідером з продажу знову стали облігації, а не акції. Однак значним було і зростання цін акцій компаній з індексного кошика, зокрема, ПАТ “Райффайзен Банк Аваль” подорожчав на 125 %, ПАТ “Донбасенерго” і ПАТ “Мотор Січ” – на 100, ПАТ “Укрнафта” – на 34, а ПАТ “Центренерго” – на 24 %. Заощадник,

інвестуючи в акції українських компаній, міг заробити близько 55 % у валюті, тоді як фондовий ринок США зріс лише на 20 % [509]. На нашу думку, основною причиною такого зростання є довгоочікуване поступове відновлення економіки України та низька база порівняння через зниження фондових індексів після анексії Криму і початку воєнних дій на Донбасі (до кінця 2016 р. індекс ПФТС утратив майже 800 пунктів).

Друге місце на ринку пайових цінних паперів, за даними НКЦПФР, посідають цінні папери інститутів спільного інвестування (ІСІ), до яких належать інвестиційні та пенсійні фонди. Станом на 31.12.2018 р. кількість зареєстрованих корпоративних і пайових інвестиційних фондів становила 2 451, з них 621 – корпоративні, 1 830 – пайові інвестиційні фонди [11]. Діяльність інститутів спільного інвестування на ринку цінних паперів, на наш погляд, доцільно аналізувати за допомогою таких показників: обсяг зареєстрованих НКЦПФР випусків цінних паперів ІСІ (за рік, а також на-громадженим підсумком станом на 31 грудня); номінальна вартість розміщених цінних паперів ІСІ, що перебувають в обігу (нагромадженим підсумком станом на 31 грудня); обсяг і кількість зареєстрованих випусків інвестиційних сертифікатів пайових інвестиційних фондів та акцій корпоративних інвестиційних фондів за рік (місяць, квартал).

Так, за результатами виконаного аналізу динаміки обсягу зареєстрованих НКЦПФР випусків цінних паперів ІСІ (нагромадженим підсумком станом на 31 грудня) у 2008–2018 рр. (рис. 4.13) можна стверджувати про наявність сталої тенденції до зростання. Утім, наголосимо, що швидкість зростання останніми роками помітно зменшилася, оскільки середньорічний темп приросту за 2009–2011 рр. становив 29,37 %, у 2012–2014 рр. – 8,9, а в 2015–2018 рр. – лише 3,97 %.

Для динаміки номінальної вартості розміщених цінних паперів ІСІ, що перебувають в обігу (нагромадженим підсумком станом на 31 грудня), у 2008–2018 рр. характерна зміна тенденції (додаток 17, табл. 17.1), оскільки в 2008–2013 рр. показник досить швидко зростав (середньорічний темп приросту становив +19,44 %), а в 2014–2018 рр. – зменшувався (середньорічний темп зниження становив –4,61 %). Понад 90 % вартості розміщених цінних паперів ІСІ припадало на юридичні особи, проте їхня питома вага зменшувалася (з 98,14 % у 2008 р. до 93,44 % у 2018 р.), відповідно, зростала

питома вага фізичних осіб (див. додаток 17, табл. 17.2). Наприклад, номінальна вартість цінних паперів ІСІ, розміщених серед юридичних осіб, у 2008–2013 рр. зростала з середньорічним темпом приросту 19,56 %, у 2014–2018 рр. – зменшувалася в середньому на 3,35 % за рік, а серед фізичних осіб, відповідно, у ці ж періоди зростала на 33,19 і 12,90 % щорічно. Зазначимо, що серед юридичних осіб значно вища питома вага нерезидентів, до того ж вона зростає (з 15,39 % у 2008 р. до 23,91 % у 2018 р.), а серед фізичних осіб питома вага нерезидентів зменшилася з 3,08 % у 2008 р. до 0,91 % у 2018 р.



Рис. 4.13. Обсяг залучених ІСІ коштів на фінансовому ринку за рахунок випуску цінних паперів (нагромадженням підсумком станом на 31 грудня) у 2008–2018 рр.

Джерело: побудовано автором на основі [412; 419].

У загальному обсязі зареєстрованих випусків цінних паперів ІСІ по 2015 р. переважав обсяг випусків інвестиційних сертифікатів пайових інвестиційних фондів (рис. 4.14), його частка коливалася від 58,64 % у 2012 р. до 92,37 % у 2009 р., проте в 2016–2018 рр. суттєво збільшилися як щорічний обсяг, так і питома вага випусків акцій корпоративних інвестиційних фондів (у 2018 р. порівняно з 2015 р. обсяг збільшився в 3,9 раза, а питома вага – у 2,6 раза). Отже, по 2015 р. тенденція до зменшення щорічного обсягу випусків цінних паперів ІСІ була спричинена суттєвим зменшенням обсягу та питомої ваги емісії інвестиційних сертифікатів пайових інвестиційних фондів, а в 2016–2018 рр. протилежна тенденція сформувалася під впливом

швидкого зростання обсягу та питомої ваги випусків акцій корпоративних інвестиційних фондів.

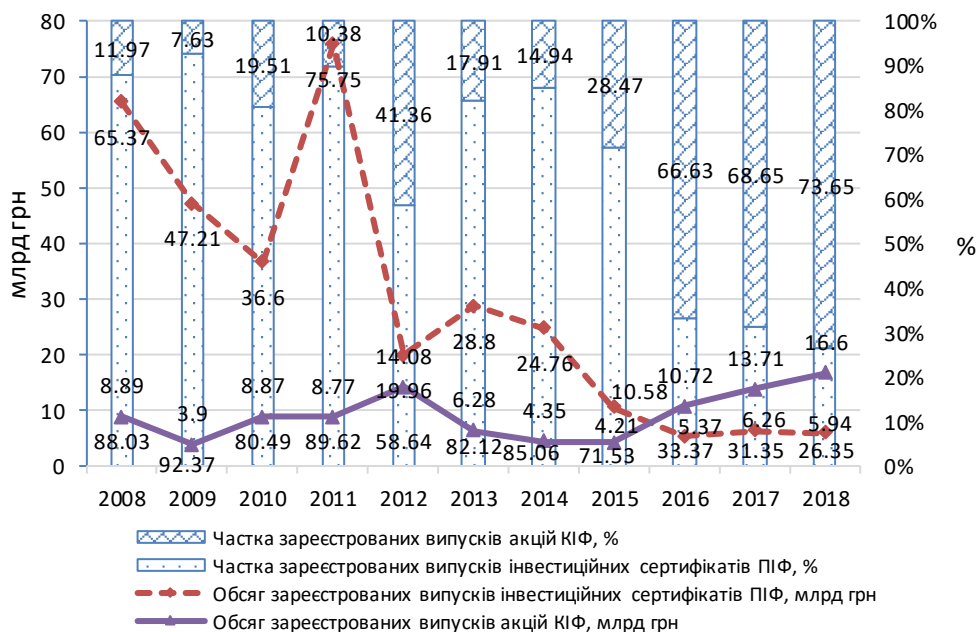


Рис. 4.14. Динаміка залучення коштів ІСІ на фінансовому ринку за рахунок випуску цінних паперів у 2008–2018 рр.

Джерело: побудовано автором на основі [412; 419].

Для динаміки обсягу торгів цінними паперами ІСІ в 2008–2018 рр. (рис. 4.15) характерна наявність декількох періодів: за 2008–2012 рр. зростання у 3,1 раза, або на 32,9 % у середньому щорічно; у 2013 р. зростання порівняно з попереднім роком у 3,6 раза; у 2014 р. зменшення порівняно з попереднім роком на 51,3 %; у 2014–2018 рр. зменшення в 5,3 раза, або на 29,1 % у середньому за рік. Частка обсягу торгів цінними паперами ІСІ на ринку цінних паперів у 2008–2012 рр. коливалася в межах 5,0–7,5%, досягла максимуму в 2013 р. (29,61 %), зменшилася до мінімуму в 2016 р., зросла в 2,5 раза у 2017 р., а в 2018 р. зросла порівняно з 2016 р. у 2,3 раза.

Зазначимо, що на біржовий ринок припадає незначна частка обсягу торгів цінними паперами ІСІ. Наприклад, у 2008, 2012–2018 рр. питома

вага обсягу торгів на позабіржовому ринку перевищувала 95 %, і тільки в 2009, 2010 та 2011 рр. питома вага обсягу торгів на біржовому ринку становила, відповідно, 9,36, 13,94 і 19,25 %. Проте максимальні обсяги торгів цінними паперами ІСІ на біржовому ринку припали на 2010 і 2011 рр. (відповідно, 16,10 та 22,03 млрд грн), а на позабіржовому ринку – на 2013 і 2014 рр. (зокрема, 490,28 і 234,63 млрд грн). У 2017 р. обсяг торгів був мінімальним за досліджуваний період (38,30 млрд грн, порівняно з 2016 р. зменшився на 45,6 %), а у 2018 р. порівняно з попереднім роком він збільшився на 17,86 %, при цьому у 2017–2018 рр. на біржовий ринок припадало, відповідно, тільки 0,16 і 0,64 % обсягу. Водночас концентрація торгів цінними паперами ІСІ (за обсягом виконаних контрактів) на біржовому ринку була вищою, оскільки питома вага ТОП 5 цінних паперів ІСІ відкритого типу становила 29,16 %, а закритого типу – 69,74 % від загального обсягу, тоді як на позабіржовому ринку – 24,84 % [416, с. 59–61].

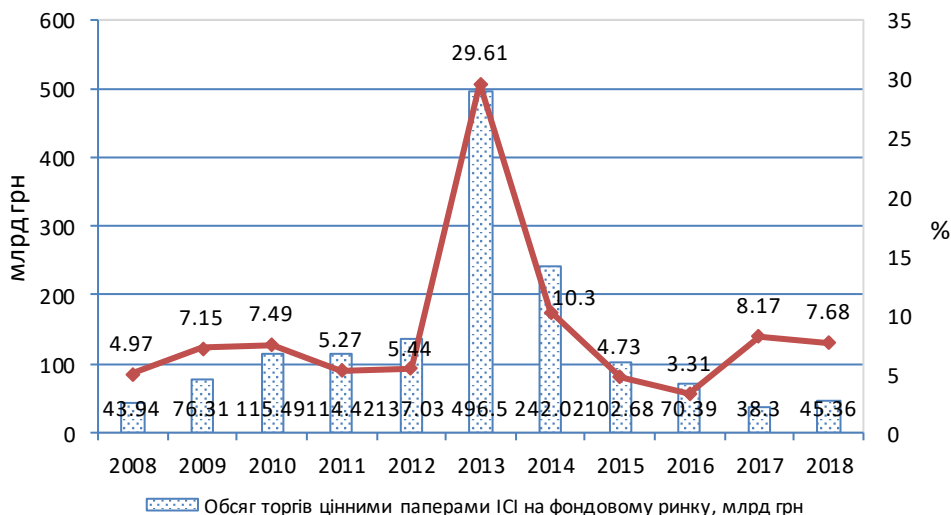


Рис. 4.15. Динаміки обсягу та питомої ваги торгів цінними паперами ІСІ в 2008–2018 рр.

Джерело: побудовано автором на основі [419].

Загальна вартість активів ІСІ за 2008–2018 рр. зростає в 4,61 раза, а в її структурі переважала вартість активів пайових інвестиційних фондів

(додаток 18, табл. 18.1, 18.2), хоча їхня частка поступово зменшувалася (з 76,35 % у 2008 р. до 57,32 % у 2018 р.). Структурні зрушення зумовлені відмінностями динаміки вартості активів пайових і корпоративних інвестиційних фондів (рис. 4.16), оскільки у 2018 р. порівняно з 2008 р. перша зросла в 3,46 раза, а друга – у 8,32 раза. На підставі лінійних рівнянь тренду можна зробити висновок, що в середньому за рік вартість активів пайових інвестиційних фондів зростала на 13,457 млрд грн, а корпоративних – на 10,313 млрд грн.

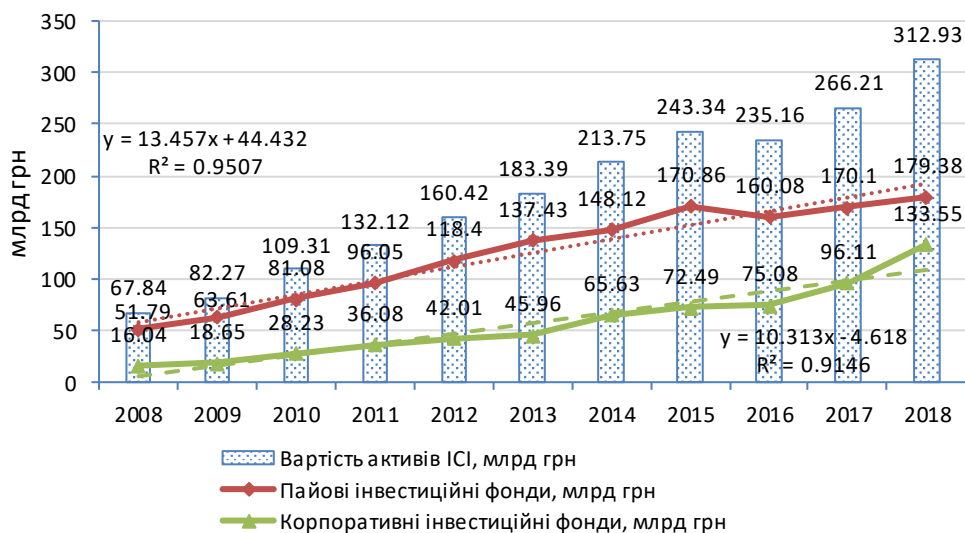


Рис. 4.16. Динаміки вартості активів ІСІ в 2008–2018 рр.

Джерело: побудовано автором за даними [419].

В Україні понад 98 % вартості активів припадає на недиверсифіковані ІСІ, при цьому в 2018 р. диверсифіковані, спеціальні та кваліфікаційні становили тільки 0,06 % від загальної вартості. Водночас понад 90 % вартості активів належить венчурним ІСІ, їхня питома вага зросла з 92,87% у 2008 р. до 94,66 % у 2018 р., водночас частка закритих (невенчурних) ІСІ за цей період зменшилася з 6,38 до 5,28 %, а інтервальних та відкритих – з 0,74 до 0,06 %.

Упродовж досліджуваного періоду динаміка кількості інвестиційних фондів була різноспрямована, однак зберігалося суттєве переважання венчурних інвестиційних фондів, питома вага яких зростала. Як бачимо з

табл. 4.16, кількість відкритих, інтервальних та закритих інвестиційних фондів мала тенденцію до щорічного зниження, тоді як венчурних упродовж 2009–2013 рр. – до зростання, 2013–2018 р. – до зменшення, а загалом у 2009–2018 рр. кількість інвестиційних фондів за видами зросла на 39 одиниць, або 10,36 %.

Таблиця 4.16

Кількість інвестиційних фондів за видами у 2009–2018 рр.

Рік	Відкриті	Інтервальні	Закриті	Венчурні	Усього
2009	40	51	185	818	1094
2010	35	43	166	790	1034
2011	41	38	151	860	1090
2012	42	44	186	1039	1311
2013	38	39	155	1064	1296
2014	30	33	124	1020	1207
2015	27	29	108	1011	1175
2016	19	26	99	1035	1179
2017	17	18	69	956	1060
2018	17	15	67	1034	1133

Джерело: складено автором на основі [419].

Зазначимо, що відмінності в закономірностях динаміки кількості окремих видів інвестиційних фондів зумовили структурні зрушення, які відобразилися в зменшенні частки відкритих, інтервальних та закритих інвестиційних фондів і зростанні венчурних.

На нашу думку, одним з інформативних показників, які характеризують діяльність інвестиційних фондів на фінансовому ринку, є середня вартість їхніх активів – відношення загальної вартості активів до кількості фондів. Цей показник доцільно обчислювати за видами інвестиційних фондів по роках, що дає змогу виконувати порівняльний аналіз у часі. Так, середня вартість активів інвестиційних фондів у 2009–2018 рр. (табл. 4.17) була найвищою у закритих (невенчурних), а найнижчою – у відкритих фондів, водночас закриті та венчурні фонди мали сталу тенденцію до зростання показника (відповідно, щорічно в середньому на 16,88 і 14,24 %), тоді як для інтервальних фондів показник досяг максимуму в 2010 р. і надалі зменшився до мінімуму в 2016 р., для відкритих фондів – також максимум у 2010 р. та мінімум у 2014 р., що змінився щорічним зростанням до 2018 р. Загалом за весь період середня вартість активів закритих інвестиційних

фондів збільшилася в 6,5 раза, відкритих – в 1,6, венчурних – у 3,1, та інтервальних – в 1,1 раза.

Таблиця 4.17

**Середня вартість активів інвестиційних фондів за видами
у 2009–2018 рр., млн грн**

Рік	Закриті	Інтервальні	Відкриті	Венчурні
2009	149,85	5,02	0,84	92,74
2010	237,10	6,31	2,60	126,97
2011	247,20	4,96	1,53	141,36
2012	270,60	3,73	0,88	143,14
2013	259,60	3,30	0,68	162,86
2014	356,96	3,35	0,49	198,89
2015	408,98	3,12	0,52	229,63
2016	497,09	2,66	0,59	217,96
2017	521,97	4,57	1,09	269,02
2018	971,84	5,51	1,31	286,50

Джерело: складено автором на основі [412; 419].

У структурі активів вітчизняних венчурних ІСІ найбільша частка у 2018 р. припала на дебіторську заборгованість (57,25 %), інші інвестиції (26,13) й акції (5,74 %), а невенчурних ІСІ – на дебіторську заборгованість (63,63 %), інші інвестиції (15,63), акції (8,07) і грошові кошти (7,32 %). Для відкритих ІСІ характерною є висока питома вага акцій (44,83 %), грошових коштів (24,95), державних цінних паперів (24,53 %), аналогічна ситуація в інтервальних ІСІ, де частка названих активів становить, відповідно, 44,10, 9,03 і 42,11 %. У закритих ІСІ структура активів дещо інша, зокрема: дебіторська заборгованість – 64,24%; інші інвестиції – 15,79; акції – 7,70; грошові кошти – 7,22 % [417, с. 34–35]. Наголосимо, що метою процесу формування портфеля активів будь-якого інвестиційного фонду є максимізація доходності й мінімізація ризику вкладень, а вибір класів активів та їхньої відносної ваги суттєво впливає на очікуваний результат. У тривалій перспективі політика вибору класів та їхньої відносної довготермінової ваги в портфелі, зазвичай, більше впливає на ефективність інвестицій, ніж перерозподіл коштів між активами. Найприбутковішими (і водночас найризикованішими) є вкладення власне в ринок акцій [156, с. 72].

Загалом щодо ринку цінних паперів України упродовж 2004–2018 рр. [419] ми виокремили три періоди, для яких характерні суттєві зміни як

обсягів, так і тенденції біржової торгівлі (табл. 4.18). Зокрема, у 2004–2009 рр. обсяг біржових контрактів збільшився у 3,8 раза, або в середньому за рік на 30,8 %, у 2010–2014 рр. темпи зростання прискорилися – у 4,7 раза, або в середньому за рік на 47,4 %, проте у 2015–2018 рр. тенденція змінилася на протилежну – зменшення на 8,8 %, або в середньому за рік на 3,0 %.

Таблиця 4.18

Темпи зростання обсягу виконаних біржових контрактів та ВВП України у 2004–2018 рр., %

Період	Обсяг виконаних біржових контрактів		ВВП у фактичних цінах	
	темпи зростання за період	середньорічний темпи зростання	темпи зростання за період	середньорічний темпи зростання
2004–2009	383,1	130,8	264,7	121,5
2010–2014	472,0	147,4	147,0	110,1
2015–2018	91,2	97,0	179,0	121,4

Джерело: розраховано автором на основі [56; 419].

Водночас за досліджуваний період відбулися зміни в капіталізації або “глибині організованого фондового ринку” – процентному відношенні обсягу виконаних біржових контрактів до ВВП у фактичних цінах, що зумовлене різними темпами динаміки показників. До 2014 р. річні темпи зростання обсягу виконаних біржових контрактів переважно були вищими, тому й процентне співвідношення зростало (з 2,72 % у 2004 р. до 39,05 % у 2014 р.), проте з 2015 р. перший показник зменшувався, а другий – зростав (додаток 19), відповідно, процентне співвідношення між ними стрибкоподібно зменшилося – до 6,90 % у 2017 р. [205, с. 172], і дещо зросло у 2018 р. до 7,33 %. Оскільки цей показник відображає, з одного боку, тенденції формування ВВП, а з іншого, – розвиток фондового ринку, то очевидно, що в Україні сформувалися проблеми не лише фінансового, а й суто економічного характеру, що пов’язано зі спекулятивним характером ринку цінних паперів та його залежністю від іноземного капіталу, а також з незадовільною ситуацією в реальному секторі економіки та високою залежністю вітчизняного фондового ринку від кон’юнктури світових сировинних і товарних ринків [530, с. 74].

На підставі щомісячних даних про обсяг біржових контрактів у 2015–2018 рр. уважаємо за доцільне оцінити внутрішньорічні коливання цього

показника за допомогою індексів сезонності (I_s), використовуючи формулу (4.1). Результати розрахунків (додаток 20) свідчать про наявність значних внутрішньорічних коливань обсягу біржових контрактів. Наприклад, максимальні обсяги припали на лютий, березень, квітень, серпень і грудень ($I_s > 100\%$), а мінімальні – на травень, липень, жовтень і листопад ($I_s < 90\%$). Максимальна розбіжність індексу сезонності становить 44,18 відсоткового пункту.

Упродовж досліджуваного періоду в складі біржових контрактів основними фінансовими інструментами були акції, державні облигації України і корпоративні облигації, на які в сукупності припадало від 80 до 98 % ринку (табл. 4.19). Проте в структурі відбувалися помітні зрушення, зокрема, питома вага акцій після досягнення максимального значення 40,15 % у 2010 р. зменшилась до 0,47 % у 2018 р., питома вага державних облигацій мала чітку тенденцію до зростання (з 22,64 % у 2008 р. до 94,20 % у 2018 р.), питома вага облигацій суб'єктів господарювання переважно зменшувалася і досягла мінімального значення 2017 р., а деривативів була досить вагомою (близько 10 %) тільки в 2011–2012 рр., інвестиційних сертифікатів – лише 2009 р.

Таблиця 4.19

**Структура обсягу біржової торгівлі за фінансовими інструментами
у 2008–2018 рр., %**

Фінансові інструменти	Рік										
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Акції та акції КІФ	31,30	37,41	40,15	33,65	8,87	9,69	4,15	2,09	0,97	2,45	0,47
Державні облигації України	22,64	22,72	46,36	42,10	67,80	74,63	88,21	90,14	93,73	92,10	94,20
Корпоративні облигації	43,99	19,63	5,11	9,10	9,99	10,25	5,31	4,88	4,09	2,97	3,94
<i>Разом</i>	<i>97,93</i>	<i>79,76</i>	<i>91,62</i>	<i>84,85</i>	<i>86,66</i>	<i>94,57</i>	<i>97,67</i>	<i>97,11</i>	<i>98,79</i>	<i>97,52</i>	<i>98,61</i>
Деривативи	0,32	0,14	2,84	10,12	9,39	3,89	1,55	2,10	1,03	2,44	1,02
Інвестиційні сертифікати	0,53	19,84	5,44	4,84	1,51	1,34	0,69	0,78	0,18	0,03	0,10
Інші	1,22	0,26	0,10	0,19	2,44	0,20	0,09	0,01	0,00	0,01	0,27

Джерело: складено автором на основі [419].

Крім того, для ринку цінних паперів України характерним є дуже високий рівень концентрації обсягу біржових контрактів з цінними паперами (додаток 21), оскільки у 2008–2018 рр. на трьох основних організаторів торгівлі (ПАТ “ФБ “Перспектива”, ПАТ “Фондова біржа ПФТС” і ПАТ “Українська біржа”) припадало 90 % і більше обсягу (за винятком 2009 р.), у 2011–2012 і 2016–2018 рр. їхня частка перевищувала 98 та 99 %, відповідно (рис. 4.17).

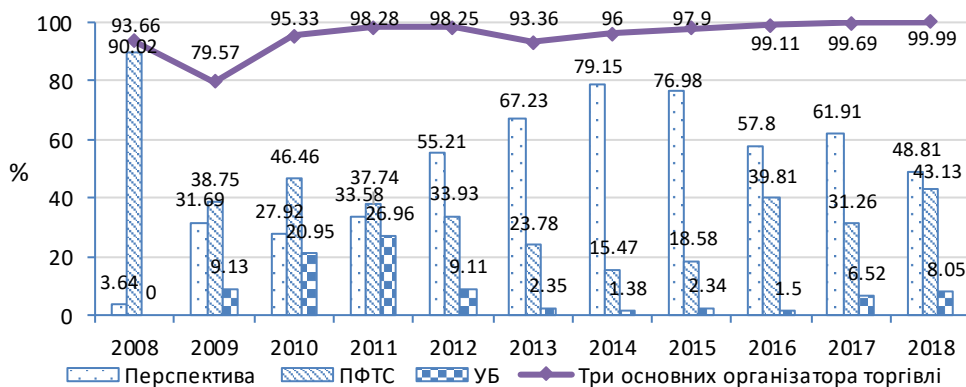


Рис. 4.17. Структура обсягу біржових контрактів з цінними паперами на організаторах торгівлі у 2008–2018 рр.

Джерело: побудовано автором на основі [419].

Водночас питома вага обсягу контрактів окремих зазначених вище організаторів торгівлі суттєво змінювалася. Зокрема, частка “ФБ “Перспектива” зростала з 2010 по 2014 р., і навіть за певного зменшення в наступних роках була значно вищою, ніж в інших. У 2016–2018 рр. відбулося більш ніж дворазове зростання частки ПФТС, а питома вага Української біржі була значною тільки в 2010–2011 рр. Заслужує на увагу й те, що структура обсягу біржових контрактів у розрізі фінансових інструментів на цих організаторах торгівлі відрізняється, наприклад, у 2018 р. на “ФБ “Перспектива” питома вага акцій становила 0,02 %, корпоративних облігацій – 3,66, державних облігацій України – 95,64, на ПФТС – 0,33, 3,4 і 95,43, а на Українській біржі – 3,70, 8,52 і 78,99 %, відповідно [417, с. 11].

Важливим параметром функціонування фондового ринку є обсяг і кількість зареєстрованих НКЦПФР випусків цінних паперів за відповідний

рік та на 31 грудня кожного року нагромадженим підсумком (рис. 4.18). У 2008–2018 рр. нагромаджений обсяг випуску цінних паперів збільшився з 577,38 млрд грн на 31.12.2008 до 2254,38 млрд на 31.12.2018, тобто за цей період сумарний випуск становив 1677,0 млрд грн, або 167,7 млрд грн у середньому за рік. Однак у 2018 р. річний обсяг випуску цінних паперів зменшився на 82,94 % порівняно з 2017 р.

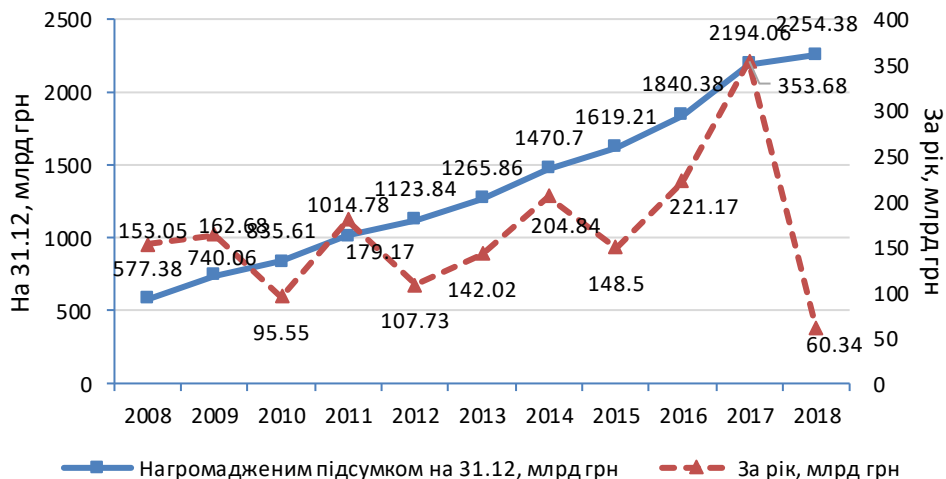


Рис. 4.18. Динаміка обсягу зареєстрованих НКЦПФР випусків цінних паперів у 2008–2018 рр.

Джерело: побудовано автором на основі [419].

Виконаний аналіз функціонування вітчизняного ринку пайових цінних паперів і загалом фондового ринку в умовах інтеграції у європейський та світовий фінансовий простір дав змогу зробити узагальнення та виявити такі тенденції і проблеми його розвитку:

- нестабільність і низька ліквідність вітчизняного ринку не сприяють появі зацікавленості в іноземних інвесторів. Такий стан речей зумовлений ризикованістю операцій на ринку, їхньою непрозорістю, переважанням боргових зобов'язань держави для покриття дефіциту бюджету зі зростанням частки короткотермінових ОВДП, що в підсумку звужує потенційні можливості реального сектора щодо фінансування інвестиційного процесу за допомогою ринку пайових цінних паперів;

- незначні обсяги торгівлі. Наприклад, у 2017 р. обсяг усього українського фондового ринку становив приблизно дво-триденний обсяг торгівлі Нью-Йоркської біржі [509];
- мало якісних емітентів і, відповідно, низька ліквідність та капіталізація ринку. Випуск цінних паперів зобов'язує вітчизняні компанії розкривати всю інформацію про свою діяльність і періодично звітувати, до чого багато з них не готові. У розвинених країнах, на відміну від України, великими корпораціями володіють мільйони простих акціонерів. Наприклад, середній рівень вільного обігу акцій *free-float* компаній з індексного кошика “Української біржі” за аналізований період становив близько 9 %, тоді як у Польщі – 37, Франції – 84, Великій Британії – 76, США – 92 % [44; 198, с. 132]. Відповідно, на ринку є дуже мала кількість ліквідних інструментів, що змусило біржу декілька разів за цей період переглядати індексний кошик у бік зменшення кількості емітентів акцій [334]. Відносна оцінка рівня агрегованої капіталізації реального сектора економіки (як частка світової ринкової капіталізації всіх лістингових компаній до загальносвітового ВВП) загалом по світу на кінець 2016 р. становила близько 99 %, у Польщі – у середньому 35, у Туреччині – 28, у Німеччині – 47 %. Ринкова ж капіталізація українських лістингових компаній була майже у 13 разів меншою від балансової і становила на кінець 2016 р. близько 6 % ВВП, що більш ніж у 15 разів нижче від загальносвітового рівня [136, с. 11];
- великі українські компанії вважають за доцільніше розміщувати власні цінні папери на іноземних фондових ринках, адже за кордоном ресурсна база набагато більша. Навіть серйозна вітчизняна компанія з ім'ям та репутацією не зможе залучити більше кількох сотень мільйонів гривень. Хоча потенціал є, оскільки, за даними НБУ, українці зберігають близько 50 млрд дол. США готівки [510]. Для того щоб домогосподарства стали активними учасниками фондового ринку в Україні, необхідною умовою є “досягнення фінансової стабільності та збільшення їх реальних доходів” [122, с. 99]. Крім того, вихід на іноземний фондовий ринок вітчизняні компанії розглядають як можливість отримати реальну оцінку свого бізнесу, підвищити міжнародний імідж, отримати доступ до нових технологій або ринків [188, с. 42], а також запровадити

міжнародні стандарти фінансової звітності та корпоративного управління, зміцнити конкурентоспроможність, зменшити ризик рейдерського захоплення або реприватизації тощо;

- низька зацікавленість вітчизняних приватних інвесторів, а також слабка розвиненість внутрішніх інституційних інвесторів. У США та ЄС основними інвесторами є саме приватні інвестиційні та пенсійні фонди. Очікують, що серйозну підтримку вітчизняному фондовому ринку повинен надати запуск другого рівня пенсійної системи, а також запровадження страхової медицини. Зростання коштів пенсійних фондів повинне створити значний інвестиційний ресурс, сформувати додатковий попит на фінансові інструменти і стати стимулом для нових випусків. Зростання коштів недержавних пенсійних фондів і страхових компаній повинно створити значний інвестиційний ресурс, сформувати додатковий попит на фінансові інструменти і стати стимулом для нових випусків. Проте наголосимо, що незначна кількість лістингованих цінних паперів може стати перепоною для пенсійної реформи і загалом інституційних інвесторів, оскільки їм важче буде виконувати вимоги законодавства щодо диверсифікації та якості портфеля активів;
- доволі низький рівень прозорості, відкритості й інформативності ринку цінних паперів, а також недостатня кількість публічних компаній, ускладнення процедур реєстрації емісії та лістингу цінних паперів, що призводить до переважання позабіржового сегмента над біржовим (за підсумками 2018 р. співвідношення становило 55,83 та 44,17 % загалом для фондового ринку і 98,52 та 1,48 % для ринку акцій, відповідно [417, с. 9 та с. 14]);
- відсутність ефективної методики кредитного рейтингування як методу оцінки кредитоспроможності позичальників;
- невисока ефективність механізмів і важелів державного стимулювання внутрішнього інвестування та зменшення ризиковості операцій з цінними паперами.

З огляду на зазначене можна зробити висновок, що ринок пайових цінних паперів і загалом фондовий ринок України перебуває на низькому рівні розвитку, обмежено забезпечує інвестиційні потреби компаній реального сектора економіки, має спекулятивний характер через високу частку

позалістингових цінних паперів і тому практично не сприяє переміщенню капіталу в конкурентоспроможні підприємства та галузі вітчизняної економіки. Такі обставини сьогодні суттєво ускладнюють інтеграцію вітчизняного фондового ринку у європейський та світовий фінансовий простір.

Для ефективного вирішення визначених проблем розвитку ринку цінних паперів та перетворення його на важливий системний елемент вітчизняного фінансового ринку й підвищення ролі в забезпеченні економічного зростання країни вважаємо за доцільне доповнити та розширити коло пропозицій сформульованих вітчизняними дослідниками, зокрема, необхідними є:

1) зважений підхід до використання державою боргових цінних паперів для мінімізації макроекономічного ефекту “витіснення приватних інвестицій” з ринку акцій. Головною метою розвитку вітчизняного фондового ринку на сучасному етапі повинна стати його переорієнтація на обслуговування інвестиційних потреб реального сектора економіки, що потребує зміщення пріоритетів розвитку у фінансовому секторі країни на розміщення первинних емісій акцій компаній і корпоративних облігацій;

2) стимулювання активності фізичних осіб на ринку акцій через розвиток інтернет-трейдингу, а також спрощення процедури участі в торгах як резидентів, так і нерезидентів. Також можна використати податкові стимули, поширивши на проценти, нараховані за привілейованими акціями та корпоративними облігаціями, ставки податку 5 %, яку застосовують до доходів у вигляді дивідендів за простими акціями;

3) збільшення законодавчо дозволеної квоти випуску привілейованих акцій з 25 до 50 % статутного капіталу [368], що підвищить інвестиційні можливості ринку і не зменшить рівня контролю над компанією її власниками;

4) упровадження новітніх фінансових інструментів задля підвищення ліквідності ринку акцій, що вирізняються підвищеною інвестиційною привабливістю та вищою надійністю порівняно з традиційними. Наприклад, А. Федоренко [484, с.104] пропонує запровадити особові інвестиційні й особові пенсійні рахунки. Важливим елементом відновлення поступового розвитку фондового ринку також мають стати багатосторонні торговельні системи як альтернативні майданчики в межах фондових бірж країни [467, с. 237–238];

5) подальше посилення відкритості (прозорості й звітності) діяльності емітентів та інших учасників, а також операцій на ринку. Зокрема, треба збільшити відповідальність емітентів за поширення неправдивої інформації щодо показників фінансово-господарської діяльності та сформувати систему унеможливлення обігу цінних паперів фіктивних емітентів. Водночас зазначимо, що деякі заходи в напрямі відкритості вже зроблено – наприклад, а) НКЦПФР у 2019 р. запровадила онлайн-сервіс пошуку власників пакетів акцій (5 % і більше) українських акціонерних товариств [594]; б) Міністерство фінансів відкрило у 2018 р. окрему сторінку в інформаційній системі *Bloomberg* [476], де наведена інформація про випуски державних цінних паперів, анонси аукціонів з розміщення, список первинних дилерів тощо;

б) удосконалення системи захисту прав інвесторів через впровадження міжнародних принципів корпоративного управління та розкриття інформації й проведення нетіньової приватизації державних компаній (через відкриті аукціони реалізовувати значні пакети акцій реальним інвесторам, цінні папери яких є у вільному обігу на основних міжнародних фондових біржах). Загалом на вітчизняних біржах має одночасно відбуватися торгівля щонайменше акціями 50 високоліквідних емітентів [5, с. 6] з першим рівнем лістингу, які дотримуються норм законодавства, регулярно оприлюднюють звіти і виплачують дивіденди;

7) реформування системи державного регулювання ринку, передусім його нормативної частини для ухвалення більш виважених і прозорих рішень державними інституціями, зокрема НКЦПФР, що можуть зменшити системні перешкоди (ризики) та забезпечать дієвий захист прав акціонерів, а також запровадити європейські принципи і стандарти щодо розкриття інформації та нагляд за учасниками ринку [457, с. 864], що гарантуватиме передбачуваність дій держави для іноземних інвесторів;

8) стимулювання процесу об'єднання фондових бірж і створення дієвої системи маркет-мейкерів, що дасть змогу організувати один чи кілька центрів ліквідності та підвищити прозорість, довіру й доступність до участі в біржових торгах. Потрібно забезпечити подальшу розбудову інфраструктури ринку згідно з Комплексною програмою розвитку фінансового сектора України до 2020 р. [181] й Директив ЄС, передбачених Угодою

про асоціацію, як умови забезпечення надійного обліку прав власності на цінні папери через удосконалення комунікативної системи взаємодії між центральним депозитарієм, суб'єктами ринку, гарантування їм пірингових умов доступу до інформації, впровадження міжнародних норм проведення клірингу та розрахунків; централізувати, спростити й уніфікувати механізм надання клірингових послуг; створити централізовану систему зберігання інформації та даних системи депозитарного обліку з метою уникнення випадків втрати інформації щодо прав на цінні папери та зловживань, а також законодавчо надати офіційний статус збереженій інформації для її використання щодо поновлення прав на цінні папери [5, с. 6] Наприклад, згідно з директивою *MiFID I/II*, передбачено запровадження інституту кваліфікованих інвесторів, створення альтернативного фондового торговельного майданчика та регулювання діяльності з надання інформаційних послуг на фондовому ринку, а також адаптацію норм, які регулюють професійну діяльність торговця цінними паперами відповідно до зазначеного акта ЄС, трансформуючи їх у повноцінні інвестиційні фірми й розширюючи перелік ліцензійних видів діяльності, що їх вони можуть вести [170, с. 115];

9) підвищення та використання інвестиційного потенціалу ринку акцій не тільки в напрямі збільшення фінансової інклюзії, ділової активності та обсягів залучення грошового капіталу (кількісне зростання), а й у підвищенні фінансової культури, професіоналізму учасників та фінансової грамотності домогосподарств (якісне зростання);

10) забезпечення іноземним інвесторам вільного та прямого доступу до ринку, а також виведення прибутків та інвестованого капіталу без додаткових дозволів (після сплати відповідних податків). Для цього доцільно враховувати досвід країн, що успішно пройшли цей шлях, – Польщі, Литви, Латвії, Естонії, Чехії, Словаччини, Угорщини, у яких, крім валютної лібералізації фондового ринку, депозитарна система імplementована в міжнародні клірингові системи; емітенти є прозорими й відповідальними перед суспільством, інвесторами та професійними учасниками фондового ринку, а фінансові інструменти відповідають заявленим стандартам і вимогам. У цьому контексті, на думку Є. Редзюка [402, с. 77], потрібно розробити і впровадити зміни у валютне регулювання НБУ; запровадити

сучасне розрахунково-обмінне та процесингове програмне забезпечення, що дасть змогу оперативно проводити валютнообмінні операції клієнтам професійних учасників вітчизняного фондового ринку, а депозитарним установам, розрахунковому центру, торговцям і НБУ обліковувати їх; дозволити автоматично отримувати допуск (валютну ліцензію) до валютнообмінних операцій професійним учасникам фондового ринку України; імплементувати міжнародні стандарти хеджування ризиків у разі коливань на валютному й фондовому ринках;

11) підвищення рівня та якості інформаційного супроводу про розвиток ринку акцій, зокрема, обов'язковими компонентами звітів НКЦПФР, з погляду О. Сьомченкова [465, с. 107–108], мають стати такі показники: співвідношення капіталізації (лістингових компаній) та ВВП; волатильності ринку, яку можна розраховувати за методом *Close-to-close* на підставі фактичних даних щодо основного фондового індексу країни; співвідношення річного обсягу торгівлі акціями та ВВП, а також оборотності акцій (останні два є індикаторами ліквідності ринку). Водночас для коректного обчислення капіталізації фондової біржі необхідно в документах НКЦПФР закріпити методику розрахунку *free-float* та зобов'язати емітентів декларувати його значення. Крім того, під час узагальнення інформації про обсяги операцій на неорганізованому ринку необхідно уникати подвійного обліку вартості угод, що може виникати через фіксацію вартості договору торговцями цінних паперів (центральними контрагентами) з позиції як покупця (утримувача довгої позиції), так і продавця (утримувача короткої позиції). А самі звіти НКЦПФР потрібно супроводжувати методологічними коментарями, які розкриють інформативну базу та спосіб розрахунку показників;

12) модернізація інформаційно-технічної складової операцій з цінними паперами, впровадження інноваційних технологій та забезпечення он-лайн режиму проведення торгів [5, с. 6], що сприятиме зниженню трансакційних витрат, зменшенню часу та нівелюватиме кордони.

Завдяки автоматизації операцій з цінними паперами та поєднанню комп'ютерних систем фондових бірж відбувається формування єдиної все-світньої мережі електронної комунікації між національними фінансовими системами, унаслідок чого зростає рівень міжнародного переміщення коштів

і, відповідно, поглиблюється процес економічної інтеграції країн. Водночас нові виклики, які супроводжуватимуть процес формування Єдиного цифрового ринку з ЄС і загальної цифровізації суспільства, потребуватимуть не тільки техніко-технологічного переозброєння, а й посилення міжнародної співпраці регулятора та саморегульованих організацій, щоб не допустити виникнення різного роду ризиків і загроз. Утім власне розвиток електронної торгівлі уможливив стрімке зростання обсягів проведених операцій, призвів до зміни структури світового фондового ринку та зростання його нестабільності (волатильності). І сьогодні найбільш небезпечним є розвиток високо-частотної торгівлі (*high frequency trading (HFT)*) [334], яка використовує комп'ютерні системи для швидкісної торгівлі, під час якої економічні суб'єкти володіють цінними паперами лише впродовж кількох секунд.

Цифровізація посилила синхронність коливання національних фондових ринків, їхню взаємозалежність і хвилевий характер кон'юнктури, які спричинені переважно макроекономічними проблемами розвинених країн. Таким чином фінансова глобалізація, нові інформаційні технології та фінансові інновації збільшують вразливість економічних систем країн і зумовлюють потребу перегляду механізмів регулювання національних фінансових ринків і їхніх сегментів. З огляду на це сьогодні найважливішим для стимулювання зростання ринку цінних паперів України є напрацювання таких механізмів його регулювання, які б якнайліпше відповідали визначеним цілям розвитку держави та отримання на цій основі економічних ефектів щодо забезпечення макрофінансової стабільності в умовах посилення євроінтеграційних процесів.

Водночас згадані вище заходи не вирішують повною мірою всіх проблем ринку цінних паперів України, однак є пріоритетними й необхідними для поступового наближення вітчизняної економіки і фінансової сфери до стандартів країн ЄС. І навіть первинні позитивні зміни від їхньої реалізації в довготерміновій перспективі не здатні забезпечити зростання ефективності ринку акцій та його стабільний розвиток у майбутньому без комплексних і взаємопов'язаних реформ в інших сферах національної економіки, забезпечення ринкових принципів її регулювання і державного стимулювання. Для цього необхідно провести важливі реформи в системі управління державою, які впливають на всі аспекти життя суспільства,

зокрема, забезпечити дієвий захист прав власності, подолати корупцію і зробити багато інших у край важливих кроків. Тільки з урахуванням довготермінової стратегії розвитку вітчизняної соціально-економічної системи можна успішно реформувати національний фондовий ринок, інакше епізодично-локальні дії (як, наприклад, лібералізація валютного регулювання) не дадуть очікуваних позитивних результатів.

На наш погляд, запропоновані заходи необхідно реалізовувати на основі системного підходу з метою комплексної взаємодії елементів механізму державного регулювання і саморегулювання ринку. Це дасть змогу створити підґрунтя для формування сприятливого середовища з метою активізації його розвитку й успішної інтеграції у світовий фінансовий простір, сприятиме подоланню викликів і загроз, які постали перед Україною, і підвищенню рівня фінансової безпеки держави. Перетворення вітчизняного фондового ринку на ліквідний та конкурентоспроможний сегмент фінансового ринку може відбутися лише у випадку послідовної реалізації поточних і стратегічних завдань, які мають відобразитися в кардинальних змінах законодавчих актів, етики поведінки на ринку вищого менеджменту як держави, так і корпорацій, виходячи з європейських правових норм і традицій.

Отже, в Україні на цьому сегменті фінансового ринку нагромадилося чимало проблем, які потребують негайного вирішення. Передусім це стосується розвитку фінансової інфраструктури, удосконалення механізму торгівлі цінними паперами, поліпшення захисту прав кредиторів та інвесторів, системи розкриття інформації, випуску й обігу фінансових інструментів тощо. Зволікання з модернізацією сегментів вітчизняного фінансового ринку не дає змоги суттєво поліпшити фінансування реального сектора національної економіки та підвищити його роль у забезпеченні економічного зростання. Тому визначення напрямів реформування вітчизняного фінансового ринку в контексті підвищення ефективності фінансового забезпечення розвитку національної економічної системи України належить до першочергових загальнодержавних завдань. Європейська інтеграція та глобалізаційні процеси посилюють потребу в розробленні нових науково-методологічних підходів до вирішення проблем функціонування фінансового ринку країни.

4.3. Оцінка діяльності фінансових посередників на кредитному ринку

Формування в Україні сучасної ринкової економіки потребує створення ефективної системи фінансових посередників, які будуть спроможними задовольняти потреби учасників фінансово-економічних відносин, а також відповідати новим глобальним і національним викликам та загрозам. Сьогодні Україна переживає важкий етап системних змін у всіх сферах суспільного життя, який до того ж ускладнений воєнними діями та необхідністю утвердження й розбудови справді незалежної держави, що потребує проведення масштабних, глибоких економічних реформ, фактично економічної трансформації, спрямованої на формування структурних змін та утвердження моделі інноваційного соціально-економічного розвитку країни [225, с. 249]. Такі зміни треба здійснювати відповідно до вимог новітніх економічних парадигм, і зволікання з їхнім проведенням не просто гальмує розвиток національної економіки України, а також призводить до загострення соціальної напруженості й проблем у реалізації планів уряду з підвищення соціальних стандартів у державі [213, с. 640].

Зазначимо, що перші трансформаційні процеси в економіці відбулися у 1990-х роках і супроводжувалися формуванням приватного сектора, ринкових інституцій та механізмів, а також приватизацією державних підприємств. Власне тоді розпочалося формування сегментів вітчизняного фінансового ринку та з'явилися перші приватні фінансові посередники [22]. Виконане в ході дослідження оцінювання їхньої діяльності дало змогу виявити певні закономірності й загальні ознаки поступу, циклічності змін, зумовлених економічними й позаекономічними чинниками. На наш погляд, у генезисі фінансового посередництва в Україні можна виділити такі етапи:

- перший (1991–1995) – становлення інституту фінансового посередництва (активне створення різноманітних фінансових установ та організацій: банків, кредитних спілок, ломбардів, страхових компаній тощо) і формування правових засад його діяльності; створення фондового сегмента фінансового ринку і відповідних спеціалізованих фінансових установ. Ці процеси супроводжувались посиленою гіперінфляцією, глибокою економічною, фінансовою та платіжною кризами, невпорядко-

ваністю і нестабільністю нормативно-правового регулювання, масовим виникненням дрібних “кишенькових” банків, неузгодженою діяльністю державних органів, які регулювали функціонування фінансового ринку і його професійних учасників, а також появою фінансових посередників, що функціонували за принципом піраміди;

- другий (1996–2000) – активізація діяльності фінансових посередників. Для нього характерні: створення нових видів фінансових посередників – інвестиційних фондів, довірчих товариств, недержавних пенсійних фондів і фінансових компаній та ін.; збільшення обсягів посередницьких операцій та поява нових фінансових продуктів; зниження рівня інфляції, запровадження національної платіжної системи з використанням нових платіжних інструментів; подальше формування й удосконалення нормативно-правової бази з питань функціонування фінансового посередництва (наприклад, ухвалення Закону України “Про фінансовий лізинг” від 16 грудня 1997 р. № 723/97-ВР, Закону України “Про страхування” від 7 березня 1996 р. № 85/96-ВР та ін.). Проте загалом небанківські фінансові посередники мали слабкі фінансові можливості та не могли конкурувати з банківськими установами;
- третій (2001–2007) – формування ринку фінансового посередництва й створення сприятливих умов для його діяльності, зокрема, ухвалення низки важливих нормативно-правових актів, а саме: Законів України “Про фінансові послуги та державне регулювання ринку фінансових послуг” від 12 липня 2001 р. № 2664-III, “Про страхування” від 4 жовтня 2001 р. № 2745-III, “Про кредитні спілки” від 20 грудня 2001 р. № 2908-III, “Про інститути спільного інвестування” від 5 липня 2002 р. № 5080-IV, “Про недержавне пенсійне забезпечення” від 9 липня 2003 р. № 1057-IV, а також утворення Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг. Це сприяло появі значної кількості фінансових посередників небанківського типу, уможливило їхню перереєстрацію та запровадження процедури ліцензування. Проте недостатньо ефективне державне регулювання зазначеного сегмента фінансового ринку, посилені вкрай слабкою поінформованістю населення про діяльність таких посередників і малою довірою заощадників до них, стримували структурні зрушення в поступі інституту фінансового посередництва в країні;

➤ четвертий (з 2008 р.) – модернізація діяльності фінансових посередників. Для цього етапу характерні: глибока фінансово-економічна криза з подальшою стагнацією економіки країни; зменшення кількості зареєстрованих банків і небанківських фінансових установ; реформування вкрай неефективного державного регулювання фінансового ринку; утрата його суб'єктами частини нагромаджених активів і, що найголовніше, – довіри заощадників. У підсумку відбувається переосмислення й перебудова основ функціонування професійних учасників фінансового ринку, консолідація діяльності переважної більшості фінансових інститутів, зростання ролі страхових компаній з-поміж інших небанківських фінансових установ, запровадження ризик-орієнтованих систем регулювання, моніторингу і нагляду за їхньою діяльністю, поліпшення технологічного забезпечення й переведення фінансових операцій в електронно-цифровий формат (так звана цифровізація⁵⁸ [183]), формування стратегії реформування державного регулювання фінансового простору країни загалом та ін.

Нагадаємо, що всі фінансові посередники спрямовують діяльність на формування пропозиції грошей на фінансовому ринку завдяки мобілізації тимчасово вільних коштів економічних суб'єктів за допомогою відповідних механізмів (інструментів), зокрема: залучення депозитів, продаж різноманітних фінансових активів, надання страхових, лізингових, факторингових послуг, послуг з недержавного пенсійного забезпечення тощо. Залежно від використовуваного механізму фінансових посередників поділяють на такі типи: 1) депозитні установи, 2) ощадні установи контрактного типу, 3) інвестиційні посередники (*див. п. 1.2, рис. 1.10*).

На наш погляд, першу групу – депозитні установи (банки, кредитні спілки) – необхідно перейменувати в депозитно-кредитні й розширити фінансовими та лізинговими компаніями й ломбардами, оскільки вони вико-

⁵⁸ Цифровізація – це насичення фізичного світу електронно-цифровими пристроями, засобами, системами та налагодження електронно-комунікаційного обміну між ними, що фактично уможливорює інтегральну взаємодію віртуального та фізичного, тобто створює кіберфізичний простір. Цифровізація – визнаний механізм економічного зростання завдяки здатності технологій позитивно впливати на ефективність, результативність, вартість та якість економічної, суспільно-громадської та особистої діяльності [183].

нують ту ж функцію на цьому сегменті фінансового ринку, що й перші – надають кошти в кредит. Щоправда, кредитування цими фінансовими посередниками має певну специфіку, яку розглянемо нижче. Однак принагідно зазначимо, що, наприклад, лізинг у розвинених країнах називають “кредитним сурогатом” або “певним аналогом кредиту”, який відіграє важливу роль в економіці.

Зазначимо, що на кредитному ринку, як і на будь-якому іншому, ключовими параметрами є рівноважна ціна (процентна ставка) та кількість товару (обсяг грошових коштів), визначені за взаємодії попиту і пропозиції. Оскільки ж кредитування різними фінансовими посередниками має свої особливості, тобто не є гомогенним, то, відповідно, і його ціна буде різною. Тому розглянемо його в розрізі кожної групи фінансових посередників, зокрема, проаналізуємо діяльність банків, кредитних спілок, фінансових і лізингових компаній та ломбардів.

Для вітчизняних банків темпи приросту обсягу наданих кредитів на кінець відповідного року (додаток 22) набули від’ємного значення лише у 2009, 2012 і 2016 рр. (відповідно, -5,7, -1,2 та -0,4 %). Упродовж 2017–2018 рр. на тлі дещо нестійкого й доволі екстенсивного економічного зростання відбулось збільшення обсягів кредитного портфеля банків з 1042,8 до 1118,6 млрд грн (на 7,3 %). Відтак проголошений курс і стратегія відновлення кредитування економіки в країні не досягнуті, а вітчизняна банківська система сьогодні на задовільному рівні спроможна виконувати своє основне призначення – забезпечення позиковими грошовими коштами економічних суб’єктів. Частково така ситуація спричинена зростанням обсягів проблемних кредитів і протермінованої заборгованості, яка 2018 р. (головно, це пов’язано з кредитами, наданими до 2014 р. в АРК та на території Донбасу) усе ще становила понад 50,0 %, що фактично унеможливає проведення активної політики кредитування, адже це загрожуватиме фінансовому стану банків, підвищуватиме рівень неплатоспроможності і може спричинити банкрутство. Проте без зростання обсягів кредитування неможливо забезпечити подолання наслідків кризових і деструктивних явищ у національній економіці та подальший економічний поступ.

Банки переважно надавали кредити суб’єктам господарювання, їхня частка в обсязі кредитування зросла з 57 % у 2007 р. до 82 % у 2018 р.

(максимальне значення – 84,2 % у 2016 р.), а частка домогосподарств зменшилася, відповідно, з майже 32 до 18 % (мінімальне значення – 15,6 % у 2016 р.), що свідчить про пошкваллення кредитування населення вперше з початку кризи 2014 р. (рис. 4.19). Загалом банки розміщують на кредитному ринку від мінімальних 71,3 % до максимальних 85,5 % (частка кредитів в активах банків) мобілізованих коштів економічних суб'єктів (див. додаток 22). Водночас кількість банків за досліджуваній проміжок часу зменшилась і на кінець 2018 р. становила 77, тобто порівняно з 2006 р. у 2,2 раза, що пов'язано з підвищенням вимог до банківської діяльності з боку НБУ, які частина з них не змогла виконати і була ліквідована.



Рис. 4.19. Динаміка обсягів банківського кредитування в розрізі економічних суб'єктів і відповідні середньозважені процентні ставки за 2007–2018 рр.

Джерело: побудовано автором на основі [320; 451].

Оскільки суб'єкти господарювання і домогосподарства беруть позики на різні цілі та мають також різну платоспроможність, то й ціна кредитних коштів теж відмінна. Середньозважена процентна ставка в річному обчисленні за новими кредитами нефінансовим корпораціям у національній валюті за цей період коливалася в межах 14–21 %, тоді як для домогосподарств загалом майже постійно зростала і в 2018 р. становила 30,4 %

(див. рис. 4.19). Хоча вона завжди була вищою, ніж для суб'єктів господарювання, їхній розрив різко збільшився після світової кризи (різниця зросла 2010 р. до понад 11 %) і фактично є таким досі (за винятком 2015 р. – 6,9 %).

Кредитоспроможність вітчизняних банків визначена динамікою їхніх зобов'язань, які загалом мають тенденцію до зростання (див. додаток 22), проте темпи щорічного приросту за два останні роки є незначними. Крім того, унаслідок впливу світової фінансової кризи 2008–2010 р. в Україні зафіксовано зниження обсягу зобов'язань вітчизняних банків, яке в 2009 р. становило -5,2 %; причому воно переважно зумовлене, як не дивно, вилученням коштів суб'єктами господарювання (-20 % до попереднього року), а не домогосподарствами (-1,5 %). Темпи приросту також були від'ємними у 2015–2016 рр. унаслідок економічної кризи, спричиненої російською агресією, що спровокувало макроекономічну дестабілізацію в державі та кризи в банківському секторі. Це супроводжувалося вимушеною внутрішньою міграцією населення та зростанням видатків на соціальну допомогу біженцям, зменшенням податкових надходжень з непідконтрольних територій, зростанням видатків на оборону. У підсумку збільшився дефіцит державного бюджету і звузилися можливості його фінансування позиками на міжнародному фінансовому ринку, що призвело до знецінення гривні щодо іноземних валют. Зазначимо, що темпи зменшення приросту обсягу зобов'язань українських банків стримувані переважно курсовою переоцінкою, тоді як макроекономічна стабілізація у 2016 р. сприяла поступовому відновленню довіри населення до банків як професійних учасників фінансового ринку і нарощенню обсягів їхніх зобов'язань у 2017–2018 рр., відповідно, на 3,6 та 2,8 %.

Переважну частину в структурі зобов'язань банків становлять кошти домогосподарств та суб'єктів господарювання. Перші - організовані заощадження домогосподарств, зазвичай, переважають у зобов'язаннях банків – частка їхніх коштів у зобов'язаннях банків в Україні коливалася від мінімальних 26,4 % у 2008 р. до максимальних 42,2 % у 2018 р. (див. додаток 22), тобто саме вони є основним постачальником коштів на фінансовий ринок (за посередництвом банків). Частка депозитів домогосподарств завжди зменшується під час криз. Очікувати на суттєве зростання депозитів у національній валюті можна через один квартал після стабілізації інфляції

та валютного курсу в державі, а у валюті – через чотири місяці, згідно з дослідженням А. Ставицького [444, с. 55 та с. 57].

Водночас середньозважена процентна ставка (рис. 4.20) в річному обчисленні за новими депозитами домашнім господарствам у національній валюті зростала у 2007–2009 рр., знижувалася у 2010–2011 рр., відновила зростання у 2012–2014 рр. і знову зменшується з 2015 р., тобто вона має тенденцію до зростання в передкризові періоди та до зниження в післякризові. Іншими словами, попит на кредитні кошти в національній економіці України зростає, і банки, щоб задовільнити цей попит, підвищують ставку по депозитах, а в післякризові роки попит на позикові кошти відновлюється повільно і, відповідно, банки зменшують процентні ставки за розміщення грошових коштів на депозитних рахунках. З рис. 4.20 також бачимо, що динаміка процентної ставки за депозитами домогосподарств майже не корелює з обсягами їхнього залучення банками. Наприклад, з 2015 р. ставка поступово знижується, а обсяги депозитів домогосподарств зростають.

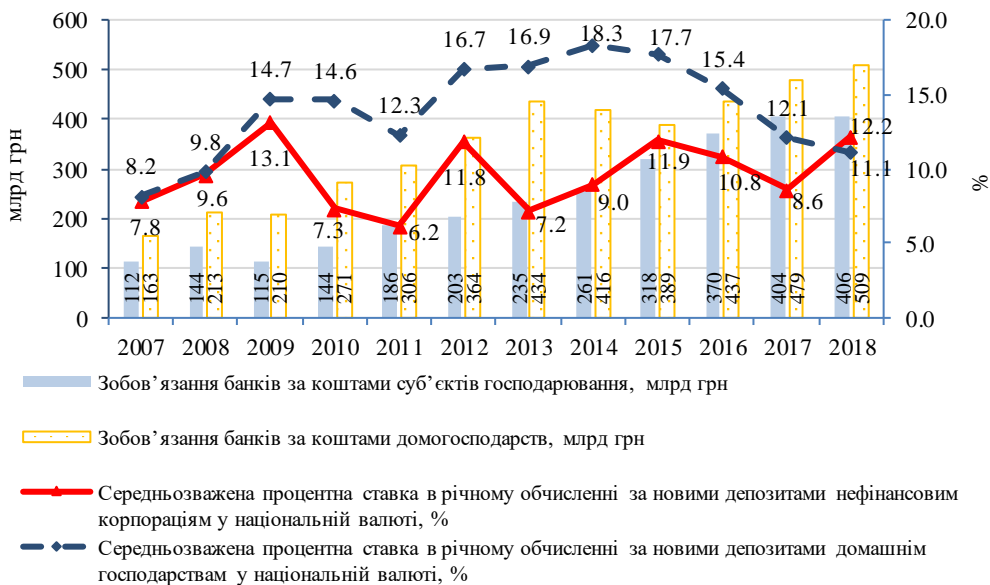


Рис. 4.20. Динаміка зобов'язань банків і відповідні середньозважені процентні ставки за 2007–2018 рр.

Джерело: побудовано автором на основі [320; 451].

Серед юридичних осіб депозити в банках, зазвичай, мають страхові компанії та пенсійні фонди, та оскільки вони ще й самостійно продають отримані кошти за свої послуги від фізичних і юридичних осіб на ринку цінних паперів, то їхню роль у формуванні пропозиції коштів на кредитному сегменті вітчизняного фінансового ринку розглянемо нижче. Зазначимо лише, що в структурі їхніх активів частка банківських депозитів становить від 30 до 45 %, а середньозважена процентна ставка в річному обчисленні за новими депозитами нефінансовим корпораціям у національній валюті коливалася від мінімальних 6,2 % у 2011 р. до максимальних 13,1 у 2009 р. Звернемо увагу на те, що за весь досліджуваний проміжок часу вона була меншою від аналогічної ставки для домогосподарств, проте 2018 р. уперше її перевищила (різниця між ними становила 1,1 п. п.).

Загалом вітчизняні банки як фінансові посередники доволі успішно залучали тимчасово вільні кошти економічних суб'єктів, їхній загальний обсяг (залишки на кінець року) зріс з 275,5 млрд у 2007 р. до 915,1 млрд грн у 2018 р., тобто в 3,3 раза, що свідчить про зростання ролі банків у фінансуванні розвитку національної економіки.

Наголосимо, що банкрутство великої кількості банків і неповернення багатьом їхнім вкладникам депозитних коштів призвели до ланцюгового поширення ризику втрати довіри та репутації для інших кредитних і фінансових установ, зокрема, кредитних спілок, які чи не найбільше постраждали від тих економічних викликів і загроз, з якими зіткнулася економіка України в досліджуваному періоді. За результатами аналізу їхньої діяльності впродовж 2006–2018 рр. на вітчизняному фінансовому ринку (додаток 23) можемо зробити висновок, що їхні обсяги кредитування зменшувалися фактично сім років поспіль – з 2009 до 2015 рр. (за винятком 2012 р.). Максимального значення вони досягли 2008 р. – 5 572,8 млн грн, а мінімального – 2015 р. – 1 792,7 млн грн, тобто зменшилися більше ніж утричі. З 2016 р. ситуація почала поліпшуватися – індекс приросту обсягів позик набув додатних значень і за підсумками їхньої діяльності на кінець 2018 р. становив 1,061 до попереднього року.

Зазначимо, що частка позик в активах кредитних спілок є вищою, ніж у банків (70–86 %) і становить від 80 до 98 % станом на 31 грудня відповідного року (рис. 4.21). За останні кілька років кредитні спілки також

зуміли зменшити частку протермінованої заборгованості в кредитному портфелі, зокрема, у 2017 р. на 2,3 % (з 20,5 до 18,2 %), а у 2018 р. – до 17,5 %, що на 0,7 % менше, ніж станом на 31.12.2017 р. [341; 342].

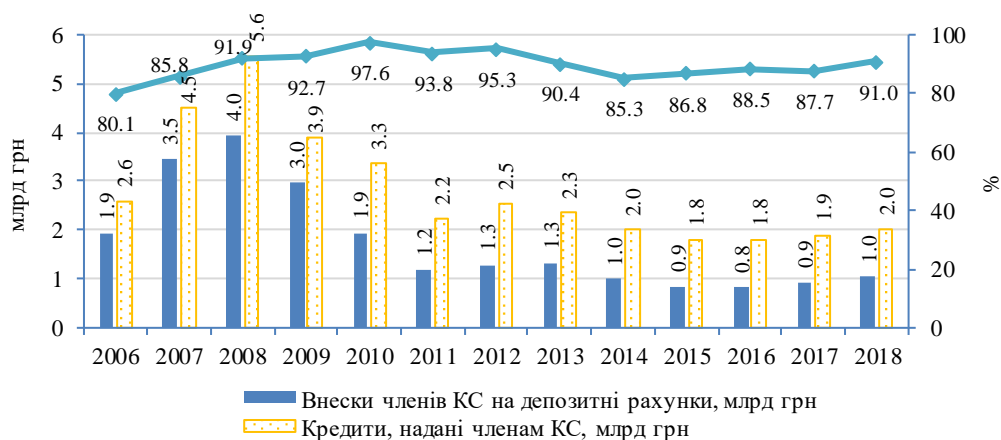


Рис. 4.21. Динаміка основних показників діяльності вітчизняних кредитних спілок за 2006–2018 рр.

Джерело: побудовано автором на основі [420; 451].

Загалом понад 70 % членів кредитних спілок упродовж останніх десяти років не користуються їхніми основними послугами, тобто не мають внесків на депозитних рахунках та не отримують кредитів [158, с. 103]. Якщо в 2008 р. з 2 669,4 тис. членів кредитних спілок користувалися послугами лише 27,8 % – 742,1 тис. осіб, то впродовж десяти років їхня частка коливалася в межах від 24,7 (2015 р.) до 29,5 % (2016 р.), а у 2018 р. становила 28,3 %, водночас відбулось значне зниження кількості користувачів цих послуг до 135,8 тис. осіб на кінець 2018 р., тобто в 5,5 раза.

Діапазон середньозважених відсоткових ставок за кредитами, які надані членам кредитних спілок, широкий. Наприклад, більшість кредитних спілок (72,4 %) у 2018 р. надавала кредити за середньозваженою відсотковою ставкою в межах від 30 до 60 % річних, половина (50,4 %) – за ставкою в межах від 30 до 50 % річних і майже третина (30,6 %) – у межах від 40 до 50 % річних [342, с. 8]. Як бачимо, їхня процентна ставка майже вдвічі перевищувала ставку за кредитами, що їх пропонували банки.

Середній обсяг позики на члена спілки, який має кредит, у 2015–2018 рр. (нагромадженим залишком на кінець року) зростає і становить, відповідно, 11,1, 12,1, 14,1 та 17,1 тис. грн. Частка споживчих кредитів у нагромадженому залишку станом на кінець 2018 р. становила 53,8 % (1 083,3 млн грн), які були спрямовані на придбання автотранспорту, побутової техніки й інші потреби. Друге місце посідають кредити на придбання, будівництво, ремонт і реконструкцію нерухомого майна (20,3 %). На третьому місці кредити, надані на ведення особистих селянських та фермерських господарств – 18,4 %, і частка комерційних кредитів становить 7,5 % [342, с. 8]. Отже, можемо дійти висновку, що хоча більше половини виданих позик кредитними спілками (залишок на кінець 2018 р.) були на термін понад рік (табл. 4.20), переважна частина з них мала споживчий, а не інвестиційний характер.

Таблиця 4.20

Динаміка і структура обсягів залучення кредитними спілками заощаджень домогосподарств та їхнє розміщення на фінансовому ринку (станом на 31 грудня відповідного року)

Рік	Внески домогосподарств (членів кредитної спілки)			Кредити, надані домогосподарствам (членам кредитної спілки)			Питома вага перетворених внесків домогосподарств у кредитні ресурси, %	
	млн грн	зокрема на термін більше року		млн грн	зокрема на термін більше року		від загального обсягу залучених депозитів (гр6/гр2*100)	від обсягу депозитів терміном більше року (гр6/гр3*100)
		млн грн	%		млн грн	%		
2006	1927	580	30,09	2597	976	37,59	50,66	168,36
2007	3451	1370	39,70	4512	1807	40,05	52,36	131,89
2008	3951	1742	44,10	5573	2456	44,07	62,16	140,96
2009	2959	1190	40,20	3909	1622	41,50	54,82	136,37
2010	1945	811	41,70	3350	1189	35,50	61,14	146,60
2011	1186	593	50,00	2237	1096	49,00	92,48	184,94
2012	1288	721	56,00	2531	1417	56,00	110,09	196,59
2013	1330	828	62,25	2349	1300	55,34	97,74	157,00
2014	990	616	62,22	2349	1111	47,29	112,23	180,37
2015	855	520	60,79	1793	885	49,36	103,46	170,19
2016	832	559	67,25	1800	834	46,35	100,28	149,11
2017	937	656	70,03	1902	974	51,22	103,99	148,49
2018	1046	767	73,39	2018	1082	53,60	103,43	140,94

Джерело: складено та розраховано автором на основі [420].

За досліджуваний період питома вага кредитів терміном понад рік, наданих домогосподарствам (членам кредитних спілок), загалом має тенденцію до зростання і в 2018 р. вона становила 53,6 % (табл. 4.20). Найнижчим зазначений індикатор був у 2010 р. і становив 35,5 %, а найвищим – у 2012 р. (56 %). Це дає змогу констатувати, що частка довготермінових кредитів у їхньому загальному обсязі в кредитних спілках є дещо меншою, ніж у банків.

Як і у випадку з банками, спроможність кредитних спілок надавати позики визначена динамікою їхніх зобов'язань. Наприклад, у докризовий період кредитні спілки активно мобілізували тимчасово вільні грошові кошти населення, зокрема, за 2006–2008 рр. вони зуміли наростити депозитний портфель більше ніж удвічі (табл. 4.20). Це дало їм змогу збільшити обсяги надання своїм членам довготермінових кредитів, частка яких у залишках станом на кінець 2008 р. зросла на 6,5 % – із 37,6 до 44,1 %.

На жаль, під час світової фінансової кризи 2008–2009 рр. кредитні спілки найбільше постраждали від макроекономічної ситуації в Україні й тих внутрішніх викликів (вилучення депозитів і масове закриття депозитних програм, несплата процентів позичальниками), які призвели до дисбалансів у їхній господарській діяльності, втрати платоспроможності й навіть ліквідації та виходу з ринку. Через важке фінансово-економічне становище в країні їм було важко акумулювати тимчасово вільні кошти населення: зниження зазначеного показника зафіксовано в 2009–2011 і 2014–2016 рр.; лише в 2012–2013 рр. і 2017–2018 рр. динаміка їхнього приросту була висхідною. Зазначимо, що у 2012–2013 рр. приріст внесків домогосподарств був незначним і дещо вищим у 2017–2018 рр. Наприклад, кредитні спілки наростили обсяги внесків із 831,8 млн станом на кінець 2016 р. до 937,0 млн у 2017 р. і до 1045,7 млн грн у 2018 р., причому рекордним був розмір внесків саме на термін понад рік (у 2018 р. їх нагромаджений обсяг становив 767,4 млн грн, або 73,4 %), що свідчить про відновлення довіри до цих фінансових посередників. У перспективі сподіваємося, що це відобразиться також на динаміці кількості кредитних спілок та їхніх членів у національній економіці України.

Отже, зафіксовано певну пасивність, суттєве зменшення зацікавленості й активної участі переважної більшості членів вітчизняних кредитних

спілок у їхньому розвитку. Як не дивно, байдужими до проблем розвитку кредитних спілок є і законодавці, які не підтримали у 2018 р. законопроект № 6405 “Про кредитні спілки”, що передбачав удосконалення й розширення напрямів їхньої господарської діяльності, забезпечення прозорості та стабільності ринку взаємного кредитування, урегулювання правовідносин щодо набуття і припинення членства [158, с. 103]. Відтак роботу з підтримки діяльності українських кредитних спілок активізувало Агентство США з міжнародного розвитку, яке запросило міжнародних експертів для допомоги у створенні мережі кредитних спілок у селах, які, як очікують, стануть каталізатором розвитку малого бізнесу.

Іншим фінансовим посередником, діяльність якого проаналізуємо, є фінансові компанії, які надають мікрокредити, послуги з переказу коштів, факторингові й інші послуги. Крім того, вони можуть створювати фонди операцій з нерухомістю та фонди фінансування будівництва. Як відомо, що більше є різновидів фінансових послуг на ринку, то розвиненішим вважають фінансовий простір країни. Водночас у контексті нашого дослідження важливим є власне процес кредитування на фінансовому ринку України, а не перепродаж фінансових зобов'язань (заборгованості) зі знижкою тощо.

Загалом кількість зареєстрованих фінансових компаній у Державному реєстрі фінансових установ Нацкомфінпослуг⁵⁹ за досліджуваний період щорічно зростала – з 492 од. у 2013 р. до 940 од. станом на кінець 2018 р., тобто збільшилась майже удвічі (додаток 24), а обсяг наданих ними фінансових послуг – з 42 342,9 до 256 600,4 млн грн, відповідно, тобто більше ніж у шість разів. За 2018 р. приріст обсягу наданих фінансових послуг становив 28 435,4 млн грн (+31,4 % порівняно з 2017 р.). Причинами такого значного зростання є як створення нових компаній, так і реорганізація окремих малих комерційних банків у фінансові компанії.

⁵⁹ Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, утворена Указом Президента України від 23 листопада 2011 року на виконання Закону України “Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг” [386]. З огляду на це, статистичні дані про діяльність небанківських фінансових установ до 2012 р. включно, здебільшого, є фрагментарними та неповними, що фактично унеможливило оцінювання їхньої активності на кредитному сегменті вітчизняного фінансового ринку за той період.

Зазначений процес триває, зокрема, сьогодні завершується процедура реорганізації припиненням банківської діяльності без припинення існування юридичної особи АТ “БМ БАНК”, ВАТ “ВТБ БАНК”, ПАТ “Вернум Банк” та ін. [822, с. 223–224]. Це зумовлено тим, що нормативного регулювання (нормування, обмеження ризиків) діяльності фінансових компаній практично нема, оскільки вони функціонують за власні кошти (залучати депозити їм заборонено і, відповідно, нема ризиків фінансових втрат для суспільства).

Узагальнені дані щодо обсягу коштів, розміщених ними на кредитному сегменті фінансового ринку, у формі надання: 1) коштів у позику, у тому числі на умовах фінансового кредиту; 2) послуг з фінансового лізингу (вартість укладених договорів) та їхня сумарна частка в наданих фінансових послугах (крім послуг з управління фондів фінансування будівництва та фондів операцій з нерухомістю) за 2013–2018 рр. відображені на рис. 4.22. Наприклад, частка коштів, розміщених на кредитному ринку, у загальному обсязі наданих фінансових послуг мала спадну тенденцію і поступово знижувалася з 16,6 % у 2013 р. до 5,3 % у 2016 р., а в наступні два роки стрімко зростала й досягла 18,9 % у 2018 р. Обсяг коштів, розміщених на кредитному ринку, на 31 грудня 2018 р. становив 48 530,7 млн грн, або 38,72 % активів фінансових компаній проти 17,68 % у 2013 р.

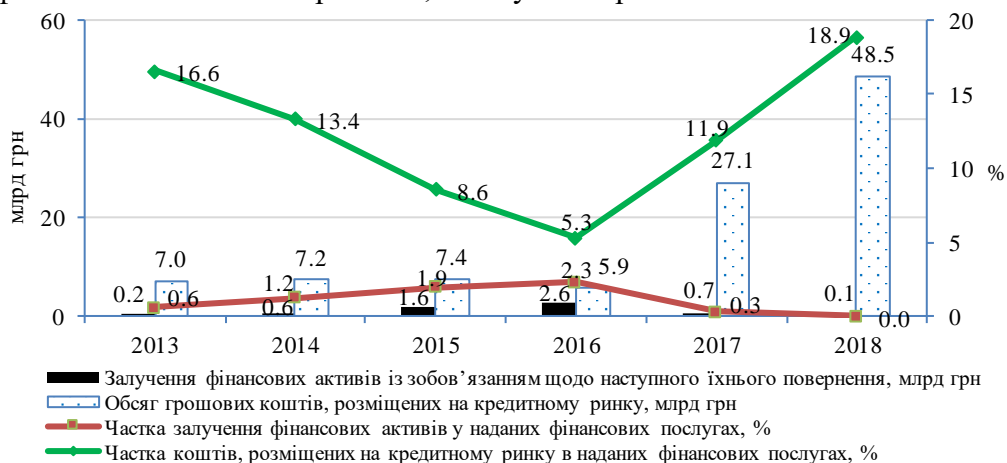


Рис. 4.22. Активність фінансових компаній на кредитному ринку України за 2013–2018 рр. (станом на 31 грудня відповідного року)

Джерело: побудовано автором на основі [349; 420].

Деталізовані дані про динаміку кількості фінансових компаній у розрізі їхніх юридичних форм та їхню діяльність на кредитному ринку наведено в додатку 24. Наприклад, обсяг наданих кредитів іншими кредитними установами на кінець 2012 р. становив 1 888,0 млн, 2013 р. – 3 981,8 млн (збільшився вдвічі щодо попереднього року), 2014 р. – 5 138,5 млн грн (збільшився на 29 % порівняно з 2013 р.). Середньозважена річна процентна ставка за наданими кредитами у 2013 р. становила 216,1 % (максимальна – 732 %, мінімальна – 0,07 %), а в 2014 р. – 233,2 % (максимальна – 1 511,0 %, мінімальна – 5,0 %) [343, с. 11; 344, с. 11]. На підставі цих даних можемо зробити висновок, що банківські кредити є в рази дешевшими.

Водночас обсяг наданих кредитів юридичними особами публічного права⁶⁰ на кінець 2012 р. становив 3 275,8 млн, 2013 р. – 2 732,2 млн (на 16,6 % менше щодо попереднього року), 2014 р. – 2 724,2 млн грн (на 0,3 % менше щодо 2013 р.). Середньозважена річна процентна ставка за наданими кредитами у 2013 р. становила 5,9 %, а в 2014 р. – 6,2 % [343, с. 12; 344, с. 12], тобто кредитуватися в них значно дешевше, ніж у банках.

Для фінансування своєї діяльності фінансові компанії також залучають від домогосподарств фінансові активи із зобов'язанням подальшого їхнього повернення⁶¹, фактично це аналог банківських депозитів (див. рис. 4.22 та додаток 24). За аналізований період обсяги їхнього залучення стрімко зростали до 2016 р., а потім ще стрімкіше зменшувалися. Зокрема, у 2014 р. порівняно з попереднім роком збільшились у 2,6 раза, у 2015 р. –

⁶⁰ Юридична особа публічного права – це фінансова установа, створена на підставі розпорядчого акту Президента України, органу державної влади, органу влади Автономної Республіки Крим або органу місцевого самоврядування й уповноважена на давати фінансові послуги. Найбільшою та найвідомішою з них є Державна іпотечна установа, частка якої в їхніх загальних активах у 2012–2014 рр. становила понад 70 %.

⁶¹ Залучення фінансових активів із зобов'язанням щодо подальшого їхнього повернення – фінансова послуга, яка передбачає залучення фінансовою установою фінансових активів на підставі письмового договору з особою (вкладником), яка не є фінансовою установою, із зобов'язанням фінансової установи щодо подальшого повернення таких коштів через визначений у договорі термін з виплатою вкладнику процентів (винагороди). Субординований борг, кошти, отримані з місцевих та державного бюджетів юридичними особами публічного права, не належать до залучених коштів. Залучення грошових коштів із зобов'язанням щодо подальшого їхнього повернення на інших підставах, зокрема, отримання кредитів від іншої фінансової установи, не є фінансовою послугою [256].

у 2,56, 2016 р. – у 1,55 раза, а 2017 р. вже зменшилися в 3,62 раза, у 2018 р. – майже в 14 разів. До професійних учасників кредитного ринку належать також ломбарди, які є одними з найконсервативніших і найстабільніших кредитних інститутів, що зорієнтовані на надання невеликих та коротко-термінових кредитів під заставу виробів з коштовних металів і коштовного каміння, побутової техніки, автомобілів тощо. Упродовж досліджуваного періоду ломбарди в Україні в абсолютній більшості залишалися стабільними і навіть зуміли в 2006–2018 рр. (додаток 25) наростити обсяги власного кредитного портфеля, незважаючи на всі виклики і загрози. Наприклад, за цей період обсяг наданих ними кредитів збільшився з 1308,1 до 16442,3 млн грн, тобто в 12,6 раза; найбільшим він був 2016 р. – 16 718,0 млн грн, 2017 р. зменшився на 2 %, а у 2018 р. збільшився на 0,3 % до попереднього року (рис. 4.23).

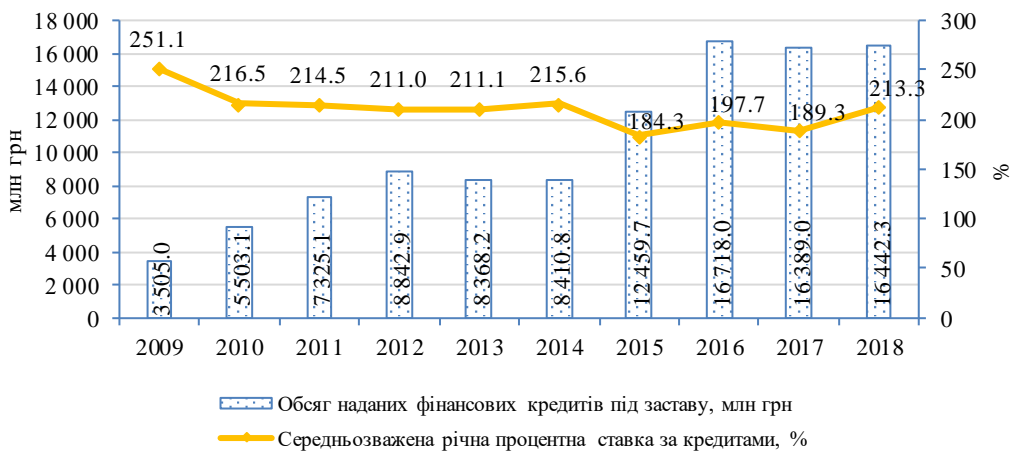


Рис. 4.23. Динаміка рівноважної кількості та ціни грошових коштів, наданих ломбардами у позику в Україні за 2009–2018 рр.

Джерело: побудовано автором на основі [346; 349; 420].

Середній розмір кредитів під заставу у 2018 р. становив 1 397,7 грн, а середньозважена річна процентна ставка – 213,3 %, що на 24 % більше, ніж 2017 р. (189,3 %) та на 8,4 % більше, ніж 2016 р. (197,7 %). Отже, ломбарди мають одну з найвищих середньозважених річних процентних ставок кредитування з-поміж усіх кредитних установ. Водночас ці кредити мають короткотерміновий характер, що свідчить про їхнє споживче, а не інвестиційне

спрямування. Ефективність діяльності ломбардів у сфері кредитування зумовлена наданням “миттєвих” короткотермінових фінансових кредитів фізичним і юридичним особам під заставу визначеного переліку цінного майна. Сьогодні це дає змогу зазначеному сегменту фінансового ринку динамічно розвиватись, бути конкурентоспроможним і фінансово стабільним.

Окрім того, ломбарди утвердилися на фінансовому ринку і як депозитні установи, залучаючи на платній та безоплатній засадах кошти від банків, інших юридичних осіб і населення. Наприклад, обсяги залучених коштів загалом мали тенденцію до зростання з 2009 до 2014 рр. (з 79,9 до 200,5 млн грн, або у 2,5 раза), а потім до зниження (яке у 2017–2018 рр. становило, відповідно, 12,4 та 7,1 % до попереднього року) і в 2018 р. становили 156,2 млн грн (рис. 4.24).



Рис. 4.24. Розподіл джерел залучення вітчизняними ломбардами коштів на платній і безоплатній засадах та їхній обсяг за 2009–2018 рр.

Джерело: побудовано автором на основі [155; 346; 349; 420].

Наголосимо, що вони залучають кошти від економічних суб’єктів у надзвичайно малих обсягах порівняно з обсягом наданих кредитів. За 2009–2018 рр. у структурі залучених коштів відбулися значні зміни. Зокрема, частка банків у цьому показнику зменшилася з 94,1 до 28,3 %, натомість значно зросла питома вага юридичних осіб (крім банків) – з 5,6 до 66,9 %. Частка ж домогосподарств у цьому періоді була мізерною і

коливалася від 0,3 до 12,7 %. Однак у сучасних економічних умовах і за посилення вимог до банків з боку НБУ вони можуть створити їм та кредитним спілкам певну конкуренцію на фінансовому ринку за тимчасово вільні кошти домогосподарств.

Результати діяльності лізингових компаній на кредитному ринку України відображено на рис. 4.25. Як бачимо, вартість укладених договорів фінансового лізингу (як за звітний період, так і нагромадженим підсумком на кінець року) зростала у 2012–2013 рр., зменшувалася у 2014–2015 рр., а з 2016 р. почала зростати їхня вартість за звітний період і з 2018 р. таку ж тенденцію простежено для їхньої вартості за нагромадженим підсумком на кінець року. Наприклад, вартість договорів фінансового лізингу за 2018 р. збільшилась на 67,9 % (або на 8 705,1 млн грн), а станом на кінець року її нагромаджений показник зріс до 24,9 млрд грн (на 11,2 %, або на 2 503,0 млн грн до попереднього року). Кількість укладених договорів фінансового лізингу за 2018 р. зросла на 1 040 угод порівняно з попереднім роком, а кількість чинних договорів станом на кінець року – на 533 угоди.

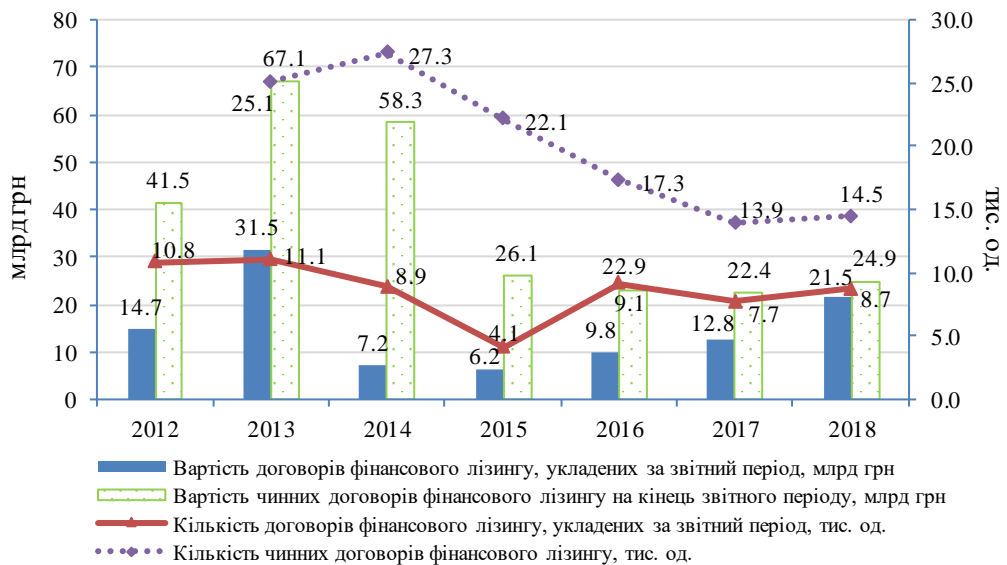


Рис. 4.25. Діяльність лізингових компаній на кредитному ринку України за 2012–2018 рр.

Джерело: побудовано автором на основі [155; 349; 350; 420].

На динаміку показників розвитку ринку фінансового лізингу у 2014 р. найбільше вплинуло таке: 1) згортання лізингових програм традиційних отримувачів лізингових послуг, у тому числі державних компаній; 2) обмеженість банківських кредитних коштів для фінансування лізингових операцій; 3) недостатність власних фінансових ресурсів унаслідок несплати боргових зобов'язань за раніше укладеними договорами неплатоспроможними споживачами лізингових послуг [418, с. 10].

Зазначимо, що станом на 31.12.2018 право з надання послуг фінансового лізингу на підставі ліцензії, виданої Нацкомфінпослуг, мають 116 юридичних осіб-лізингодавців та 389 фінансових компаній. Усього до Переліку юридичних осіб, які мають право надавати окремі фінансові послуги та перебувають на обліку в Нацкомфінпослуг, внесено інформацію про 167 юридичних осіб-лізингодавців (додаток 26). Упродовж 2018 р. фінансові компанії та юридичні особи, які не мають статусу фінансових установ, проте можуть згідно з законодавством надавати такі фінансові послуги, уклали 10 323 договорів фінансового лізингу на суму 22 193,1 млн грн. Вартість об'єктів лізингу, що є предметом договорів, на 31.12.2018 становила 16 150,1 млн, а вартість чинних договорів фінансового лізингу – 25 226,4 млн грн [350, с. 8].

Привертає увагу та обставина, що за 2012–2018 рр. понад 98 % вартості укладених договорів фінансового лізингу (на кінець звітного періоду) припало на юридичних осіб-лізингодавців і близько 1,5 % – на фінансові компанії, діяльність яких на кредитному ринку розглянуто вище. Проте фінансові компанії активізували надання послуг з фінансового лізингу: їхня частка у цих послугах, наданих упродовж року, зросла з 0,035 % у 2013 р. до близько 3,0 % усіх послуг фінансового лізингу за 2018 р. Водночас 95,6 % лізингових послуг, наданих лізингодавцями у 2018 р., припало на 20 найбільших юридичних осіб-суб'єктів господарювання [350, с. 8].

Для визначення ціни цього “кредитного сурогату” (аналогу процентної ставки по кредитах) необхідно поділити суму лізингових платежів на вартість відповідних договорів фінансового лізингу і виразити у відсотках. На жаль, визначити середньозважену річну процентну ставку лізингових компаній складно, оскільки інформація про лізингові платежі у Звітах Нацкомфінпослуг наведена за дев'ять місяців 2016–2018 рр., а вартість договорів фінансового лізингу – за дванадцять місяців відповідних років [420].

З метою фінансування своєї діяльності юридичні особи-лізингодавці використовують такі джерела, як власний капітал (його частка в джерелах загалом у досліджуваному періоді становила від 30 до 50 %), авансові платежі від лізингоотримувачів (відповідно, 25–30 %), кредити банків (10–30 %) та інші (8–15 %). Наприклад, у структурі джерел фінансування лізингових операцій юридичних осіб-лізингодавців у 2018 р. найбільшу частку становить власний капітал 31,3 % (5 300,8 млн грн) [350, с. 19]. В Україні найбільшими споживачами лізингових послуг є транспортна галузь, сільське господарство та будівництво [501, с. 321].

Отже, спроможність фінансових посередників депозитно-кредитного типу мобілізувати тимчасово вільні грошові кошти економічних суб'єктів і розміщувати їх на кредитному ринку залежить від макроекономічної ситуації в країні, ефективності організації функціонування й державного регулювання фінансового ринку, рівня добробуту і достатку громадян та їхніх можливостей заощаджувати.

Другою групою професійних учасників на фінансовому ринку є ощадні установи контрактного типу (страхові компанії та недержавні пенсійні фонди), які, надаючи відповідні фінансові послуги, отримують грошові кошти від домогосподарств і суб'єктів господарювання. Більшу частину цих коштів вони розміщують на фінансовому ринку, зокрема, на таких його сегментах: 1) кредитному – у формі депозитів у банках або розміщення коштів на платних засадах в інших фінансових посередників першої групи; 2) боргових цінних паперів – у формі позик купуючи ОВДП, корпоративні облігації тощо; 3) пайових цінних паперів, укладаючи кошти в акції для отримання дивідендів або в очікуванні зростання їхньої ціни в майбутньому. До цього їх зобов'язує вітчизняне законодавство, зокрема, для страхових компаній це ст. 31 Закону України “Про страхування” [383] – “кошти страхових резервів повинні розміщуватися з урахуванням безпечності, прибутковості, ліквідності, диверсифікованості та мають бути представлені активами таких категорій:

- грошові кошти на поточному рахунку;
- банківські вклади (депозити);
- валютні вкладення згідно з валютою страхування;
- нерухоме майно;

- акції, облігації, іпотечні сертифікати;
- цінні папери, що емітуються державою;
- права вимоги до перестраховиків;
- інвестиції в економіку України за напрямами, визначеними Кабінетом Міністрів України;
- банківські метали;
- кредити страхувальникам – фізичним особам, що уклали договори страхування життя, в межах викупної суми на момент видачі кредиту та під заставу викупної суми. У цьому разі кредит не може бути видано раніше, ніж через один рік після набрання чинності договором страхування, та на строк, який перевищує період, що залишився до закінчення дії договору страхування;
- готівка в касі в обсягах лімітів залишків каси, встановлених Національним банком України”.

З метою мінімізації ризиковості операцій страховика Положенням Нацкомфінпослуг [361] визначено критерії (допустимі межі) вкладення коштів за кожною категорією наведених вище активів. Наведемо лише ті, які стосуються фінансового ринку, наприклад, для: 1) банківських вкладів (депозитів) і рахунків умовного зберігання (ескроу), зокрема, в іноземній вільно конвертованій валюті, валютні вкладення згідно з валютою страхування – разом не більше 70 % страхових резервів (у кожному банку – не більше 20 %); 2) цінних паперів – разом не більше 50 % страхових резервів (до кожного їхнього виду згідно зі списком, наведеним у Положенні, визначені окремі граничні межі); 3) довготермінового фінансування (кредитування) житлового будівництва – не більше 10 % страхових резервів зі страхування життя; 4) інвестицій в економіку України за напрямами⁶², визначеними Кабінетом Міністрів України [376], крім інвестування в розвиток ринку іпотечного кредитування придбанням цінних паперів, емітентом

⁶² Зокрема, це: 1) розроблення та впровадження високотехнологічного устаткування, іншої інноваційної продукції, ресурсо- та енергоощадних технологій; 2) розвиток інфраструктури туризму; 3) добування корисних копалин; 4) перероблення відходів гірничо-металургійного виробництва; 5) будівництво житла; 6) розвиток транспортної інфраструктури, у тому числі будівництво та реконструкція автомобільних доріг; 7) розвиток сектора зв'язку та телекомунікацій.

яких є Державна іпотечна установа, – разом не більше 10 % страхових резервів (в окремий об’єкт інвестування – не більше 5 %); 5) банківських металів, у тому числі поточних і вкладних (деPOSITНИХ) рахунків у банківських металах, – разом не більше 15 % страхових резервів; 6) кредитів страхувальникам-фізичним особам – разом не більше 20 % страхових резервів зі страхування життя.

Для оцінювання участі страхових компаній у формуванні пропозиції грошей на фінансовому ринку проаналізуємо структуру їхніх активів за ст. 31 Закону України “Про страхування” та її динаміку (рис. 4.26). Зазначимо, що після девальвації гривні у 2014–2015 рр. страховики вкладали грошові кошти переважно у валютні ОВДП. Проте, як засвідчила вітчизняна практика, за рік – з червня 2017 р. до липня 2018 р. – на валютних держоблігаціях страховики змогли заробити не більше 5 % дохідності, оскільки курс, незважаючи на річну волатильність, знову повернувся до позначки близько 26 грн за долар улітку 2018 р. Водночас вкладення в гривневі ОВДП дали страховикам за цей період у середньому близько 15–17 % річних. Сьогодні їхня віддача ще більше зросла – до 18–19 %. Тому нині вільну гривневу ліквідність страховики, головню, розміщують у гривневих ОВДП [157].

Як бачимо з рис. 4.26, вітчизняні страхові компанії у 2006–2018 рр. розміщували фактично 18–35 % грошових коштів на кредитному ринку. Причому у 2015 р. їхня частка зросла порівняно з 2014 р. на 12,3 % і до 2018 р. щорічно становила приблизно третину, незважаючи на те, що в цей період було ліквідовано понад 80 вітчизняних банків. Водночас частки ринків пайових і боргових цінних паперів були порівняно стабільними у 2006–2015 рр. (коливалися в межах 33–60 та 4–12 %, відповідно), а потім питома вага першого різко знизилася до 12,5 % у 2018 р., а другого – зросла до 24,6 %. Такі зміни спричинені підвищенням лістингових вимог до цінних паперів, унаслідок чого кількість акцій, які допущено до торгів на фондових біржах, різко зменшилася (див. п. 4.2, рис. 4.10).

Нарощуванню ж вкладень у боргові цінні папери, передусім ОВДП, сприяло таке: 1) нові нормативні вимоги до якості активів страхових компаній, згідно з якими 20–40 % страхових резервів повинні бути низькоризиковими та спрямованими в надійні фінансові інструменти, якими якраз і

є ОВДП, облігації міжнародних фінансових організацій, поточні рахунки і депозити в банках з високим інвестиційним рейтингом та їхні облігації; 2) перевищення середньої віддачі гривневих ОВДП над середньою доходністю депозитів у банках з високим інвестиційним рейтингом. Крім того, вкладення в ОВДП дають змогу ефективніше здійснювати управління короткотермівовою гривневою ліквідністю, оскільки за допомогою угод РЕПО кошти можна розміщувати на короткі терміни, і так само оперативнo повертати їх за допомогою зворотного викупу.

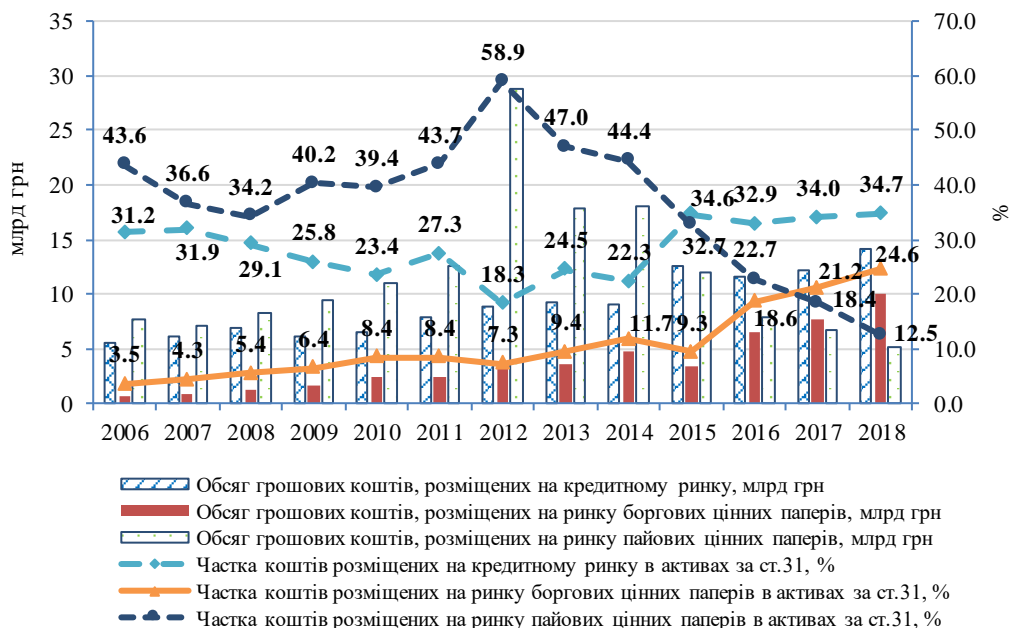


Рис. 4.26. Розміщення коштів страховими компаніями на сегментах фінансового ринку України за 2006–2018 рр.

Джерело: побудовано автором на основі [420; 450].

Загалом частка коштів, розміщених страховиками на фінансовому ринку за відповідну плату у вигляді процентів за депозитами та борговими цінними паперами і дивідендів за пайовими цінними паперами, була максимальною у 2012 р. (84,5 %) і відтак щорічно зменшувалася, у підсумку в 2018 р. становила 71,9 % (додаток 27).

Зазначимо, що страховики майже не вкладали кошти в такі активи, як банківські метали, інвестиції в економіку України за напрямками, визначеними КМУ, кредити страхувальникам-громадянам, довготермінові кредити для житлового будівництва, іпотечні сертифікати. Причини цієї ситуації такі: порівняно низька віддача від депозитів у банківських металах (проте, як свідчить світовий досвід, у період криз вона значно зростає), фактично неліквідність ринку іпотечних сертифікатів, незначна кількість привабливих інвестиційних проектів у галузях економіки, визначених КМУ, та ін. Крім того, вкладення в ці активи мають високі ризики, оскільки в разі погіршення макроекономічної ситуації в країні можуть призвести до недотримання нормативів, визначених Положенням Нацкомфінпослуг, і відповідних санкцій. Отже, на підставі укладених угод страхування ці фінансові посередники акумулюють кошти від населення та юридичних осіб, навіть на тривалий термін (страхування життя), і розміщують їх на фінансовому ринку за відповідну плату. Сьогодні у вітчизняних страховиків основною проблемою є недостатність ліквідних і надійних фінансових інструментів.

Звернемо увагу на те, що структура активів вітчизняних страховиків помітно відрізняється від іноземних, хоча вона і в різних країнах світу неоднакова. Наприклад, у США близько 60 % активів припадає на корпоративні акції й облігації, у Франції – на державні й корпоративні облігації (70 і 22 %, відповідно), у Німеччині 12 % – на державні й корпоративні облігації, 23 % – на акції, 45,5 % – на позики й інші боргові зобов'язання, у Великій Британії 68,2 % активів розміщені в акціях та інших цінних паперах (комерційних векселях, казначейських векселях, депозитних сертифікатах) [356, с. 6–11; 408, с. 670; 576, с. 111–115].

Ключову роль у формуванні пропозиції грошей страховиками на фінансовому ринку відіграє обсяг отриманих ними коштів у вигляді валових страхових премій (платежів, внесків), які є сумою отриманих платежів за перестраховування та чистих страхових внесків від домогосподарств і суб'єктів господарювання (див. додаток 27). Для страхових компаній найпроблемнішими виявились 2009, 2011–2012 та 2014 рр., про що свідчать від'ємні значення приросту валових страхових премій (нагромадженням підсумком на кінець відповідного року). Тому деякі з них покинули ринок,

не зумівши відновити належний рівень платоспроможності й фінансової стійкості. Серйозні проблеми з ліквідністю мали ті страхові компанії, які володіли тільки одним основним каналом збуту продуктів, дещо менші були в компаній, які отримували платежі лише завдяки банкам та автодилерам [366, с. 323]. Певні ознаки відновлення операцій на вітчизняному страховому ринку можна було простежити у 2013 р., що сприяло зростанню приросту валових страхових премій до 33,3 %, тоді як у 2012 р. він мав від'ємне значення (-5,2 %). Однак подальші внутрішні дисбаланси, поглиблені зовнішнім впливом, призвели до зниження темпів приросту, який у 2014 р. становив -6,6 %. Зазначимо, що в наступні роки вітчизняні страховики демонструють лише позитивну динаміку розвитку за показником обсягу зібраних валових страхових премій: 11,1 % у 2015 р., 18,3 у 2016 р., 23,5 у 2017 р. та 13,7 % у 2018 р.

Водночас для з'ясування ролі домогосподарств в активності страхових компаній на фінансовому ринку потрібно розглянути динаміку чистих страхових внесків і їхню структуру (див. рис. 4.27, додаток 27). Сума чистих страхових премій (валові премії мінус премії з внутрішнього перестраховування) зростала впродовж усього досліджуваного періоду, за винятком двох кризових років (2009 та 2014 рр.), і в 2018 р. становила 34,4 млрд грн, або 69,7 % від валових страхових премій. З них від страхувальників-фізичних осіб надійшло 18 431,0 млн грн страхових премій, що на 18,5 % більше, ніж у попередньому році, у тому числі: за видом страхування життя – 3 792,9 млн грн (на 34,8 % більше, ніж за 2017 р.), а видами страхування, іншими, ніж страхування життя, – 14 638,1 млн грн (на 14,9 % більше, ніж за 2017 р.) [348, с. 15].

Динаміка рівнів страхових виплат, які розраховані як відношення відповідних страхових виплат до страхових премій, відображена на рис. 4.27 та є майже ідентичною, тобто вони синхронно і зростають, і спадають. Умовно їх можна вважати певною своєрідною процентною ставкою, яку сплачують страхові компанії з мобілізованих коштів, тобто це ціна залучення коштів (аналог депозитної ставки для банків, хоча вони мають різну економічну природу). Валові показники премій і виплат, по суті, є комбінованими показниками, тобто мають у складі подвійний рахунок, який утворюється за операціями з перестраховування на внутрішньому

ринку. Тому чисті (валові показники за вирахуванням перестраховування між українськими страховиками) коректніше відображають фактичні обсяги страхових виплат загалом по ринку [348, с. 13]. Наприклад, рівень чистих виплат у досліджуваному періоді перевищує рівень валових, зокрема, за результатами дванадцяти місяців 2018 р. перший становив 36,1 %, а другий – 26,1 %. Отже, динаміка рівня чистих виплат порівняно зі значеннями рівня валових виплат залежить від активності перестраховування між страховиками-резидентами.

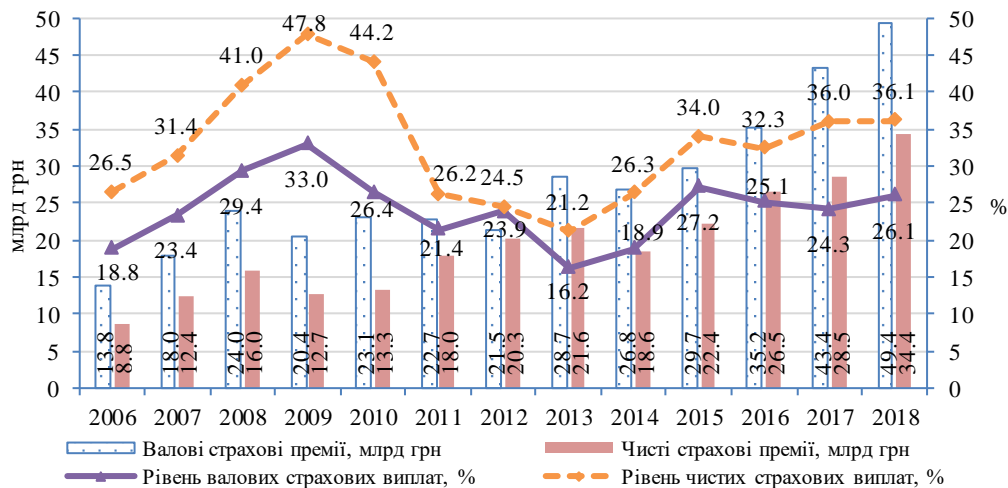


Рис. 4.27. Динаміка страхових премій і рівнів страхових виплат в Україні за 2006–2018 рр.

Джерело: побудовано автором на основі [348; 420; 450].

Розвитку українських страховиків та активізації їхньої діяльності на фінансовому ринку, на думку вітчизняних учених [292, с. 205–212; 408, с. 670–671], перешкоджає таке: недосконалість вітчизняного нормативно-правового регулювання у сфері страхування (колізії в законодавстві) і його неповна відповідність європейським стандартам; жорстке державне регулювання процесу розміщення коштів страхових резервів (обмежений перелік дозволених інвестиційних інструментів і допустимі межі вкладення в них); низький рівень капіталізації вітчизняних страховиків; нерозвинений фондовий ринок та мала кількість ліквідних фінансових інструментів;

висока ризикованість вкладень і незадовільний рівень корпоративного управління; відсутність практики розроблення дієвих інвестиційних стратегій; непрозорість страхового ринку і страховиків; недостатній та неповний обсяг інформації про їхню діяльність тощо.

Отже, проблема державного регулювання страхової діяльності не нова в теорії та практиці вітчизняного страхування. Проте, з огляду на процеси інтеграції та глобалізації, вона набуває нової форми і змісту, особливо щодо впровадження міжнародного досвіду та використання в Україні прогресивних форм і методів державного регулювання страхової діяльності. Це зумовлює необхідність змін у нормативно-правовій базі, удосконалення моніторингу діяльності страховиків та посилення контролю за дотриманням ними вимог щодо забезпечення платоспроможності й фінансової стійкості, запровадження європейських стандартів щодо класифікації ризиків у страхуванні, удосконалення порядку ліцензування, підвищення вимог до рівня капіталізації, зокрема, до формування статутного капіталу та розміру регулятивного капіталу, запровадження міжнародних норм пруденційного нагляду, підвищення рівня захисту споживачів страхових послуг тощо [211, с. 247–248].

На динаміку кредитування в країні також впливає діяльність таких фінансових посередників, як недержавні пенсійні фонди (НПФ), які, як переконливо доводить світова практика, завдяки пенсійним внескам від економічних суб'єктів акумулюють значні грошові кошти і, продаючи їх на кредитному сегменті фінансового ринку (за процентну ставку по депозитах), примножують капітал та надалі використовують його для виплати пенсій. Недержавні пенсійні фонди формують третій рівень вітчизняної пенсійної системи, розбудова якої розпочалася 2004 р. після набуття чинності Закону України “Про недержавне пенсійне забезпечення” [380]. Основною метою інвестування пенсійних активів є отримання учасниками недержавного пенсійного забезпечення додаткових до загальнообов'язкового державного пенсійного страхування пенсійних виплат разом із забезпеченням доходності пенсійних активів вище рівня інфляції та залучення довготермінових інвестиційних ресурсів, необхідних для модернізації економіки [352, с. 1].

Наголосимо, що на структуру активів пенсійних фондів (визначена ст. 47 Закону України “Про недержавне пенсійне забезпечення”) також є

певні обмеження [359], яких ці фонди зобов'язані дотримуватися під час розміщення коштів на сегментах фінансового ринку, зокрема, розміщувати на банківських депозитних рахунках у грошових коштах та в ощадних сертифікатах банків не більше ніж 50 % загальної вартості пенсійних активів; у зобов'язаннях однієї юридичної особи не більше ніж 10 % загальної вартості пенсійних активів; тримати не більше ніж 10 % цінних паперів (корпоративних прав) одного емітента; а також придбавати або додатково інвестувати в:

- цінні папери одного емітента не більше ніж 5 % загальної вартості пенсійних активів (крім цінних паперів, погашення та отримання доходу за якими гарантовано Кабінетом Міністрів України, та у випадках, визначених Законом України “Про недержавне пенсійне забезпечення”);
- цінні папери, доходи за якими гарантовано Кабінетом Міністрів України, не більше ніж 50 % загальної вартості пенсійних активів;
- цінні папери, доходи за якими гарантовано Радою міністрів Автономної Республіки Крим, та облігації місцевих позик не більше ніж 20 % загальної вартості пенсійних активів;
- в облігації підприємств, емітентами яких є резиденти України, не більше ніж 40 % загальної вартості пенсійних активів;
- акції українських емітентів не більше ніж 40 % загальної вартості пенсійних активів;
- акції українських емітентів, що не допущені до торгів на фондовій біржі, не більше ніж 10 % загальної вартості пенсійних активів;
- цінні папери іноземних емітентів не більше ніж 20 % загальної вартості пенсійних активів;
- іпотечні облігації не більше ніж 40 % загальної вартості пенсійних активів;
- об'єкти нерухомості не більше ніж 10 % загальної вартості пенсійних активів;
- банківські метали, у тому числі способом відкриття поточних і депозитних рахунків в установах банків у банківських металах, не більше ніж 10 % загальної вартості пенсійних активів;
- інші активи, що можуть бути оцінені за ринковою вартістю та не заборонені законодавством України, проте не зазначені у цьому розділі,

включаючи акції, набуті внаслідок перетворення юридичної особи, корпоративні права якої перебували в активах пенсійного фонду, в акціонерне товариство, не більше ніж 5 % загальної вартості пенсійних активів.

НПФ властиво формувати портфель, до якого входять фінансові інструменти з мінімальним ступенем ризику, що дадуть змогу забезпечити захист грошових коштів населення від інфляційних процесів та отримувати визначений приріст капіталу. Динаміка розподілу нагромаджених грошових коштів вітчизняними недержавними пенсійними фондами на сегментах фінансового ринку відображена на рис. 4.28. Наприклад, у 2012–2017 рр. частки кредитного ринку і ринку боргових цінних паперів в активах НПФ були порівняно стабільними і загалом мали тенденцію до незначного зростання, натомість питома вага ринку пайових цінних паперів зменшилася з 15,5 до 0,6 %. Проте у 2018 р. вона зросла майже втричі, тоді як частка ринку боргових цінних паперів – лише на 8 %, а кредитного ринку зменшилася на 8 %. На наш погляд, такі зміни зумовлені тими ж чинниками, що й для страхових компаній, які наведено вище.

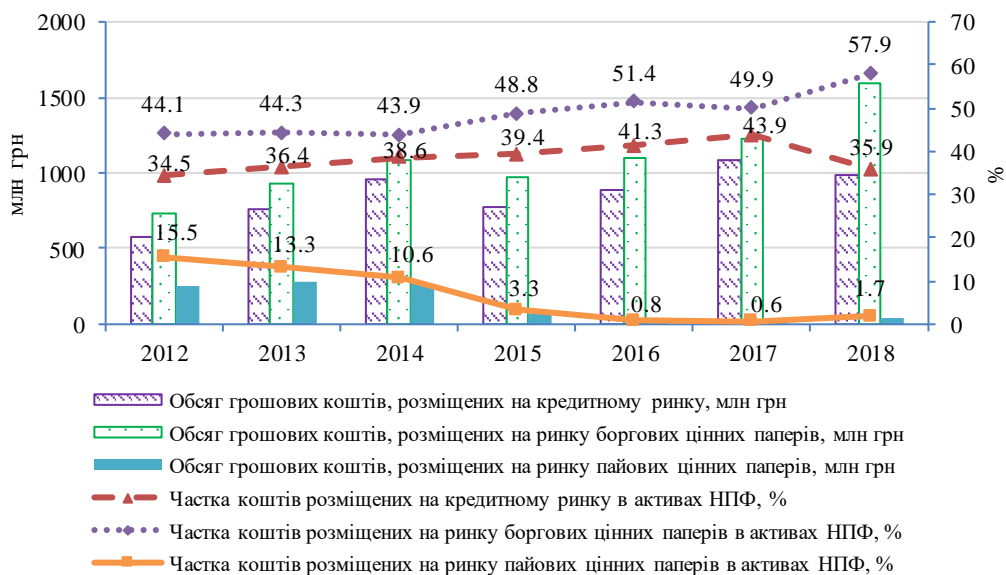


Рис. 4.28. Розміщення нагромаджених грошових коштів вітчизняними НПФ на сегментах фінансового ринку України

Джерело: побудовано автором на основі [352; 420].

Загалом обсяг грошових коштів, розміщених НПФ на фінансовому ринку, мав тенденцію до зростання з 1,56 млрд у 2012 р. до 2,62 млрд грн у 2018 р. (додаток 28), а частка коштів, розміщених на фінансовому ринку, в активах НПФ за цей період коливалася в межах 92–96 %. У структурі активів НПФ переважали банківські депозити, частка яких у 2015 р. становила 39,43 %, у 2016 р. – 41,34, у 2017 р. – 43,94, у 2018 р. – 35,90 %; державні цінні папери з питомою вагою, відповідно, – 34,10, 40,95, 40,76 і 46,03 %; частка корпоративних облігацій зменшилася з 13,45 % у 2015 р. до 8,21 % у 2017 р. і дещо зросла в 2018 р. – 10,88 %; а частка акцій з 3,29 % у 2015 р. зменшилася до 0,46 % у 2017 р. та зросла до 1,60 % у 2018 р. На підставі наведених даних можемо дійти висновку, що в структурі портфеля активів НПФ у 2018 р. змінився лідер порівняно з попередніми роками – на перше місце за обсягом вкладених коштів вийшов такий фінансовий інструмент, як державні цінні папери з часткою 46,03 %, а грошові кошти, розміщені на вкладних (банківських) рахунках з часткою 35,90 % перемістилися на друге місце. Водночас приріст вкладень у державні цінні папери порівняно з 2017 р. становив 25,7 %, облігації українських емітентів – 47,5 %, акції вітчизняних компаній – майже в 4 рази, тоді як значно зменшився обсяг коштів, що вкладені в об'єкти нерухомості (на 24,4 %).

Отже, у ході формування портфеля активів вітчизняні НПФ керуються принципом мінімізації ризику – більшість коштів вкладено у державні цінні папери та банківські депозити. Це дає їм змогу забезпечити захист пенсійних внесків домогосподарств від інфляційних процесів і гарантувати отримання стабільного приросту грошового капіталу завдяки продажу коштів на вітчизняному фінансовому ринку. Водночас за результатами дослідження виявлено, що недержавні пенсійні фонди мають високий ступінь концентрації активів, оскільки на п'ять НПФ з найбільшою вартістю активів у 2015 р. припадало 69,6 %, у 2016 р. – 72,0, у 2017 р. – 72,5, а в 2018 р. – 73,3 % загального обсягу.

Зазначимо також, що в Україні за 2008–2018 рр. кількість недержавних пенсійних фондів зменшилася з 93 до 57 за збереження значного переважання НПФ відкритого типу, питома вага яких у 2018 р. становила 77,2 %. Наприклад, кількість відкритих НПФ зменшилася з 71 у 2008 р. до 44 у 2018 р., тобто на 38,0 %, корпоративних – з 12 до 7, або в 1,7 рази, а

професійних – з 10 до 6, також в 1,7 раза. Неоднакові темпи зменшення кількості НПФ різних типів призвели до певних структурних зрушень, зокрема, питома вага відкритих НПФ збільшилася з 76,3 % у 2008 р. до 77,2 % у 2018 р., корпоративних – зменшилася, відповідно, з 12,9 до 12,3 %, професійних – з 10,8 до 10,5 %. Попри досить значне зменшення кількості НПФ загальна вартість їхніх активів зростала швидкими темпами до 2014 р. (з 2008 р. у 4,12 раза, або на 26,6 % у середньому щорічно), у 2015 р. відбулося її зменшення на 19,8 %, яке в наступні роки змінилося зростанням, а в 2018 р. вона досягла значення 2,74 млрд грн.

Незважаючи на те, що метою інвестування пенсійних активів є, насамперед, збереження пенсійних заощаджень громадян, і тому стратегія інвестування недержавних пенсійних фондів є більш консервативною, ніж в інших фінансових установ, вони зуміли досягти доволі високого рівня віддачі на свій портфель активів (рис. 4.29), який залежно від економічної ситуації поточного року вдвічі, а то й утричі перевищує середньозважену процентну ставку в річному обчисленні за новими банківськими депозитами домашнім господарствам у національній валюті. Іншими словами, вкладати кошти в НПФ вигідніше, ніж у банк на депозит.

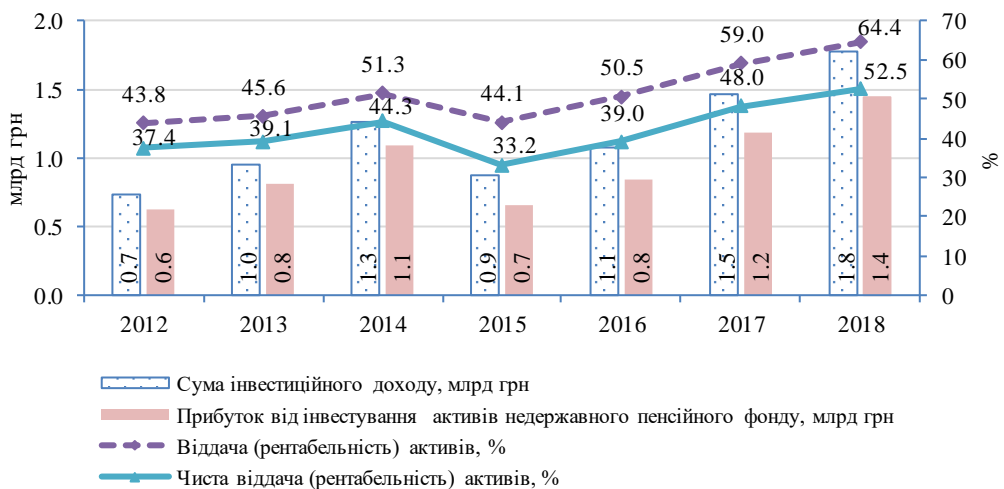


Рис. 4.29. Динаміка надходжень коштів від активів НПФ та їхня рентабельність

Джерело: побудовано автором на основі [352; 420].

Зазначимо, що динаміка залучених недержавними пенсійними фондами внесків упродовж досліджуваного періоду була висхідною, хоча у 2015–2018 рр. її зростання малопомітне (див. додаток 28). Це зумовлено тим, що цей інструмент соціального захисту громадян досі не набув широкого вжитку та є непривабливим і недоступним для більшості населення країни. Тому в Україні у структурі внесків НПФ, на противагу іншим фінансовим посередникам, переважають надходження від суб'єктів господарювання (понад 95 % у 2012–2016 рр., 93 % у 2017 р. та 91 % у 2018 р.), а не від домогосподарств. Проте останні два роки простежується тенденція до зростання внесків населення (фізичних осіб і фізичних осіб-підприємців), які у 2018 р. становили 172,3 млн грн і збільшилися порівняно з 2012 р. майже втричі (рис. 4.30). Також зростає рівень пенсійних виплат, який може слугувати аналогом ціни (процентної ставки) залучення коштів НПФ. Наприклад, станом на кінець 2018 р. на виплату пенсій було витрачено 40,5 % нагромаджених коштів.

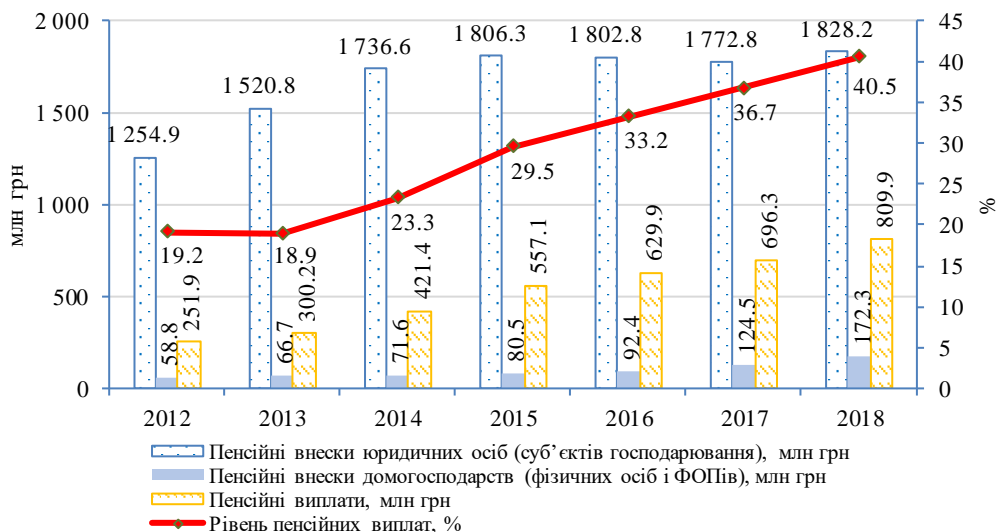


Рис. 4.30. Пенсійні внески (наростаючим підсумком з початку діяльності) та рівень пенсійних виплат
Джерело: побудовано автором на основі [352; 420].

Для збільшення внесків до НПФ доцільно скористатися психологічними особливостями поведінки людини, що вперше запропонували

Р. Тейлер, лауреат Нобелівської премії в галузі економіки, та Ш. Бенартці (див. п. 3.2). На основі їхніх наукових праць [832] нещодавно в кількох країнах (Австралія, США, Італія, Нова Зеландія, Велика Британія, Туреччина) запроваджено пенсійні програми з автоматичним зарахуванням до нагромаджувальної пенсійної системи та можливістю виходу з неї. Зазвичай, такі програми передбачають автоматичне зарахування людей до пенсійного плану або фонду та надають їм змогу добровільного виходу з плану або фонду через деякий час і на певних умовах та пропонують різні стимули (однаковий внесок з боку роботодавця та/або внески з боку держави).

Наприклад, програма в США “Завтра заощаджуй більше” складається з трьох головних компонентів: 1) людей просять взяти на себе зобов’язання більше заощаджувати в майбутньому, а не зараз, що психологічно вони сприймають легше (менше заперечень); 2) розмір внесків (відсоток від заробітної плати) автоматично збільшується в майбутньому лише зі зростанням суми зарплати, тобто отримуваний заробіток ніколи не зменшується; 3) вийти з програми можна лише після певного періоду, що забезпечує подальшу участь у ній більшості працівників, оскільки людям притаманна інерція (навіщо щось робити, якщо немає негативних змін).

Наведені вище дані дають змогу зробити висновок, що чинна вітчизняна система недержавного пенсійного забезпечення є малоефективною і її негативно сприймає більшість громадян через недовіру (сумніви в тому, що виплати будуть), фінансову необізнаність та недостатню інформацію про діяльність НПФ, низький рівень доходів (що робить цю послугу занадто дорогою й недоступною), високу ризиковість вкладення (не підпадають як банківські депозити відшкодуванню з ФГВФО). Уважаємо, що збільшення кількості громадян-учасників НПФ можливе за умови подальшого розвитку фінансового ринку та зростання кількості ліквідних фінансових інструментів для інвестування пенсійних активів, що зменшить ризики, а також запровадження в Україні пенсійної програми з автоматичним зарахуванням до неї, яка передбачатиме певну систему стимулів і хоча б мінімальних гарантій (наприклад, у разі банкрутства повернення щонайменше 50 % внесених коштів). Водночас державі необхідно буде: 1) організувати ефективний контроль за витратами НПФ з метою здешевлення вартості їхніх послуг для громадян; 2) більше уваги приділяти підвищенню фінансової

обізнаності громадян, надаючи їм належну фінансову інформацію та просвіту, щоб вони розуміли особливості функціонування НПФ, а також можливі варіанти підвищення рівня їхнього фінансового добробуту на пенсії.

Третьою групою професійних учасників на фінансовому ринку є інвестиційні посередники (інвестиційні фонди та банки, компанії з управління активами), які мобілізують тимчасово вільні грошові кошти переважно домогосподарств. Їхню діяльність на фінансовому ринку проаналізовано у п. 4.2, оскільки вони залучають кошти за допомогою випуску власних цінних паперів. Більшу частину цих коштів вони розміщують на фінансовому ринку, зокрема, таких його сегментах, як ринок боргових та пайових цінних паперів.

На сучасному етапі розвитку національної економіки для збільшення обсягів залучення заощаджень фінансовими посередниками в країні необхідно підвищувати рівень довіри до них. Це завдання в ринковій економіці виконують переважно фінансові посередники інформаційно-консалтингового типу, які забезпечують домогосподарства інформацією про потенційну прибутковість і ризикованість збереження грошей та активів, особливості інвестиційної діяльності [42, с. 112]. В Україні ці інститути фінансового посередництва (агентські, брокерські, консалтингові компанії тощо) з'явилися на початку 1990-х років переважно у великих обласних центрах (наприклад, "Київ менеджмент консалтинг", "Український центр післяприватизаційної підтримки підприємств" тощо) та спеціалізувалися на наданні послуг з питань приватизації підприємств, виконуючи оцінку майна, підготовку документального супроводу процесу приватизації тощо [532]. У цей період також було відкрито представництва основних західних консалтингових компаній, які супроводжували своїх клієнтів, що реалізовували проекти технічної допомоги міжнародних організацій.

За досить короткий час в Україні сформувався національний ринок консалтингових послуг, спектр яких загалом відповідає світовій практиці, однак власне на фінансовий консалтинг та аудит припадає лише 11–13 % від його загального обсягу [580, с. 3–4]. Загалом активними учасниками ринку консалтингових послуг є приблизно 1,5 тис. вітчизняних компаній, більшість з яких (близько 70 %) засновано після 2000 р. Утім 80 % ринку послуг з фінансового консалтингу й аудиту припадає на іноземні фірми,

зокрема, лідирують компанії “Великої четвірки” (“*Ernst&Young*”, “*Deloitte*”, “*PriceWaterhouseCoopers*”, “*KPMG*”) [856, с. 297]. Така ситуація зумовлена тим, що більшість вітчизняних компаній з фінансового консалтингу й аудиту в Україні є невеликими, з кількістю працівників до десяти осіб, а нечисленність персоналу означає невеликі можливості щодо збирання інформації, спектра договорів, які укладають, і широти їхнього охоплення.

Водночас близько 50–75 % українського ринку аудиторських послуг припадає на компанії “Великої четвірки” [464, с. 208], решта належить іноземним фірмам другого плану та вітчизняним компаніям. Більшість вітчизняних суб’єктів аудиторського ринку спеціалізується на фінансовому консалтингу, головню, веденні бухгалтерського обліку (такі замовлення забезпечують фінансовим консультантам та аудиторам майже половину доходів) [130]. До позитивних тенденцій на цьому ринку можна віднести таке: з року в рік збільшується кількість вітчизняних компаній, які добровільно проводять аудит; розширюється спектр послуг, що їх надають аудиторські фірми; зростає професійна кваліфікація працівників аудиторських компаній [229, с. 117].

Серед основних проблем ринку фінансового консалтингу й аудиту України доцільно виділити низький рівень обізнаності й поінформованості споживачів, складність отримання об’єктивної інформації, що впливає на якість послуг консалтингових компаній, недостатню активність їхніх професійних об’єднань та невисокий рівень інтеграції в міжнародні асоціації. Для вирішення зазначених проблем важливо проводити всеукраїнські форуми, конференції тощо, аби популяризувати консалтинг як сегмент ділової інфраструктури, підвищувати відкритість і прозорість консалтингового ринку підтриманням діяльності професійних об’єднань та реалізації навчальних програм серед консультантів [580, с. 6]. Розвиток фінансового консультування відкриває інноваційні способи і технології підвищення рівня залучення тимчасово вільних грошових коштів населення та заощаджень в економічний обіг, що, з одного боку, дасть змогу збільшити кредитоспроможність фінансових посередників в Україні, а з іншого, – можливості вирішення домогосподарствами власних соціально-економічних проблем і сприятиме зростанню рівня життя населення.

Крім того, для відновлення довіри до фінансових посередників депозитно-кредитного типу, на думку О. Скаска [822, с. 225], необхідно таке: 1) запровадження однакових правил конкуренції між усіма кредитними установами, які приймають депозити. Цей принцип гарантування вкладів у країнах ЄС став практикою з моменту ухвалення Директиви № 2014/49/ЄС Європейського парламенту та Ради від 16 квітня 2014 р. “Про схеми гарантування вкладів” [541], яка передбачає надання гарантій повернення вкладів усіма кредитними установами, що не характерно для вітчизняної практики; 2) забезпечення прозорості суб’єктів фінансового ринку, відновлення довіри до їхньої діяльності завдяки наданню громадськості інформації про присвоєння рейтингів державними (можливо, приватними) установами. Рейтинг має інформувати суспільство та своєчасно орієнтувати громадськість про фінансову стабільність учасників ринку, оскільки наявність спеціальних знань щодо оцінки фінансової звітності пересічними громадянами обмежена.

Зазначимо, що узагальнену інформацію за методологією МВФ про стан розвитку кредитного ринку наведено на сторінці офіційного інтернет-представництва НБУ у розділі “Статистика фінансового сектора” в розрізі трьох категорій – Національного банку України, депозитних корпорацій (банків, крім Національного банку України) та інших фінансових корпорацій (консолідовані дані страхових компаній, недержавних пенсійних фондів, інститутів спільного інвестування (пайових і корпоративних інвестиційних фондів), кредитних спілок, інших кредитних установ, фінансових компаній, юридичних осіб, що надають послуги фінансового лізингу, ломбардів та допоміжних фінансових організацій). Наприклад, обсяг кредитів у вигляді залишків коштів на кінець періоду депозитних корпорацій (додаток 29) збільшився з 776,8 млрд грн у 2008 р. до 1 134,4 млрд грн у 2018 р., а інших фінансових корпорацій (додаток 30) – відповідно, з 21,1 до 65,2 млрд грн.

На підставі аналізу показників розвитку фінансового посередництва в Україні, які відображено на рис. 4.31, погоджуємося з твердженням В. Коваленко [173, с. 147], що на вітчизняному кредитному сегменті фінансового ринку сформувалась банкоцентрична модель, для якої характерна найбільша питома вага активних операцій банків; їхня частка хоча й

має тенденцію до зменшення, проте на кінець 2018 р. становила 94,6 %. Ці дані також дають змогу зробити висновок про загальну позитивну динаміку обсягів кредитування в національній економіці. Однак у розрізі фінансових посередників ситуація в країні була різноспрямованою, що засвідчує динаміка їхніх темпів приросту кредитування (див. додатки 22–28). Зокрема, щорічний приріст кредитування банками після 2009 р. значно сповільнився і фактично не перевищував 10 %, а ломбардами різко зростав у кризові роки (наприклад, 2009 р. майже на 65 %, 2015 р. на 48 %).

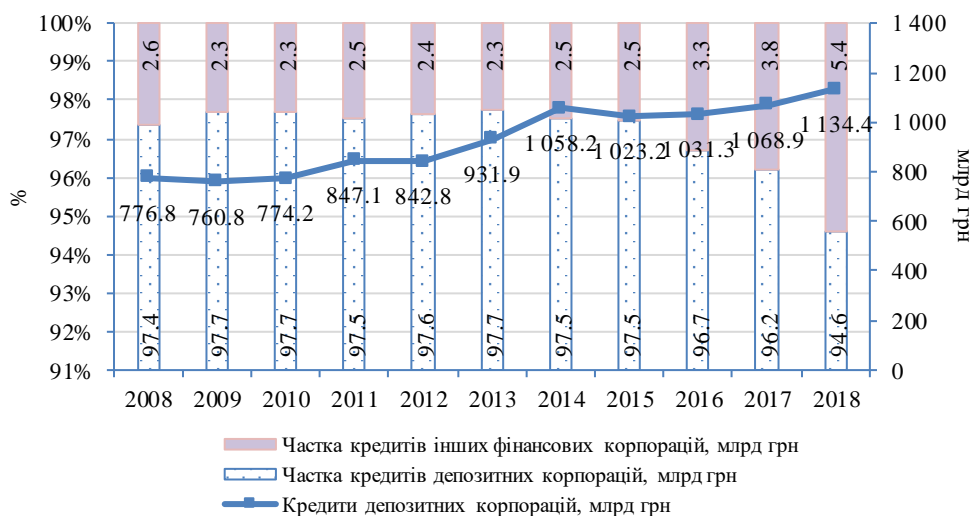


Рис. 4.31. Обсяг і структура кредитування фінансовими посередниками України за 2008–2018 рр.

Джерело: побудовано автором на основі [451].

Водночас більш інформативним є показник “внутрішній кредит” – сукупність чистих вимог депозитних корпорацій до центральних органів державного управління⁶³ та вимог до інших секторів економіки. Значення цього індикатора функціонування банків на кредитному ринку зросло з 778,4 млрд у 2008 р. до 1 802,3 млрд грн у 2018 р. у вигляді залишків коштів на кінець періоду (додаток 31). Загальні ж обсяги внутрішнього

⁶³ Чисті вимоги до центральних органів державного управління – сальдо між вимогами та зобов’язаннями депозитних корпорацій щодо центральних органів державного управління.

кредитування всіма фінансовими посередниками збільшилися з 900,5 млрд у 2008 р. до 2 041,3 млрд грн у 2018 р. у вигляді залишків коштів на кінець періоду (додаток 32). Частка депозитних корпорацій у внутрішньому кредитуванні (рис. 4.32) є дещо нижчою, ніж у загальних його обсягах, і на кінець 2018 р. становила 88,3 %, це можна пояснити тим, що сучасна економіка України є відкритою і вітчизняні фінансові посередники кредитують також нерезидентів.



Рис. 4.32. Внутрішній кредит у розрізі фінансових посередників України за 2008–2018 рр.

Джерело: побудовано автором на основі [451].

Статистичні дані, які консолідовані в узагальнені категорії активів і пасивів у розрізі нерезидентів та резидентів наведено в додатку 33 для депозитних корпорацій та в додатку 34 для інших фінансових корпорацій. Наприклад, вимоги депозитних корпорацій до нерезидентів упродовж досліджуваного періоду завжди були меншими, ніж їхні зобов'язання перед ними, тобто чисті зовнішні активи мали від'ємне значення і на кінець 2018 р. становили -3,7 млрд грн. Натомість чисті зовнішні активи інших фінансових корпорацій мали додатне значення у 2008–2011 рр., а відтак

від'ємне і 2018 р. становили -18,2 млрд грн (залишки коштів на кінець періоду). Взаємодію загалом усіх економічних суб'єктів України, а не лише фінансових посередників розглянемо у п'ятому розділі.

Отже, формування вітчизняного фінансового посередництва відбувалося поетапно та має специфічні закономірності й суперечності розвитку. Сьогодні діяльність професійних учасників вітчизняного фінансового ринку визначена основними тенденціями і закономірностями розвитку економіки країни, зовнішніми та внутрішніми викликами й загрозами, посиленням процесів глобалізації та конвергенції. Для підвищення ефективності їхньої діяльності на фінансовому ринку України в умовах зростання відкритості економіки необхідними є подальші кроки стосовно реформування всього фінансового сектора держави. Передусім це стосується відновлення довіри до професійних учасників фінансового ринку. У контексті вирішення цієї проблеми важливими заходами повинні стати такі: інформування домогосподарств про діяльність фінансових посередників та їхній фінансовий стан (забезпечення вільного доступу до їхньої фінансової звітності, виконання ними нормативів регуляторів, результатів стрес-тестування, програм санації тощо); активізація ролі держави в розвитку, підвищенні ліквідності й капіталізації фінансового ринку; впровадження привабливих та інноваційних видів фінансових послуг й інструментів, зокрема, дозволити всім фінансовим посередникам дистанційну ідентифікацію та верифікацію клієнтів з використанням електронного цифрового підпису, системи *BankID* або відеоверифікації, що дасть їм змогу надавати фінансові послуги онлайн з дотриманням вимог фінмоніторингу; узгодження регулювання вітчизняного фінансового ринку зі світовими стандартами та євроінтеграційними прагненнями держави.

Розділ 5

ОСОБЛИВОСТІ ТА СУПЕРЕЧНОСТІ ІНТЕГРАЦІЇ ФІНАНСОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ У СВІТОВИЙ ФІНАНСОВИЙ ПРОСТІР

5.1. Домінантні тенденції та суперечності інтеграції фінансового ринку України у світовий фінансовий простір

Ринкове реформування національної економіки України було спрямоване на формування експортоорієнтованої моделі розвитку, що передбачало збільшення обсягів експорту й зростання рівня присутності на світових ринках та посилення процесів глобалізації⁶⁴ й інтеграції⁶⁵ у світове господарство, у тому числі у фінансовій сфері⁶⁶. Нагадаємо, що вчені для оцінювання глибини інтегрованості фінансових ринків розробили відповідний методичний інструментарій, розглянутий у п. 1.3, у якому всі методи оцінювання розділено на три групи показників: кількісні (оцінювання відкритості), якісні (інституційні, де юре, зокрема: оцінювання доступності за наслідками дерегуляції; уніфікації правил, принципів, підходів, законодавства; створення спільних координаційних або інтеграційних інституцій тощо) та цінові (оцінювання єдності за критерієм вирівнювання цін, тобто процентних ставок на ідентичні (гомогенні) фінансові інструменти).

Оцінювання участі фінансового ринку України в міжнародних потоках капіталу розпочнемо за допомогою кількісних показників, які дають змогу визначити рівень відкритості країни для іноземного капіталу, характеризуючи обсяги надходження та вивезення грошових коштів за різними формами (переважно відповідно до статей Платіжного балансу та/або

⁶⁴ Глобалізація – це збільшення обсягів міжнародного переміщення економічних ресурсів (товарів, послуг, капіталу, робочої сили, технологій тощо).

⁶⁵ Інтеграція – це зближення господарських механізмів країн (уніфікація за законодавства, стандартів тощо).

⁶⁶ Фінансова інтеграція – це тривалий та багатомірний процес зближення національних фінансових ринків, трансакцій, інструментів з метою їхнього об'єднання в єдиний світовий фінансовий ринок (простір) на підставі гармонізованого законодавства, єдиних принципів і підходів у запровадженні фінансової політики та її рішень, використання досягнень науково-технічного прогресу [485, с. 405].

Міжнародної інвестиційної позиції). Держава, суб'єкти господарювання та фінансові посередники зі здобуттям незалежності розпочали нарощувати зовнішні зобов'язання й активи. В Україні державне статистичне спостереження з інвестицій зовнішньоекономічної діяльності провадять з 1994 р., коли надійшло 159 млн дол. США прямих іноземних інвестицій (ПІІ), 4 059 млн інших інвестицій, а портфельних не було взагалі (додаток 35), у 2000 р. надійшло 595 млн прямих, 142 млн портфельних, обсяг інших зменшився (тобто було вилучено) до 869 млн. Водночас потоки фінансового капіталу резидентів України за кордон у формі прямих та портфельних інвестицій були в десятки разів меншими. Наприклад, 1994 р. прямі інвестиції були майже в 20 разів меншими (8 млн), портфельних не було, а 2000 р. – у 595 разів (1 млн) та 35,5 раза (4 млн), відповідно. Зазначимо, що дані, наведені на інтернет-сторінці Національного банку України, до 2000 р. включно було обчислено згідно з методологією п'ятого видання МВФ “Керівництва з платіжного балансу” 1993 р. (КПБ-5), а після – шостого видання “Керівництва з платіжного балансу та міжнародної інвестиційної позиції” 2009 р. [821]. Публікацію статистики платіжного балансу та зовнішнього боргу відповідно до нових методологічних засад НБУ розпочав лише у 2014 р. (дані за попередні роки перераховано) [302]. Зміна методології є важливою для розуміння й інтерпретації статистичних даних щодо економічного розвитку країни та її інтеграції у світовий фінансовий простір.

У КПБ-5 фінансовий та капітальний рахунки об'єднано в один – рахунок операцій з капіталом та фінансових операцій. Відповідно до КПБ-6, поєднують поточний рахунок і рахунок операцій з капіталом, а сума їхнього сальдо є рахунком поточних і капітальних операцій. Оскільки платіжний баланс складають з використанням системи подвійного запису, то цей показник має дорівнювати сальдо фінансового рахунку (з урахуванням помилок і упущень). За поточним рахунком та капітальним рахунком операції за кредитом і дебетом відображають зі знаком “плюс” (відповідно до КПБ-5, операції за дебетом відображали зі знаком “мінус”). Тому сальдові показники є різницею між кредитовими та дебетовими показниками (відповідно до КПБ-5, сальдо було сумою кредитових і дебетових показників).

Важливим моментом є те, що також змінено презентацію компонент фінансового рахунку. Відповідно до КПБ-5, збільшення активів реєстрували

зі знаком “мінус”, їхнє зменшення – зі знаком “плюс”. Відповідно до КПБ-6, знак демонструє збільшення або зменшення активів/зобов’язань за окремим інструментом. Тобто зміна зі знаком “плюс” означає збільшення активів чи зобов’язань, а зміна зі знаком “мінус” – зменшення активів чи зобов’язань. Зміну за кожним видом активів називають “чистим придбанням активів” (різниця між придбанням активів та їхнім вибуттям), а зміну за кожним видом зобов’язань – “чистим прийняттям зобов’язань” (різниця між прийняттям нових зобов’язань і погашенням старих). Відповідно до КПБ-6, сальдо за кожною категорією фінансового рахунку є різницею між чистим придбанням активів і чистим прийняттям зобов’язань (відповідно до КПБ-5, сальдо було сумою потоків за активами та зобов’язаннями).

Сальдо за окремими категоріями фінансового рахунку та загалом за фінансовим рахунком тепер матиме протилежний знак. Відповідно до КПБ-5, додатне сальдо означало перевищення припливу капіталу в країну над відпливом. Тепер у цьому випадку фінансовий рахунок буде від’ємним і демонструватиме перевищення обсягів чистого збільшення зобов’язань над чистим збільшенням активів. Сальдо зі знаком “плюс” означає, що економіка надає кошти іншому світу, тобто чисте збільшення активів перевищує чисте збільшення зобов’язань, або країна погашає наявні зобов’язання (відповідно до КПБ-5, сальдо фінансового рахунку в цьому випадку було зі знаком “мінус”).

З огляду на це для оцінювання потоків фінансового капіталу тепер потрібно використовувати дані не Платіжного балансу, а Міжнародної інвестиційної позиції, причому в розширеній формі, щоб урахувати лише їхню зміну за рік без курсової різниці, переоцінки капіталу й інших змін (див. розділ 9 КПБ-6). Наприклад, упродовж 2001–2007 рр. щорічні обсяги надходження іноземного фінансового капіталу в усіх трьох формах зростали, у 2008 р. прямі й портфельні все ще зростали, однак сальдо інших інвестицій уперше набуло від’ємного значення (додаток 36). У 2009 р. це значення теж було від’ємним, а обсяги прямих і портфельних інвестицій різко зменшилися. У 2010 р. зростання всіх показників відновилося. Водночас потоки фінансового капіталу резидентів України за кордон у формі прямих та портфельних інвестицій у цей період також були в десятки разів меншими. Як бачимо з рис. 5.1, у 2011–2013 рр. пасиви України за фінансовим рахунком загалом плавно зменшувалися, тобто щорічний обсяг надходження коштів з-за

кордонну повільно знижувався. У 2014 р. уперше зафіксовано одночасне вилучення нерезидентами коштів одразу за двома статтями – “портфельні інвестиції” й “інші інвестиції”, що призвело до від’ємного сальдо по пасивах загалом, також уперше. За останні два роки аналізованого періоду значення цього показника зростало, сподіваємося, що ця тенденція збережеться надалі. Зазначимо, що потоки фінансового капіталу резидентів України за кордон у формі прямих та портфельних інвестицій і надалі були в десятки разів меншими, а пасиви за статтею “інші інвестиції” загалом близькі за розміром до активів, хоча в окремі роки доволі значно різнилися. Наприклад, 2011 р. сальдо активів за статтею “інші інвестиції” становило 9 883 млн дол. США, пасивів – 8 005, а 2018 р. – відповідно, 1 996 і 2 341 млн (див. додаток 36, табл. 36.2).

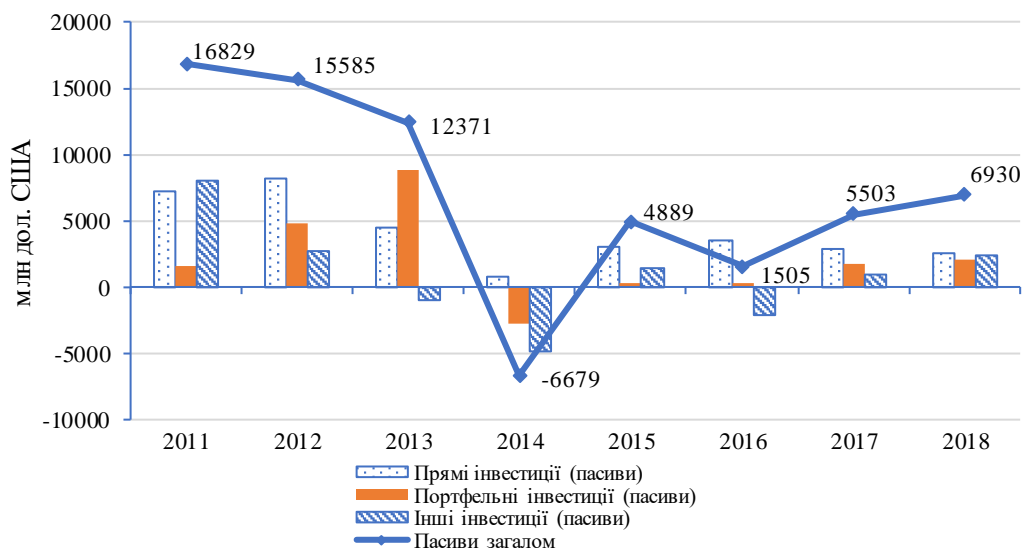


Рис. 5.1. Динаміка надходження фінансового капіталу нерезидентів в Україну за 2011–2018 рр.

Джерело: побудовано автором на основі [448].

З одного боку, ці процеси свідчать про надходження в країну грошових коштів від нерезидентів, які стимулюють розвиток зовнішньоекономічної діяльності та сприяють розвитку національного фінансового ринку. З іншого, – вони тісно пов’язані з макроекономічною ситуацією в Україні,

з усуненням бар'єрів на шляху міжнародного переміщення капіталу (часто короткотермінового та спекулятивного) і посиленням коливань цін на світових товарних ринках, що підвищує ризики валютно-фінансової дестабілізації національних економік за умов зростання глобалізації й інтеграції фінансових ринків.

На підставі виконаного аналізу можемо зробити висновок, що прямі іноземні інвестиції є порівняно стабільнішим джерелом надходжень капіталу, ніж портфельні й інші. Тому з погляду прогнозованості й фінансової стабільності держави доцільніше стимулювати залучення саме прямих інвестицій. Загалом в Україну від нерезидентів станом на 31 грудня 2018 р. надійшло 40,5 млрд дол. США прямих інвестицій з понад 100 країн світу, з них 77,9 % припало на країни ЄС (табл. 5.1). Попри те, значна частина цих грошей надходить до країни з офшорів (додаток 37), куди вони були виведені власне з української економіки.

Таблиця 5.1

Прямі інвестиції в економіку України у 2018 р., млн дол. США

Показник	Усього	у тому числі з:	
		країн ЄС	інших країн світу
Прямі інвестиції нерезидентів в Україні (акціонерний капітал та боргові інструменти), на 1 січня	40 020,9	31 114,9	8 906,0
Акціонерний капітал нерезидентів, на 1 січня	31 606,4	24 145,2	7 461,2
На дійшло акціонерного капіталу нерезидентів	2 869,9	2 200,9	669,0
Вибуло акціонерного капіталу нерезидентів	-968,1	-678,3	-289,8
Інші зміни вартості акціонерного капіталу нерезидентів (зміна вартості, утрати, перекласифікація інвестицій тощо)	-1 216,3	-925,1	-291,2
з них курсова різниця	-133,7	-139,1	5,4
Акціонерний капітал нерезидентів, на 31 грудня	32 291,9	24 742,7	7 549,2
Прямі інвестиції нерезидентів в Україні (акціонерний капітал та боргові інструменти), на 31 грудня	40 514,1	31 559,0	8 955,1

Джерело: [452 с. 387].

Іноземні інвестори переважно купують наявні підприємства, а не створюють нові. Зокрема, у 2005 р. 80 % сумарного приросту ПІІ в Україні становили операції з придбання акцій потужних та ефективних українських компаній. На акціонерний капітал припадало 91 % нагромаджених

ППІ на початок 2008 р., а станом на 31 грудня 2018 р. – 80 %. Переважно ППІ зосереджені у високоприбуткових та швидкоокупних галузях національної економіки України. Наприклад, станом на 01 січня 2008 р. найбільший обсяг ППІ зосереджено у фінансовій діяльності – 22,8 % від загального, у металургійній промисловості – 19,8, гуртовій та роздрібній торгівлі – 8,8, операції з нерухомим майном – 8,6, будівництві – 5,5, харчовій промисловості – 5,3 %. У 2007 р. фінансовий сектор України був найпривабливішим для іноземних інвесторів, на нього припало 38 % приросту ППІ за рік. За цей період в Україні у банківській сфері відбулося 14 угод щодо поглинання або злиття на загальну суму близько 4 272 млн дол. США [221, с. 31–32]. Однак станом на 01 січня 2019 р. на фінансову і страхову діяльність припало лише 11 % від нагромадженого обсягу ППІ (додаток 38), попри те, що у 2018 р. ця сфера діяльності й надалі була найпривабливішою для іноземних інвесторів, на неї припало 42 % приросту ППІ за рік.

Одним з позитивних ефектів прямого іноземного інвестування є зростання продуктивності праці, що можна пояснити впровадженням нових технологій і використанням сучасної техніки. В Україні продуктивність праці в компаніях з іноземними інвестиціями в середньому у 3,5 раза вища, ніж на підприємствах без них. Це зумовлено вищими обсягами інвестування в основний капітал у розрахунку на працівника, що у фірмах з іноземним капіталом більше в п'ять–сім разів [78, с. 52].

Зазначимо, що ведення бізнесу в Україні досі є ризиковою справою через несприятливе макроекономічне інвестиційне середовище – упродовж багатьох років Україна має слабкі позиції у таких світових рейтингах: Індекс глобальної конкурентоспроможності від Світового економічного форуму (*WEF's Global Competitiveness Index*) (84-те місце у 2005 р. [221, с. 32], 83-те у 2018 р. [831]), Індекс легкості ведення бізнесу від Світового банку (*World Bank's Ease of Doing Business*) (124-те місце у 2006 р.⁶⁷, 76-те у 2018 р. [693]), Індекс економічної свободи від організації “Трансперенсі Інтернешнл” (*The Transparency International's Economic Freedom*) (150-те у 2018 р. [733]), а також Індекс сприйняття корупції від організації “Герітедж Фаундейшн” (*The Heritage Foundation's Corruption Perceptions Index*) (120-те у 2018 р. [682]).

⁶⁷ Рейтингування запроваджено у 2006 р.

У цих рейтингах усі сусіди України, крім Молдови, отримали вищі бали. Наприклад, Світовий економічний форум оцінює Україну за 12 категоріями та десятками підкатегорій. Україна опинилася в нижній частині рейтингу за макроекономічною стабільністю (131-те місце), фінансовою системою (117-те місце) та установами (110-те місце). Найнижчі бали Україна отримала за такими підкатегоріями: проблемні кредити (136-те місце зі 140 країн), надійність банків (135-те місце), інфляція (130-те місце), майнові права (129-те місце), рівень відновлення платоспроможності (129-те місце), сила стандартів аудиту та звітності (120-те місце), фінансування малого і середнього бізнесу (118-те місце), незалежність судової системи (117-те місце), негативний вплив податків і субсидій на конкуренцію (114-те місце), зростання інноваційних компаній (112-те місце), а також ефективність правової системи в разі оскарження нормативних актів (107-ме місце). Організація “Трансперенсі Інтернешнл” характеризує інвестиційну та фінансову свободу в Україні як “пригнічену” й у звіті про Індекс сприйняття корупції зазначає, що 2018 р. країна робила дуже мало для подолання повсюдної корупції. Хоча Україна й підвищила свій бал у цьому індексі на два пункти, просунувшись з 30-го місця у 2017 р. на 32-ге у 2018 р. [699], антикорупційні реформи, розпочаті 2014 р., досі цілковито не реалізовані, унаслідок чого бал України набагато нижчий, ніж середній у світі – 43.

Тому іноземні інвестори прагнуть якомога швидше вивести прибуток з країни. Обсяги прибутку, які повторно інвестують в основний капітал, дуже малі: до 2009 р. це від 2 до 30 млн за рік (виняток 2008 р. – 172 млн); упродовж 2010–2016 рр. узагалі не реінвестували, 2017–2018 рр. – майже 400 та 500 млн дол. США, відповідно (див. додаток 35, табл. 35.2 та 35.3). Більшість ПІІ вкладено в галузі економіки зі швидким оборотом капіталу: фінанси, нерухомість, торгівля. З огляду на це навіть значний приріст іноземних інвестицій в Україну не означає суттєвих позитивних зрушень у реальному секторі національної економіки. Таку ситуацію можна пояснити тим, що іноземні інвестори все ще сприймають Україну як державу, де можна швидко заробити гроші [221, с. 32]. Україна ще не досягла того рівня, щоб приваблювати стратегічних інвесторів, які турбуються, головню, про мінімізацію ризиків, а не максимізацію рівня доходності.

Водночас з України в економіку країн світу у формі прямих інвестицій резидентів (акціонерний капітал та боргові інструменти) щорічно надходить, здебільшого, 100–200 млн дол. США (в окремі роки навіть до 1 млрд, наприклад 2007 та 2012 рр., див. додаток 36), а їхній нагромаджений обсяг на 31 грудня 2018 р. становив 6,5 млрд (додаток 39, табл. 29.1), з них 96,7 % припало на країни ЄС. Зокрема, найбільше прямих інвестицій (акціонерний капітал) з України (див. додаток 39, табл. 29.2) вкладено в економіку Кіпру (94,23 % від загального обсягу), Росії (1,88), Латвії (1,15), Британських Віргінських Островів (0,95) та Угорщини (0,27 %).

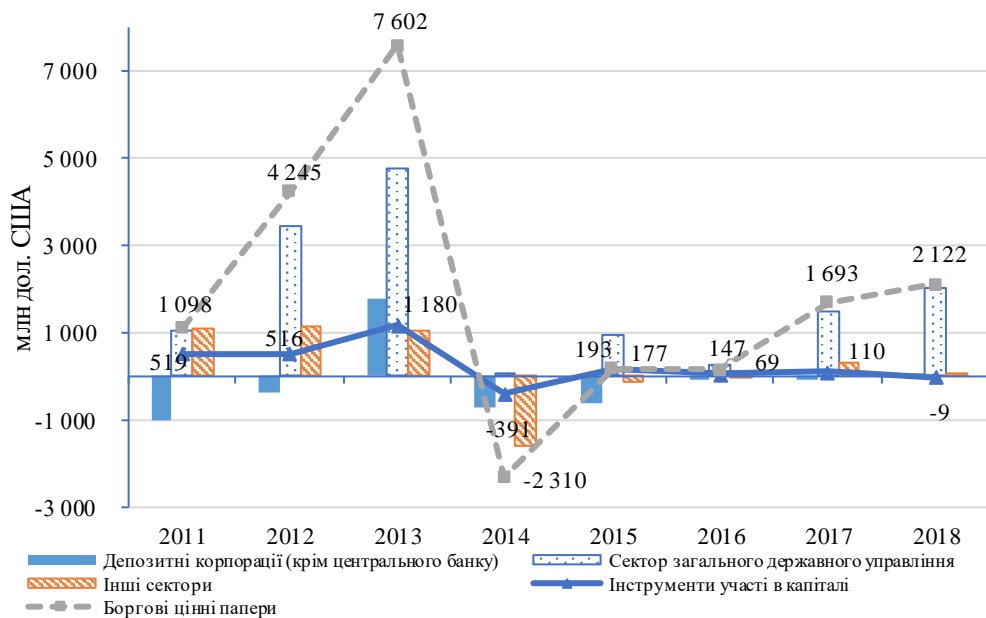


Рис. 5.2. Структура і динаміка портфельних інвестицій в Україну за 2011–2018 рр. (пасиви, зміни внаслідок операцій резидентів з нерезидентами), млн дол. США

Джерело: побудовано автором на основі [448].

Уперше надходження портфельних інвестицій в Україну зафіксовано 1995 р., їхній обсяг становив 16 млн, а 1999 р. їх уперше вилучили з вітчизняної економіки обсягом у 75 млн дол. США (див. додаток 35). Надходження портфельних інвестицій чергується з періодами вилучення, які були 1999, 2001, 2008–2009 та 2014 рр. У їхній структурі переважали боргові

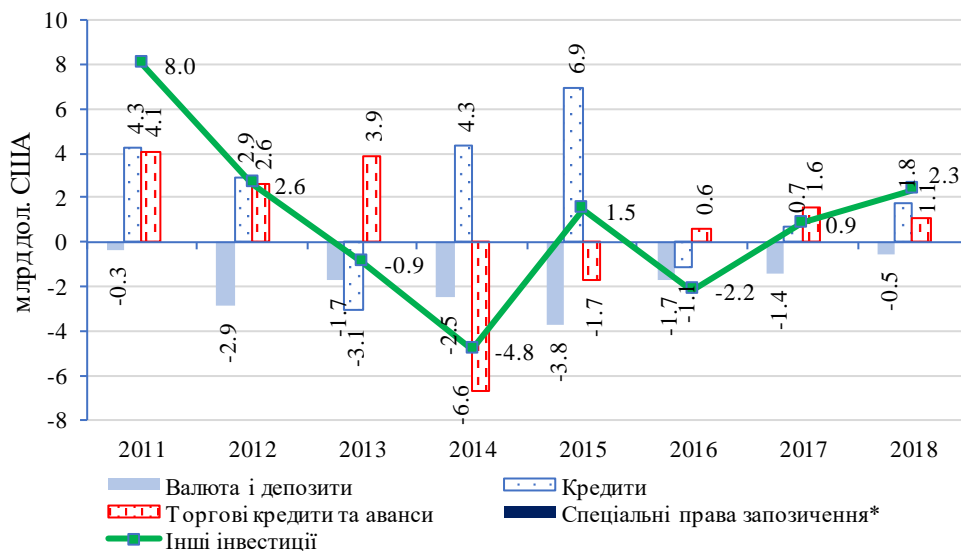
цінні папери (їх обсяг був максимальним у 2013 р. – 7 602 млн дол. США), основна частина яких припала на сектор загального державного управління (див. рис. 5.2 та додаток 36), тобто це запозичення уряду на міжнародному фінансовому ринку. Загалом нагромаджений обсяг портфельних інвестицій на 01 січня 2011 р. становив 20 085, а на 01 січня 2019 р. – 32 647 млн дол. США (додаток 40).

У досліджуваному періоді портфельні інвестиції з України були незначними, фактично їхні щорічні обсяги (див. додаток 36) не перевищували 10 млн дол. США, за винятком 2007 (29 млн), 2010–2012 (відповідно, 17, 48 та 72), 2016 (72) та 2018 рр. (33 млн), а їхній нагромаджений обсяг на 31 грудня 2018 р. становив 129 млн дол. США (див. додаток 40).

Нагадаємо, що стаття “інші інвестиції” як пасиви України містить такі складові: валюта і депозити, кредити, торгові кредити та аванси, спеціальні права запозичення. У 1990-ті роки простежувалася тенденція до зменшення надходження коштів у країну за цією статтею, зокрема, з 4 059 млн у 1994 р. до 1 450 млн у 1999 р., а 2000 р. їх вилучено обсягом 869 млн (див. додаток 35). У 2002–2008 рр. надходження стрімко зростали (з 541 до 27 568 млн дол. США), переважно завдяки валютним депозитам і кредитам (див. додаток 36). Позитивним аспектом була тенденція до зростання частки реального сектора в чистих довго- і короткотермінових кредитах, а частка банківського сектора зменшувалася [579, с. 30–31]. Однак світова фінансова криза призвела до того, що 2009 р. з України нерезидентами вилучено валютних депозитів на суму 5 355 млн дол. США і, незважаючи на те, що за іншими складовими цієї статті (кредити, торгові кредити й аванси) сальдо було позитивне, держава вперше змушена була використати спеціальні права запозичення (2 046 млн) для збалансування платіжного балансу.

За 2011–2018 рр. надходження коштів в Україну за статтею “інші інвестиції” мало різноспрямовану динаміку: від максимального обсягу залучення 8 005 млн у 2011 р. до найбільшої річної суми їхнього вилучення 4 825 млн дол. США у 2014 р. (рис. 5.3). Найбільше вилучення тоді було зі статті “торгові кредити й аванси” (нефінансовий сектор) і “валюта та депозити” (банківський сектор) – відповідно, 6 646 та 2 509 млн, які компенсовано отриманням кредитів на суму 4 330 млн, з них: сектор загального

державного управління (уряд) запозичив 3 626 млн, центральний банк – 551 млн дол. США (див. додаток 36, табл. 26.2).



* Спеціальні права запозичення в цей період не використовували (тобто їхнє значення дорівнює нулю).

Рис. 5.3. Інші інвестиції в Україну за 2011–2018 рр. (пасиви, зміни внаслідок операцій резидентів з нерезидентами), млн дол. США

Джерело: побудовано автором на основі [448].

Резиденти України найбільше коштів спрямовують за кордон саме за статтею “інші інвестиції”. Наприклад, якщо в абсолютних величинах щорічні обсяги прямих закордонних інвестицій у десятки разів перевищують портфельні, то інші інвестиції в десятки разів перевищують прямі. За 2011–2018 рр. рух коштів за статтею “інші інвестиції” був різноспрямованим: від максимального обсягу переміщення за кордон 9 833 млн у 2011 р. до найбільшої річної суми їхнього повернення в країну 2 762 млн у 2016 р. (див. рис. 5.4, додаток 36, табл. 36.2). Зазначимо, що купівля іноземної валюти резидентами є придбанням іноземних активів і відображена у статті “інші інвестиції” (незалежно від того, було її переміщено за кордон чи ні). Власне ця стаття переважно і є найбільшою структурною складовою інших інвестицій, зокрема, за такою позицією, як готівкова валюта в

позабанківському секторі, наприклад, у 2018 р. позабанківський сектор (населення) придбав іноземної валюти на 2 421 млн дол. США. Загалом активи резидентів України як залишки коштів за статтею “інші інвестиції” на 31 грудня 2018 р. становили 104 315 421 млн дол. США (див. додаток 40).

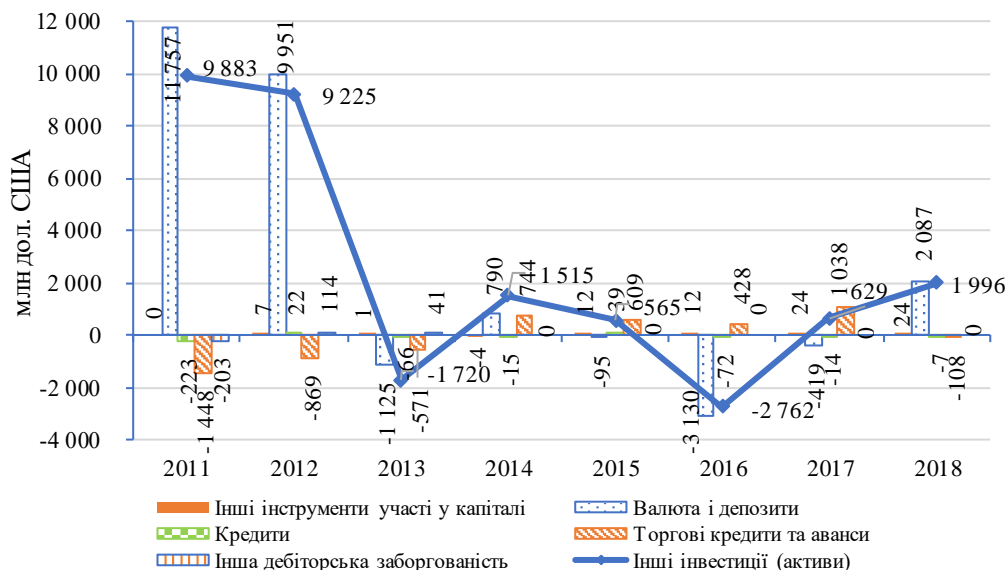


Рис. 5.4. Інші інвестиції з України за 2011–2018 рр. (активи, зміни внаслідок операцій резидентів з нерезидентами), млн дол. США

Джерело: побудовано автором на основі [448].

Відомо, що процентні ставки на міжнародному фінансовому ринку значно нижчі, ніж на вітчизняному. Проте оприлюднення даних щодо вартості зовнішніх запозичень українськими компаніями заплановане НБУ лише з 2019 р. Агреговані дані міститимуть розподіл кількості нових кредитних угод за рівнем процентної ставки в розрізі терміновості та валюти зобов’язань. Інформацію оприлюднюватимуть щоквартально на сторінці Офіційного інтернет-представництва Національного банку в розділі “Статистика зовнішнього сектора – Зовнішній борг”.

Водночас дані про вартість зовнішніх запозичень державного сектора наведено у Звітах про виконання Програм управління державним боргом. Наприклад, у такому Звіті за 2018 р. зазначено, що державні зовнішні запозичення у 2018 р. здійснені на суму 112,3 млрд грн, з них боргові інструменти

з фіксованою ставкою становили 92,2 %, з плаваючою (зі змінюваною) – 7,8 %, проти передбачених Програмою 92,3 та 7,7 %, відповідно [131, с. 3–4]. Зокрема, у січні–вересні 2018 р. виконати публічне розміщення ОЗДП в обсягах, запланованих під час формування державного бюджету на 2018 р., Міністерству фінансів не дали змоги нестабільна ситуація на зовнішніх ринках капіталу та пауза у співпраці з МВФ, тому для покриття потреб у валютній ліквідності в серпні 2018 р. проведене приватне розміщення короткотермінових дисконтних ОЗДП загальною номінальною вартістю 725,0 млн дол. США [131, с. 9].

Державні зовнішні запозичення публічним розміщенням довготермінових ОЗДП номінальною вартістю 2 млрд дол. США (за ставкою 8,994 % на п'ять років та 9,75 % на десять років) зроблено 25 жовтня, що дало змогу залучити фінансування до державного бюджету з одночасним погашенням короткотермінових цінних паперів, які розміщено у серпні 2018 р. Наприклад, 1 листопада на валютні рахунки Державного казначейства надійшло 1285,5 млн дол. США. Цей запас валютної ліквідності був достатнім для покриття платежів за державним і гарантованим державою боргом в іноземній валюті до кінця січня 2019 р. [131, с. 9]. Українські ОЗДП купують переважно іноземні фонди, що здійснюють управління активами, а також хедж фонди, пенсійні, страхові фонди та банки. Вартість позик від міжнародних фінансових інституцій (МВФ, групи Світового банку, ЄБРР, ЄІБ та ін.) наведена у відповідних угодах з ними. Зрозуміло, що ця вартість не є ринковою, оскільки такі позики мають переважно не економічний, а політичний підтекст (їх надають за умови виконання певних реформ, програм, дій тощо). Проте співпраця з міжнародними фінансовими організаціями є важливим показником для приватних іноземних власників тимчасово вільних грошових коштів [240, с. 112], її наявність знижує вартість залучення коштів резидентами України.

Запозичення на міжнародному фінансовому ринку призводять до формування боргу держави перед нерезидентами. Так, обсяг валового зовнішнього боргу України в 2018 р. зменшився на 0,7 млрд і на кінець року становив 114,7 млрд дол. США, або з 102,8 до 87,8 % щодо ВВП. Водночас зовнішній борг державного сектора збільшився на 1,7 млрд і становив 48,1 млрд дол. США (36,8 % від ВВП). Зовнішні зобов'язання приватного сектора зменшилися на

2,5 млрд і на 31 грудня 2018 р. становили 66,6 млрд дол. США (51,0 % від ВВП) [138]. Зокрема, зовнішні зобов'язання:

1) сектора загального державного управління в 2018 р. зросли на 1,2 млрд – до 40,1 млрд дол. США (30,7 % від ВВП) унаслідок такого: чистих залучень від розміщення єврооблігацій у 2018 р. на суму 2,0 млрд; залучень за кредитами Світового банку та ЄС на суму 1,0 млрд; виплат за кредитами на суму 1,8 млрд, у тому числі за кредитами МВФ – 1,4 млрд дол. США. Як справедливо зазначив О. Рожко [423, с. 207–208] останнім часом на ринку державних зовнішніх запозичень домінують кредитні інструменти, які проте не дають змоги залучати достатній обсяг коштів через обмеженість капіталів будь-якого єдиного кредитора та низький рівень гнучкості. Учений альтернативою кредитним запозиченням на зовнішніх ринках вважає позики, засновані на використанні цінних паперів, зокрема єврооблігації, які дають змогу уникати цих обмежень;

2) центрального банку зріс на 0,5 млрд і на кінець 2018 р. становив 7,9 млрд дол. США (6,1 % від ВВП). Залучення за кредитами від МВФ становили 1,4 млрд, погашення – 0,7 млрд, унаслідок ревальвації долара до СПЗ борг зменшився на 0,2 млрд дол. США;

3) сектора інших депозитних корпорацій України зменшився на 0,4 млрд і на кінець 2018 р. становив 5,8 млрд дол. США (4,4 % від ВВП). Зростання зобов'язань за довготерміновими кредитами й облігаціями (на 0,3 млрд) було компенсоване зменшенням заборгованості за короткотерміновими зобов'язаннями (на 0,8 млрд дол. США).

4) інших секторів економіки на кінець 2018 р. становив 51,4 млрд (39,4 % від ВВП), зменшившись за рік на 1,9 млрд дол. США. Основними чинниками стали: скорочення обсягів зобов'язань за торговими кредитами на 2,6 млрд; збільшення зобов'язань за негарантованими коротко- та довготерміновими кредитами на 0,9 млрд; зменшення заборгованості за кредитами, гарантованими до повернення урядом, на 0,2 млрд дол. США. Обсяги протермінованої заборгованості реального сектора за рік зросли на 2,0 млрд і на кінець 2018 р. становили 22,4 млрд дол. США (17,1 % від ВВП). Міжфірмовий борг підприємств, що перебувають у відносинах прямого інвестування, зменшився за рік на 138 млн і становив 9,4 млрд дол. США (7,2 % від ВВП). Загалом заборгованість інших секторів економіки

(разом з міжфірмовим боргом) зменшилася на 2,1 млрд – до 60,8 млрд дол. США (46,6 % від ВВП).

Основною валютою зовнішніх запозичень України станом на кінець 2018 р. був долар США: його частка становила 71,4 % від загального обсягу зовнішнього боргу (як і на кінець 2017 р.). Питома вага зобов'язань у СПЗ перед МВФ скоротилася за рік із 12,1 до 11,3 %, натомість зросла частка запозичень у євро: з 12,8 до 14,0 %. Частка зовнішньої заборгованості в гривнях залишилася незначною – 0,8 % від обсягу боргу. Зобов'язання в російських рублях на кінець 2018 р. становили 2,0 % від обсягу зовнішніх зобов'язань українських резидентів [138].

Наведені вище дані свідчать загалом про зростання обсягів фінансових операцій резидентів з нерезидентами та щораз більшу інтеграцію України у світовий фінансовий простір, що об'єктивно потребує зосередження уваги на проблемах стабільного функціонування інститутів вітчизняного фінансового ринку та загалом фінансової системи України за допомогою відповідного механізму регулювання. Адже суперечливий характер впливу фінансової глобалізації на національну економіку (різкі зміни напрямів та обсягів міжнародного переміщення фінансового капіталу) потребує вироблення зваженого підходу до регулювання валютно-фінансової сфери і вдосконалення механізмів гарантування економічної безпеки країни [220, с. 101]. Це зумовлено тим, що за лібералізації міжнародного переміщення грошового капіталу зростають ризики поширення фінансових криз з одних країн в інші через спонтанне вилучення нерезидентами коштів. Власне особливості впливу залученого іноземного капіталу на економіку країни є актуальним питанням у дослідженнях учених-економістів.

Зокрема, автори наукових досліджень, наприклад Е. Прасад, К. Рогов, С. Ві, А. Коце [796, с. 24], зазначають, що міжнародна фінансова глобалізація й інтеграція позитивно впливають на економічне зростання через прямі канали – нагромадження внутрішніх заощаджень, зниження вартості капіталу завдяки ліпшому розподілу ризиків, передання технологій (упровадження фінансових інновацій), розвиток фінансового сектора економіки; та непрямі – сприяння спеціалізації, спонукання до вдосконалення економічної політики, збільшення обсягів надходження капіталу внаслідок зростання інвестиційної привабливості завдяки поліпшеній політиці. За умов

фінансової глобалізації кількість фінансових альтернатив для економічних суб'єктів фінансового і нефінансового сектора – реципієнтів іноземного капіталу – зростає, а вартість залучення коштів знижується, розширюється база контрагентів і підвищується ліквідність фінансового ринку.

Наведемо ще одну думку з цього приводу: С. Шмуклер [814] вважає, що головним здобутком фінансової глобалізації є розвиток національних фінансових систем країн, що розвиваються. Саме завдяки їй зростають обсяги кредитування та якість фінансових продуктів на національних фінансових ринках цих країн, а також формується сучасна фінансова інфраструктура, зменшуючи гостроту проблем асиметричності інформації.

З огляду на викладене теоретично фінансова глобалізація й інтеграція (скасування обмежень на міжнародне переміщення капіталу) формують вагомий позитивні ефекти та є одним із чинників активізації економічного розвитку, що підтверджено більшістю емпіричних досліджень [700, с. 20–28]. Наприклад, Г. Едісон, М. Кляйн, Л. Річчі, Т. Сльок [700, с. 29–31] з'ясували, що вплив лібералізації міжнародного переміщення фінансового капіталу (у формі як ПІІ, так і портфельних та інших інвестицій) на економічне зростання є більшим у країнах, що розвиваються (значення коефіцієнта – 0,32–0,34), порівняно з промислово розвиненими країнами (0,16–0,20); а А. Іполард та А. Поммерет [703, с. 5 та с. 19–22] дослідили, що фінансова інтеграція пришвидшує економічне зростання в країні на додаткові 0,16–0,42 процентного пункту порівняно з фінансовою автаркією (різниця між максимальним і мінімальним значенням лише 0,26 п. п. на рік. Цю досить невелику різницю пояснили тим, що досі економетричні дослідження не давали чітких доказів впливу фінансової інтеграції на економічне зростання), що становить понад 10 % її національного багатства і майже однаково залежить від прямих іноземних інвестицій (4,9 % багатства) та доступу до міжнародного фінансового ринку (5,6 %). У середньому у відкритих (інтегрованих) економіках показник економічного зростання вищий на 0,31 п. п. порівняно з закритими економічними системами. На завершальному етапі калібрування моделі вчені врахували вплив ПІІ на підвищення продуктивності всередині країни й отримали такий результат: фінансова інтеграція дає додаткові 0,5 п. п. економічного зростання в рік.

Утім, негативним наслідком вільного переміщення фінансового капіталу у відкритих економіках є вищий рівень волатильності (у середньому на 25 % порівняно із закритими економіками).

Для з'ясування домінантних тенденцій і суперечностей інтеграції вітчизняного фінансового ринку у світовий фінансовий простір та її впливу на економічне зростання в Україні змодельовано різні аспекти його функціонування та проаналізовано низку показників за період з 1996 по 2018 рр., які наведено в додатку 41. Зокрема, на первинному етапі аналізу побудовано кореляційну матрицю між цими індикаторами (додаток 42), на підставі даних якої вибрано кілька суттєвих, між якими є достатньо тісний зв'язок. На наступному етапі їх розділено на групи, що відображають різні аспекти та характеристики функціонування фінансового ринку. Для кожного з цих напрямів аналізу розроблено окремі моделі, які відображають характер і сили відповідних впливів показників один на одного.

Наприклад, для аналізу впливу інтеграції фінансового ринку на розвиток економіки України обрано групу параметрів за досліджуваній період. Це дало змогу розробити багатофакторну модель, де залежною змінною був валовий внутрішній продукт (ВВП) як базовий показник розвитку національної економіки, виміряний у доларах США, а незалежними змінними – показники його внутрішнього і зовнішнього фінансування, виражені у тій же валюті. Такий підхід дав змогу виявити силу впливу кожного показника та виділити найбільш і найменш значущі з них.

Проте під час побудови моделі було виявлено, що показники внутрішнього фінансування – внутрішнє кредитування приватного сектора банками, внутрішнє кредитування приватного сектора іншими фінансовими установами та чисті вимоги фінансових корпорацій до центральних органів державного управління виявились незначущими та не дозволили побудувати адекватну модель. Тому ці показники було агреговано в один узагальнений – внутрішнє кредитування фінансовим сектором (модель, яка дасть змогу проаналізувати вплив кожного з них окремо наведено дещо нижче). Незначущими також виявились портфельні іноземні інвестиції у вітчизняні акції і з огляду на це їх теж не враховано у багатофакторній моделі. Відтак, для побудови адекватної моделі регресорами (незалежними

змінними) обрано прямі іноземні інвестиції (ПІІ), внутрішнє кредитування фінансовим сектором (ВКФС), портфельні інвестиції в облігації (ПФІО) та особисті грошові перекази з-за кордону (ОГП). Результати регресійного моделювання наведені в табл. 5.2.

Таблиця 5.2

**Результати множинного регресійного аналізу
впливу окремих показників фінансування на ВВП України**

N=23	Залежна змінна: ВВП (дол. США) R= 0.98815474 R ² = 0.97644979 Adjusted R ² = 0.97121641 F(4,18)=186.58 p<0.00000					
	b*	Std.Err.	b	Std.Err.	t(18)	p-value
Вільний індикатор			3.171750E+10	3.152225E+09	10.06194	0.000000
Внутрішнє кредитування фінансовим сектором	0.613361	0.066619	6.191414E-01	6.724669E-02	9.20702	0.000000
Прямі іноземні інвестиції, чисті надходження	0.231629	0.051369	3.612949E+00	8.012584E-01	4.50909	0.000272
Портфельні іноземні інвестиції в облігації (урядові + приватні)	0.107858	0.041243	2.009495E+00	7.684013E-01	2.61516	0.017531
Особисті грошові перекази з-за кордону	0.204046	0.052748	2.415254E+00	6.243671E-01	3.86832	0.001126

Джерело: власні розрахунки автора на основі даних НБУ, МВФ, МБРР [448; 453; 454].

Дані табл. 5.2 свідчать, що відкоригований коефіцієнт детермінації R² є високим (0,97), які критерій Фішера (187), значення р-критерію всіх незалежних змінних є низькими. Значення критерію Дарбіна-Вотсена становить 1,47, що для даної моделі свідчить про відсутність автокореляції залишків (відповідно до параметрів моделі N=23, k=4 та рівня значущості $\alpha=0,01$). Усе це загалом підтверджує адекватність побудованої моделі. В

аналітичній формі регресійна модель впливу фінансових факторів на зміну ВВП має такий вигляд:

$$\text{ВВП} = 31717495256 + 0.619 \times \text{ВКФС} + 3.613 \times \text{ПІІ} + 2.415 \times \text{ОГП} + 2.009 \times \text{ПФІО} \quad (5.1)$$

Як бачимо, згідно з рівнянням збільшення внутрішнього кредитування на один долар США приводить до зростання ВВП на 0,62 дол., тоді як аналогічне збільшення прямих іноземних інвестицій – на 3,6 дол., особистих грошових переказів – на 2,4 дол. й іноземних портфельних інвестицій у вітчизняні облігації – на 2 дол. США, тобто зовнішнє фінансування значно вагомніше впливає на економічне зростання в державі.

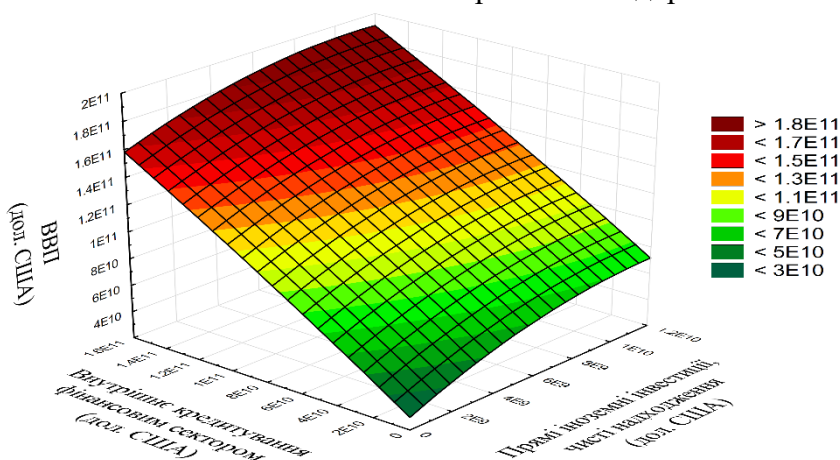


Рис. 5.5. Залежності значення показника ВВП від прямих іноземних інвестицій та внутрішнього кредитування фінансовим сектором в Україні

Джерело: побудовано автором на основі власних розрахунків за даними НБУ, МВФ, МБРР [448; 453; 454].

За результатами калібрування моделі побудовано тривимірний графік залежності ВВП України від прямих іноземних інвестицій та внутрішнього кредитування фінансовим сектором, апроксимований квадратичною поверхнею (площиною), який зображено на рис. 5.5. По осі X позначено внутрішнє кредитування фінансовим сектором, по осі Y – прямі іноземні інвестиції, а по осі Z – обсяги ВВП. Площину (поверхню) для наочності розділено кольорами (згідно значень осі Z), де градієнтом від зеленого до червоного позначено обсяги ВВП.

На наступному етапі дослідження виконано аналіз крос-кореляцій для визначення впливу між ВВП та двома основними змінними з розробленої вище регресійної моделі – прямими іноземними інвестиціями й обсягами внутрішнього кредитування фінансовим сектором. Основною метою такого аналізу є виявлення “запізнення” зміни показників у різних періодах, зокрема, на рис. 5.6 зображено кореляції між ВВП та прямими іноземними інвестиціями, де лаговою змінною є ПІІ.

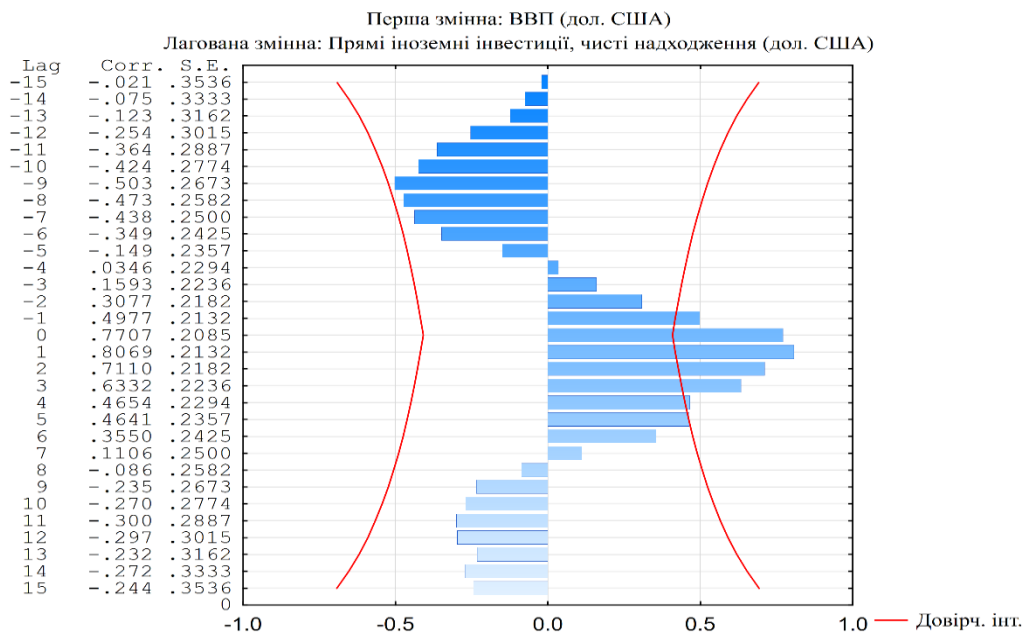


Рис. 5.6. Аналіз крос-кореляцій лагової змінної – ПІІ та ВВП

Джерело: побудовано автором на основі власних розрахунків за даними НБУ, МВФ, МБРР [448; 453; 454].

Аналіз даних, відображених на рис. 5.6, дав змогу дійти висновку, що кореляція є значнішою у разі, коли ВВП аналізують із затримкою в один рік. Обчислене значення кореляції у випадку, коли аналізують ті самі роки, становить 0,77 (що збігається зі значенням у табл. 5.2). Якщо ж значення ВВП аналізують із попереднього року, то значення кореляції є вищим і становить 0,81. Водночас аналіз крос-кореляцій для лагової змінної – внутрішнього кредитування фінансовим сектором та ВВП (рис. 5.7) засвідчив, що значення кореляції в одні й ті ж роки є максимальним (0,96).

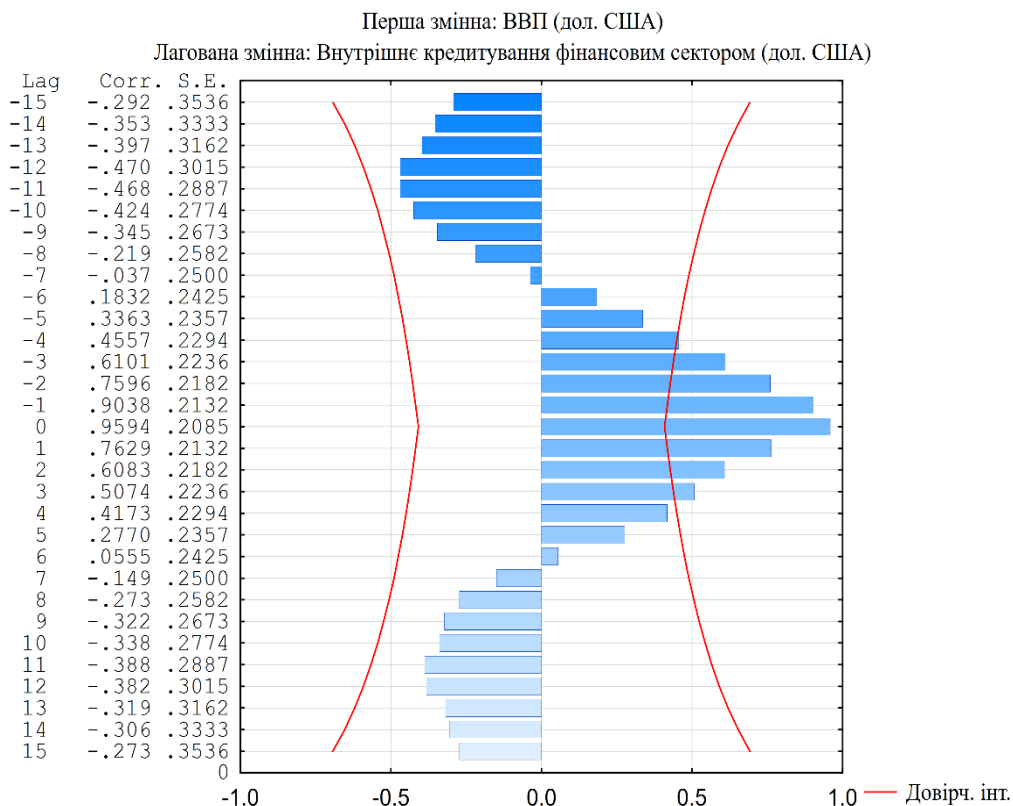


Рис. 5.7. Аналіз крос-кореляцій лагованої змінної – внутрішнього кредитування фінансовим сектором та ВВП

Джерело: побудовано автором на основі власних розрахунків за даними НБУ, МВФ, МБРР [448; 453; 454].

Порівняння даних на рис. 5.6 та рис. 5.7 дало змогу виявити таку закономірність: для внутрішнього кредитування фінансовим сектором гістограма значень кореляції спадає плавніше в бік від’ємного лагування (тобто в разі розгляду теперішнього значення ВВП і майбутнього значення ВКФС), хоча значення в один і той же рік є максимальними (0,96). Тоді як на рис. 5.6 у разі аналізу прямих іноземних інвестицій (окрім згаданого вище факту більшої кореляції в “майбутньому” році) простежено протилежну ситуацію – кореляція спадає плавніше при лагуванні ПІІ “у майбутнє”. Це дає змогу дійти висновку, що інвестиції з-за кордону є більш реактивними щодо зміни ВВП,

тобто за умови економічного зростання інвестиції надходять у країну постфактум, відображаючи небажання інвесторів ризикувати. Водночас внутрішнє кредитування більше спрямоване на отримання результату (вигоди) в майбутньому, коли внутрішні кредити справді витрачають на інвестиції та розвиток. Проте загалом помітно, що немає довготермінової, яскраво вираженої реакції чи зміни аналізованих показників, що може свідчити про те, що країна живе “сьогоднішнім днем”.

Нарешті, завершальним кроком моделювання залежності ВВП від цих показників стала декомпозиція першої нашої моделі для порівняльного аналізу впливу внутрішнього і зовнішнього фінансування на економічне зростання в Україні з метою виявлення наслідків фінансової глобалізації та інтеграції. Для цього було побудовано дві багатofакторні лінійні регресійні моделі. Зокрема, у першій моделі незалежними змінними виступили внутрішнє кредитування приватного сектору банками (ВКПСБ) та чисті вимоги фінансових корпорацій до центральних органів державного управління (ВФКДУ). Тривимірна діаграма розсіювання, яка відображає їхній вплив на ВВП України, наведена на рис. 5.8. Цей набір параметрів по-суті відображає вплив фінансової автаркії на економічне зростання (хоча, насправді, значна частина вітчизняних банків та інших фінансових посередників належить іноземцям, які крім статутного капіталу отримують від материнських структур фінансування у різних формах – внутрішньо корпоративних кредитів, депозитів тощо. Роль банків та інших фінансових посередників з іноземним капіталом на вітчизняному фінансовому ринку розглянемо у п. 5.2. Зазначимо, що спроба врахувати показник внутрішнього кредитування приватного сектору іншими фінансовими установами була невдалою, ця змінна виявилась незначущою в моделі з високим p -критерієм (0,60) і тому її невраховано, а модель стала двофакторною (табл 5.3).

Згідно з результатами розрахунків критерій Фішера даної моделі є великим (143), коефіцієнт детермінації – відкоригований R^2 становить 0,93, а всі незалежні змінні є значущими. Значення критерію Дарбіна-Вотсена становить 0,87, що при зазначених в табл. 5.3 параметрах моделі ($N=23$, $k=2$ та рівня значущості $\alpha=0,01$) засвідчує про існування деякого рівня позитивної автокореляції, проте не на критичному рівні. Загалом можемо стверджувати, що модель є адекватною.

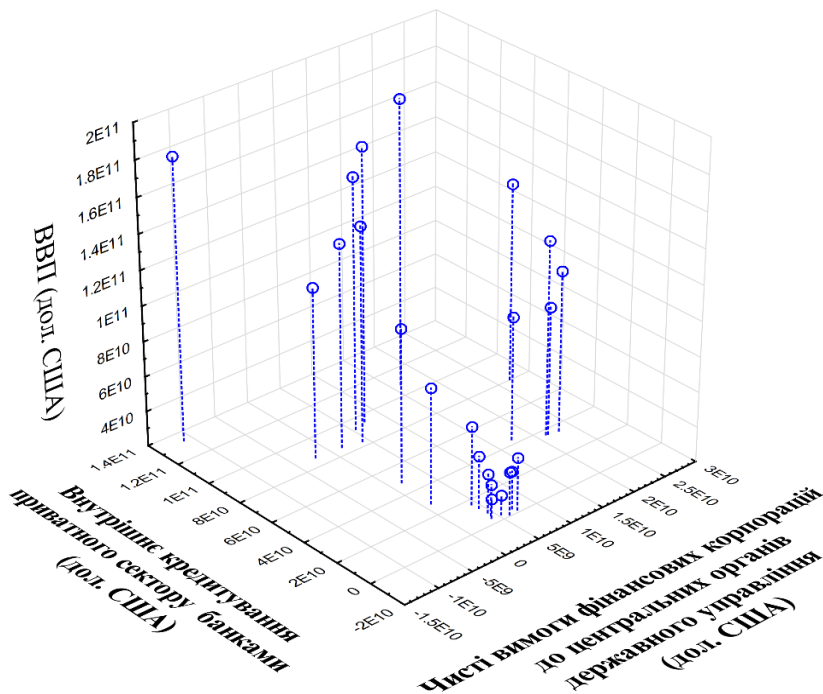


Рис. 5.8. Тривимірна діаграма розсіювання, яка відображає вплив внутрішнього фінансування на ВВП України

Джерело: побудовано автором на основі даних НБУ, МВФ, МБРР [448; 453; 454].

Отримане рівняння залежності цієї лінійної регресійної моделі має вигляд:

$$\text{ВВП} = 34552368492 + 1,27 \times \text{ВКПСБ} + 1,05 \times \text{ВФКДУ} \quad (5.2)$$

У другій моделі незалежними змінними виступили особисті грошові перекази з-за кордону та прямі іноземні інвестиції (чисті надходження). Тривимірна діаграма розсіювання для цієї моделі наведена на рис. 5.9. Змінну чисті портфельні інвестиції не вдалось включити в модель через її незначущість (див. додаток 31, додаток 32). Спроба провести декомпозицію цього показника за наявними даними на портфельні іноземні інвестиції у вітчизняні акції та портфельні іноземні інвестиції у вітчизняні облігації також була невдалою через їхню незначущість із дуже високими значеннями

p -критерію – 0,81 та 0,56 відповідно. У зв'язку з цим побудовано двофакторну модель (табл. 5.4).

Таблиця 5.3

Результати побудови двофакторної лінійної регресійної моделі впливу внутрішнього фінансування на економічне зростання

N=23	Залежна змінна: ВВП (дол. США) R= 0.96684529 R ² = 0.93478981 Adjusted R ² = 0.92826879 F(2,20)=143.35 p<0.00000					
	b*	Std.Err.	b	Std.Err.	t(20)	p-value
Вільний індикатор			3.455237E+10	5.202467E+09	6.64154	0.000002
Внутрішнє кредитування приватного сектору банками	0.968629	0.057420	1.216005E+00	7.208426E-02	16.86921	0.000000
Чисті вимоги фінансових корпорацій до центральних органів державного управління	0.185312	0.057420	1.052195E+00	3.260279E-01	3.22732	0.004224

Джерело: власні розрахунки автора на основі даних НБУ, МВФ, МБРР [448; 453; 454].

Критерій Фішера даної двофакторної моделі є достатньо великим (54), відкоригований R² становить 0,83, обидві незалежні змінні є значущими. Значення критерію Дарбіна-Вотсена становить 1,09, що при параметрах моделі (N=23, k=2, $\alpha=0,05$) свідчить про існування незначної позитивної автокореляції. Проте загалом можна стверджувати, що побудована модель є адекватною.

Порівнявши дві останні побудовані моделі також доходимо висновку, що фінансова інтегрованість є значно вигіднішою, оскільки при зміні незалежних змінних в першій моделі спостерігаємо суттєво менший приріст залежної змінної – ВВП України. Зокрема, збільшення на один долар внутрішнього кредитування приватного сектору банками приводить до зростання ВВП на 1,27 дол. США, а збільшення чистих вимог фінансових корпорацій до центральних органів державного управління (збільшення

кредитування уряду) – на 1,05 дол., натомість кожен долар отриманих особистих грошових переказів приводить до зростання ВВП на 6,39 дол., а прямих іноземних інвестицій – на 8,81 дол. США, що підтверджує не лише вигоди від фінансової інтеграції, а й значніший її вплив на економічне зростання в Україні порівняно з внутрішнім кредитуванням.

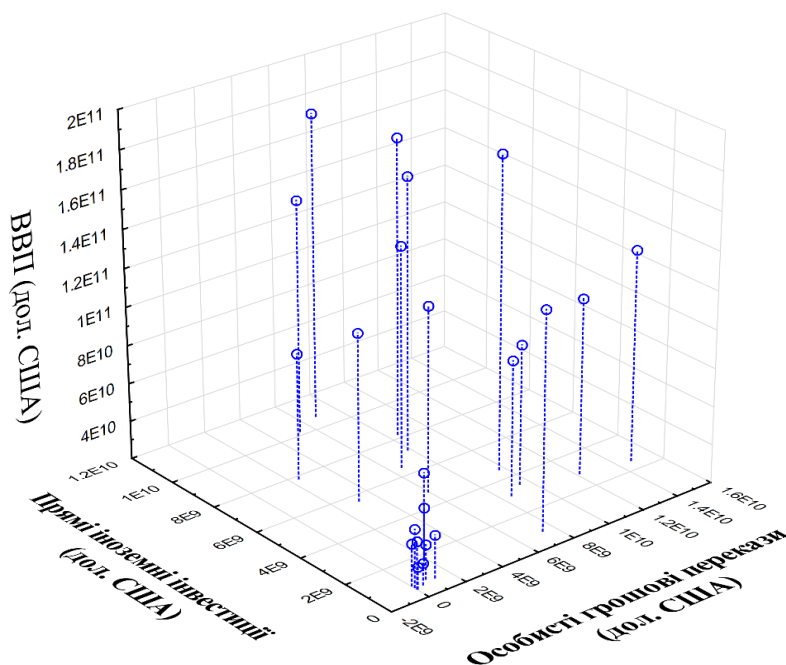


Рис. 5.9. Тривимірна діаграма розсіювання, яка відображає вплив зовнішнього фінансування на ВВП України

Джерело: побудовано автором на основі даних НБУ, МВФ, МБРР [448; 453; 454].

Рівняння залежності цієї двофакторної моделі виглядає так:

$$\text{ВВП} = 33210250739 + 8,81 \times \text{ПІІ} + 6,39 \times \text{ОГП} \quad (5.3)$$

Для оцінювання впливу кон'юнктури вітчизняного фінансового ринку на надходження грошового капіталу з-за кордону побудовано модель впливу реальної процентної ставки (r) на надходження прямих іноземних інвестицій (табл. 5.5), графічна інтерпретація якої наведена на рис. 5.10.

Таблиця 5.4

**Результати побудови двофакторної лінійної регресійної моделі
впливу зовнішнього фінансування на економічне зростання**

N=23	Залежна змінна: ВВП (дол. США) R= 0.91812498 R ² = 0.84295348 Adjusted R ² = 0.82724883 F(2,20)=53.675 p<0.00000					
	b*	Std.Err.	b	Std.Err.	t(20)	p-value
Вільний індикатор			3.321025E+10	7.656053E+09	4.337777	0.000319
Прямі іноземні інвестиції, чисті надходження	0.565013	0.095851	8.813065E+00	1.495080E+00	5.894711	0.000009
Особисті грошові перекази з-за кордону	0.539669	0.095851	6.387949E+00	1.134565E+00	5.630308	0.000016

Джерело: побудовано автором на основі власних розрахунків за даними НБУ, МВФ, МБРР [448; 453; 454].

Таблиця 5.5

**Аналіз лінійної залежності прямих іноземних інвестицій від
реальної процентної ставки**

Показник	R = .61728445 R ² = .38104009 Adjusted R ² = .35009210 F(1,20) = 12.312 p < .00221 Std.Error of estimate: 2.7108					
	b*	Std.Err.	b	Std.Err.	t(20)	p-value
Вільний індикатор (Intercept)			4,955315	0,667838	7,41993	0,000000
Реальна процентна ставка (%)	-0,617284	0,175920	-0,165620	0,047200	-3,50888	0,002209

Джерело: побудовано автором на основі власних розрахунків за даними НБУ, МВФ, МБРР [448; 453; 454].

В аналітичній формі цю модель відображає таке рівняння

$$ПІІ = 4,9553 - 0.16562019803 \times r \quad (5.4)$$

Значення кореляції між цими змінними є середнім і становить -0,62. Модель адекватна, проте відкоригований коефіцієнт детермінації R^2 є невисоким (0,35), як і критерій Фішера (12,3), що свідчить про наявність інших суттєвих факторів, які впливають на ПІІ. З побудованої моделі бачимо, що в разі збільшення реальної процентної ставки на одиницю

потік прямих іноземних інвестицій зменшується на 0,16562 млрд дол. США. Отримані результати відповідають класичній концепції теорії фінансів – зі зростанням реальної процентної ставки обсяг інвестицій у реальний сектор зменшується.

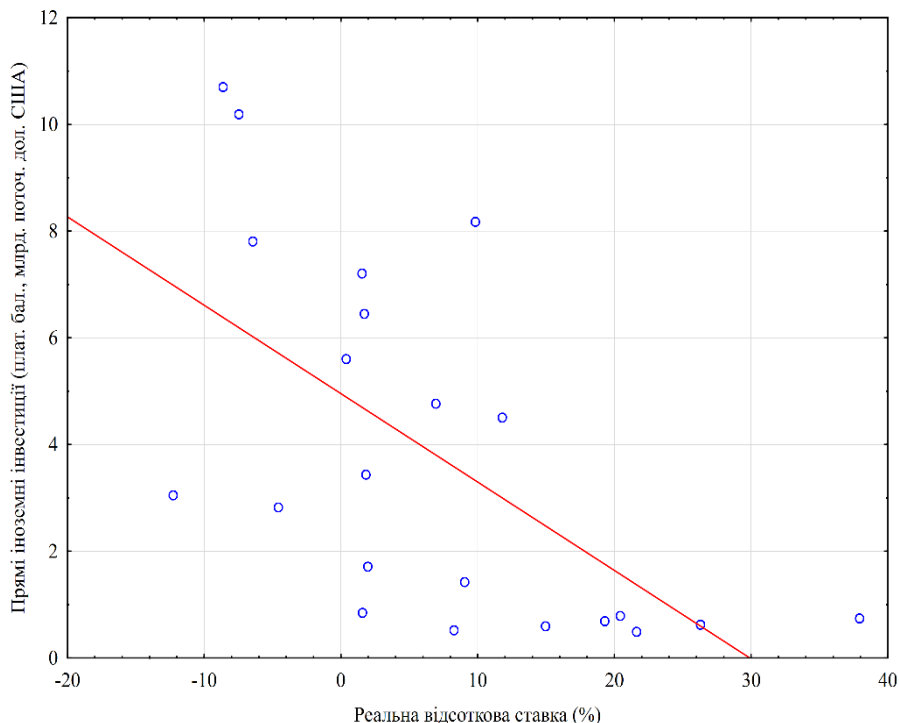


Рис. 5.10. Графічна інтерпретація залежності прямих іноземних інвестицій від реальної процентної ставки в Україні

Джерело: побудовано автором на основі даних НБУ, МВФ, МБРР [448; 453; 454].

Спроба побудувати регресійну модель впливу реальної процентної ставки на обсяги портфельних інвестицій як в акції, так і в облігації виявилась невдалою, оскільки екзогенна змінна (r) у даній моделі є статистично незначущою за критерієм Стьюдента. Під час побудови аналогічної моделі впливу реальної процентної ставки на обсяг внутрішнього кредитування банківським сектором з'ясовано, що екзогенна змінна (r) є статистично значущою при $\alpha=0,02$, однак змінна реальної процентної ставки пояснює зміну обсягів внутрішнього

кредитування лише на 20%, тобто є інші, невраховані в моделі, фактори, які суттєво впливають на діяльність банківського сектору.

Нагадаємо, що Україна має ще одне джерело надходження грошових коштів з-за кордону – це перекази трудових мігрантів⁶⁸, обсяги яких загалом зростають (додаток 43) і з 2013 р. у рази перевищують прямі іноземні інвестиції (рис. 5.11). Тому грошові перекази мігрантів доцільно розглядати як важливе джерело зовнішнього фінансування, вони мають вагомий потенціал щодо використання їх як генератора економічного розвитку [794, с. 72]. Уважають, що українська економіка втратила б приблизно 7 % свого потенціалу без стимулювального впливу особистих грошових переказів мігрантів, що робить цілком очевидним макроекономічний аспект їхньої значущості [223, с. 143].



Рис. 5.11. Надходження грошових коштів від робітників-мігрантів та прямі іноземні інвестиції в Україну

Джерело: побудовано автором на основі даних НБУ.

⁶⁸ Залежно від терміну перебування мігранта за кордоном переказані ним кошти відображають у різних статтях поточного рахунку платіжного балансу. Перекази, від працівників, що працюють за кордоном менше року, обліковують у статті “оплата праці”, а від тих, що понад рік, – у статті “приватні трансфери”.

За даними іноземних [805; 816] та вітчизняних [62; 295, с. 193] учених, близько 90 % надходжень від мігрантів витрачають на купівлю продуктів, одягу, нерухомості, освіти та лікування, тобто на споживання й інвестування, і близько 10 % від суми переказів заощаджують. Отже, капітал мігрантів підвищує обсяги споживання, стимулює ділову активність і приватні інвестиції, компенсує обмеженість доступу до фінансового ринку і кредитних коштів, а їхні заощадження можуть бути залучені на депозитні рахунки в банки або використані для придбання акцій і облігацій на фінансовому ринку України. Дослідження [410, с. 235; 783] засвідчують, що в разі зростання переказів на 1 % обсяги кредитування підприємств щодо ВВП збільшуються на 3–5 %. Спроба побудувати власну регресійну модель впливу особистих грошових переказів з-за кордону на обсяги депозитів та кредитування в Україні виявилась невдалою, оскільки екзогенна змінна у даній моделі є статистично незначущою за критерієм Стьюдента.

Водночас економіко-математичне моделювання впливу грошових переказів мігрантів на економіку їхньої батьківщини, виконане Дж. Джонгваничем [740, с. 9], дало змогу вченому виявити такі залежності: збільшення обсягу переказів на 1 % приводить до зростання людського капіталу на 0,008 %, інвестицій – на 0,03 %, темпів економічного зростання – також на 0,03 %. З отриманих результатів можна зробити висновок, що грошові перекази можуть полегшити кредитні обмеження й позитивно вплинути на приватні інвестиції, однак уряд не повинен розглядати їх як основне джерело економічного зростання нарівні з іншими зовнішніми та традиційними його факторами, такими як експорт і прямі іноземні інвестиції.

Крім того, вплив грошових переказів на економічне зростання найбільший у тих країнах, які мають сучасну розвинену мережу фінансових установ, що акумулюють ці заощадження. Низка країн уже залучає ці організовані заощадження мігрантів у державні облігаційні позики та спрямовує на розвиток економіки. Такі облігації також мають попит у тих суб'єктів, які зацікавлені вкладати кошти у фінансові активи в країні свого походження, однак не готові зазнавати ризиків, пов'язаних з приватними інвестиційними фондами. Потенційно вони можуть зменшити ризики рефінансування, оскільки їхні покупці, вірогідніше, керуються інтересами довготермінового розвитку батьківщини, ніж інші інвестори [246]. Проте

українська діаспора, як і індійська [816], не поспішає інвестувати на батьківщині через корупцію, бюрократію та рейдерство.

Наголосимо, що уряд України вже неодноразово намагався залучити іноземну валюту, нагромаджену поза банками (через державні банки, випуск валютних ОВДП, валютні казначейські облігації тощо). Інтерес уряду до валютних заощаджень громадян цілком закономірний, оскільки виплати за зовнішніми боргами в Україні доволі значні, а резерви НБУ сформовані переважно з позик у міжнародних фінансових організацій. Обсяг готівкової іноземної валюти поза банківським сектором країни на кінець 2011 р. становив майже 80 млрд дол. США (це трохи менше 50 % тогорічного ВВП), а на кінець 2018 р. – фактично 86 млрд. Навіть якщо припустити, що лише 20 % цієї суми, тобто 17 млрд, є на руках у населення готівкою, то потенціал залучення валюти на внутрішньому ринку виглядає дуже переконливо. Проте намагання Міністерства фінансів України залучити кошти населення в іноземній валюті не дуже успішні [236, с. 225]. Уважаємо, що Міністерство фінансів України продовжуватиме пошук “дружнього” попиту на валютні ОВДП з боку державних банків, а також збільшення можливостей продати їх населенню.

До речі, потрібно пам’ятати, що грошові перекази – це приватні потоки, а не інструменти фінансування розвитку; проте вони значно впливають на розвиток як рушій зростання через мультиплікаційний ефект на споживання й інвестиції, як основне джерело валютних обмінних коштів і як інструмент, що допомагає зменшити ризики та вразливість [748, с. 57]. Тому сьогодні не лише Україна, а й інші держави використовують грошові перекази як важливий ресурс валютних надходжень, що мінімізує ризики і прояви фінансової нестабільності. Разом з прямими інвестиціями вони є фактично єдиними неборговими каналами надходження іноземної валюти до країни і також відіграють важливу роль у формуванні платіжного балансу, зважаючи на майже постійний дефіцит торгового балансу та відтік українського капіталу до офшорів. Надходження переказів дає змогу фінансувати утворене від’ємне сальдо торгового балансу, поступово обмежувати вплив і залежність від міжнародних фінансових організацій, сприяє зміцненню національної валюти, що є передумовою проведення економічних реформ [240, с. 225].

Крім того, на відміну від інших міжнародних фінансових потоків, для грошових переказів характерні стабільність, відносна стійкість до кризових явищ та антициклічний вплив на економіку [213, с. 227]. Згідно з дослідженням Світового банку [780], у період криз саме грошові перекази з-за кордону стають найпотужнішим грошовим потоком для багатьох країн світу, що пом'якшує їхній негативний вплив на економіку. Наприклад, 2009 р. перекази у світі зменшились усього на 5,5 % і вже у 2010 р. майже повернулися до попереднього рівня. На противагу цьому прямі іноземні інвестиції в країни, що розвиваються, під час кризи зменшилися на третину, а портфельні – більш ніж на половину.

Надходження валютних переказів від робітників-мігрантів також сприяє поліпшенню кредитоспроможності країни і збільшує можливості отримання позик, оскільки вони значно впливають на формування кредитного рейтингу країни. Що більші обсяги переказів мігрантів, то вищий кредитний рейтинг країни і тим більші можливості для залучення зовнішніх позик [236, с. 226].

Отже, грошові перекази українських трудових мігрантів значно впливають на вітчизняну економіку, а саме: 1) стимулюють економічне зростання завдяки мультиплікаційному ефекту споживчих видатків; 2) вони порівняно стабільні навіть за умов економічної кризи та є потужним стабілізатором макроекономічної ситуації, особливо платіжного балансу країни; 3) пом'якшують фінансовий дефіцит у країні та дають змогу певною мірою підтримувати стабільний курс національної грошової одиниці тощо. Тому разом зі зростанням обсягів грошових переказів на батьківщину зростає й їхній вплив на фінансову, економічну та соціальну ситуацію в державі [213, с. 228].

Реалії соціально-економічного розвитку України та виконаний аналіз дають підстави стверджувати, що грошові перекази мігрантів – важливе джерело зовнішнього фінансування країни. Водночас перед урядом постає завдання щодо створення економічних умов у державі, які допоможуть залучити ці кошти на фінансування розвитку національної економіки. Зазначимо, що ефективність різних урядових заходів і спонукальних схем (пропозиції депозитів за вигідними ставками, розміщення серед мігрантів облігацій тощо) нині, на жаль, незначна, оскільки визначальними чинниками

є макроекономічна ситуація в країні, політичні ризики, рівень розвитку транснаціональних об'єднань мігрантів та ін. З огляду на це на перший план виходить розроблення нових інструментів управління грошовими переказами трудових мігрантів та ефективного використання їхнього фінансового потенціалу на макроекономічному рівні.

Проблема раціонального використання капіталу трудових мігрантів України за умов глобалізації й інтеграції у світовий фінансовий простір хоча й має свою специфіку (пов'язана з високою "тінізацією" отриманих доходів), однак загалом не відокремлена від потреби підвищення ефективності використання національного й іноземного капіталу в економічній системі країни. Питання макроекономічної ефективності передбачають реформи в податковій, бюджетній, монетарній і валютній політиці, забезпечення прозорості та боротьбу з корупцією тощо. Отже, зважаючи на масштаби цього явища в Україні, виникає необхідність формування виваженої державної політики, цілеспрямованих ефективних дій, результативність яких безпосередньо залежить від рівня оволодіння проблемою, інформаційного забезпечення для її вирішення, постійного наукового моніторингу за розвитком цих процесів і наслідків їхнього впливу на національну економіку. Лише створення потрібних соціально-економічних і правових умов дасть змогу ефективно використати капітал нерезидентів та трудових мігрантів для розвитку національної економіки України.

Міжнародні потоки грошового капіталу завдяки процесам глобалізації й інтеграції стали невід'ємною складовою вітчизняної економіки та відіграють важливу роль на фінансовому ринку. Залучення до системи міжнародних валютно-фінансових відносин потенційно може генерувати позитивні результати для України за умови виваженої економічної політики й ефективного механізму її реалізації. Для національних корпорацій і банків це означає розширення бази кредиторів та інвесторів, отримання довготермінових позик, зниження процентних ставок за кредитами, підвищення ліквідності фінансових інструментів, для уряду – пом'якшення фінансових обмежень і створення сприятливих умов для економічного зростання.

5.2. Іноземний капітал у структурі вітчизняного фінансового ринку

Лібералізація міжнародного переміщення капіталу і відкриття національних фінансових ринків розпочалися ще в ХХ ст. за активної підтримки цього процесу МВФ та розвиненими країнами, передусім США. Однак дискусії про доцільність такого кроку тривають і досі, у тому числі в Україні [287, с. 596–725; 433, с. 86–107; 441, с. 98–105; 498, с. 465–490; 500, с. 519–537]. Це пов'язано з тим, що під час криз резиденти розвинених країн масово вилучають вкладений капітал з країн, що розвиваються. Вилучення може бути зумовлене й іншими чинниками, зокрема, політичною нестабільністю, зміною законодавства тощо. Незважаючи на це, фінансова глобалізація й інтеграція з кожним роком зростають, що, головню, спричинене великими процентними ставками по кредитах та високими комісійними за обслуговування клієнтів у країнах, що розвиваються.

Процеси глобалізації та інтеграції змінюють національні фінансові простори, що виявляється в різних аспектах їхнього функціонування. Одним з них є проникнення іноземних фінансових установ на внутрішній фінансовий ринок такими двома способами: 1) створення фінансової інституції з нуля; 2) злиття та поглинання наявної інституції. У першому разі виникає нова юридична особа, а в другому – відбувається заміна вітчизняних власників іноземними [318, с. 95]. Допуск у країнах Центральної та Східної Європи до національних фінансових систем іноземних фінансових посередників наприкінці ХХ ст. суттєво вплинув на розвиток їхньої фінансової інфраструктури й архітектури, що змінило національні фінансові парадигми.

Україна також високу ціну та дефіцит внутрішніх кредитних коштів намагається покрити за допомогою залучення іноземного капіталу. Однак можливості його надходження та розвиток вітчизняної економіки тісно пов'язані з питанням фінансової інтеграції не лише на макро-, а й на мікрорівні – інтеграцією українських фінансових посередників у міжнародні фінансові структури. Динамічне входження іноземного капіталу в фінансову інфраструктуру України, активізація процесів злиття та поглинання, кредитування й інші форми нарощення активів фінансовими посередниками,

передусім банками з іноземним капіталом, загострили актуальність вирішення питання розвитку вітчизняних фінансових установ та контролю за діяльністю іноземного капіталу у фінансовому просторі України. Водночас поглиблення євроінтеграційних процесів дає підстави очікувати зростання обсягів надходження іноземного капіталу в економіку України, зокрема, у фінансовий сектор. Іншими словами, міжнародний (передусім європейський) фінансовий ринок відіграватиме щораз важливішу роль у розвитку вітчизняної фінансової системи, діючи вже на рівні окремих фінансових інституцій та конгломератів.

Процес проникнення іноземних фінансових посередників на фінансовий ринок України розпочався 1994 р. (хоча перше представництво зареєстровано у червні 1993 р.) після затвердження НБУ “Положення про порядок видачі ліцензій на створення комерційних банків з участю іноземних юридичних та фізичних осіб” [362]. Цим документом обумовлено процедуру реєстрації банків з участю іноземного капіталу, визначено умови участі іноземних інвесторів у діяльності українських банківських установ. Уже впродовж 1994 р. було зареєстровано 12 банків за участю іноземного капіталу (рис. 5.12), у тому числі зі стовідсотковим іноземним капіталом – один, а обсяг іноземних інвестицій у вітчизняну банківську систему становив 10,1 млн дол. США.

Вимоги НБУ щодо порядку реєстрації та діяльності банків з участю іноземного капіталу ґрунтувалися на нормах Закону України “Про банки і банківську діяльність” [369] та “Принципах нагляду за іноземними філіями банків”, розроблених 1992 р. Базельським комітетом з банківського нагляду. Наприклад, мінімальний внесок нерезидентів до статутного фонду банку мав становити не менше еквівалента 1 млн ЕКЮ у вільно конвертованій валюті за офіційним курсом вітчизняної грошової одиниці [169, с. 12]. Загалом на кінець 1994 р. в Україні було 228 банків, і частка банків з іноземним капіталом становила 5,26 %, а на кінець 1999 р. – відповідно, 203 та 14,78 % (додаток 44). Таку динаміку можна пояснити кризою 1998–1999 рр., під час якої частина вітчизняних банків утратила ліквідність та платоспроможність і була ліквідована, тоді як більшість банків з іноземним капіталом отримала допомогу від своїх материнських структур.

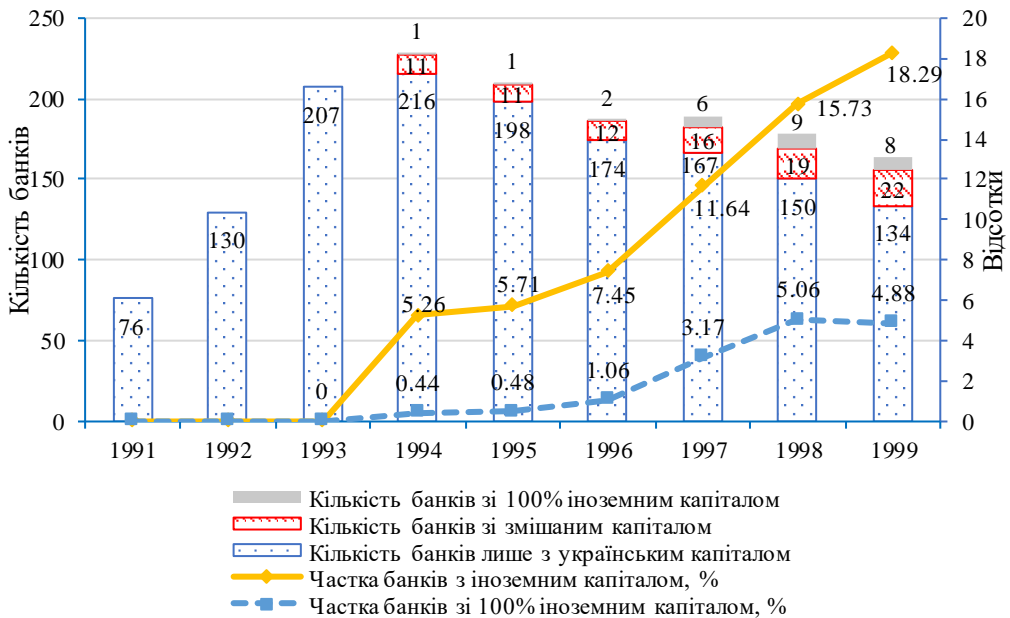


Рис. 5.12. Динаміка кількості банків з іноземним капіталом у 1990-х роках

Джерело: побудовано автором на основі [45, с. 177; 72, с. 215; 320; 546, с. 32].

Порівняльний аналіз ефективності функціонування банків з іноземним капіталом і без нього, виконаний вітчизняними економістами за той період, засвідчив таке [399, с. 33–36]:

- якість активів банків з іноземним капіталом була дещо вища, ніж загалом у всіх банків, що потенційно давало змогу очікувати на ліпші можливості щодо отримання прибутку;
- власні кошти (капітал) банків з іноземною участю мали більшу питому вагу в загальній сумі пасивів, що, фактично, свідчило про їхню спроможність працювати з більшим ступенем ризику і виконувати всі тогочасні нормативи НБУ;
- високоліквідні активи загалом по банківській системі мали тенденцію до зменшення, а в банків з іноземним капіталом – до зростання, що дало змогу зробити висновок про вищу стабільність у діяльності других;
- якість кредитного портфеля в банків із залученим іноземним капіталом була ліпша, ніж у вітчизняних банків, що зумовлено їхнім умінням працювати в ринкових умовах і ретельнішим управлінням активами;

- простежено підвищення ліквідності банків з іноземним капіталом на тлі відносного зниження ліквідності банківської системи країни.

Найбільше коштів у банківську систему України 1997 р. надійшло з таких країн: Франції (28 %), Швейцарії (21,5), Російської Федерації (19,5) та Польщі (9,9 %), тобто на них припадає майже 80 % ПІ у банківський сектор [46, с. 11]. Зокрема, найбільшими інвесторами були такі іноземні банки:

- “Сосьєте Женераль” (Франція) разом з іншими установами – 66 млн французьких франків (10,9 млн дол. США);
- “Креді Ліоне” (Франція) разом з іншими установами – 5 млн ЕКЮ;
- “Креді Свісс Фьорст Бостон” (Швейцарія) разом з іншими установами – 15 млн дол. США;
- “Кредитанштальт” (Австрія) – 4 млн дол. США;
- “Кредитний банк” (Польща) – 665 тис. ЕКЮ;
- “Депозитно-кредитний банк” (Польща) – 2,2 млн дол. США;
- “Mees Pierson N.V.” (Нідерланди) – 2,5 млн дол. США;
- ЄБРР – 1,7 млн ЕКЮ;
- “Інкомбанк” (Росія) – 4,0 млн дол. США;
- “Токобанк” (Росія) – 1,6 млн дол. США;
- “АвтоВАЗбанк” (Росія) – 691 тис. дол. США.

У першому півріччі 1998 р. у банківську систему ввійшло ще два банки – “Райффайзенбанк Україна” та “Сітібанк (Україна)” зі стовідсотковим іноземним капіталом [168, с. 11], а також зареєстровано п'ять представництв іноземних банків в Україні: А.Т. “Латвіяс капітал-банка” (Латвія), АКБ “Местбанк” (Росія), АТ “Рістуму банка” (Латвія), Банк Гендльовий у Варшаві С.А. (Польща), Демірбанк Т.А.Ш. (Туреччина) [365, с. 22]. У підсумку на кінець 1999 р. сума ПІ іноземних банків становила 678 млн грн (рис. 5.13), а частка іноземного капіталу у статутному капіталі банків України зростає до 23,27 % (додаток 45).

З 2001 по 2004 рр. простежувалося незначне зменшення кількості банків з іноземним капіталом, кількість банків зі стовідсотковим іноземним капіталом практично не змінилась (рис. 5.14), відповідно, частка іноземного капіталу в статутному капіталі банків зменшилась до 9,6 %. На початку 2001 р. найбільше іноземного капіталу у вітчизняну банківську систему надійшло з Австрії, Великої Британії, Нідерландів, США та

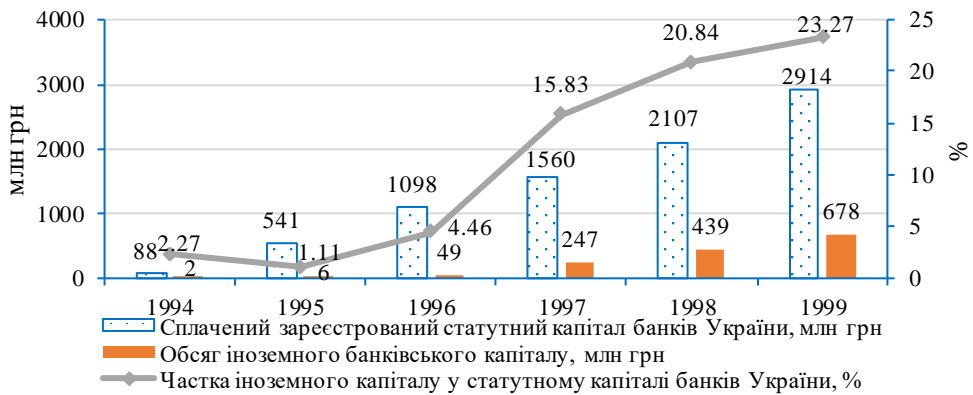


Рис. 5.13. Обсяг і частка іноземного капіталу в банківській системі України у 1990-х роках

Джерело: побудовано автором на основі [45, с. 177; 72, с. 218; 320; 546, с. 32].

Польщі (табл. 5.6). На середину 2002 р. географічна структура зазнала незначних змін – найбільшою в загальній сумі іноземного капіталу була питома вага Австрії (18,9 %), Польщі (16,5 %), Нідерландів (10,0 %), США (9,1 %) [201, с. 8]. Банки з іноземним капіталом мали ліпшу якість кредитного портфеля, ніж банки України загалом, проблемні кредити в них становили лише 3,1 % (по системі – 5,2 %).

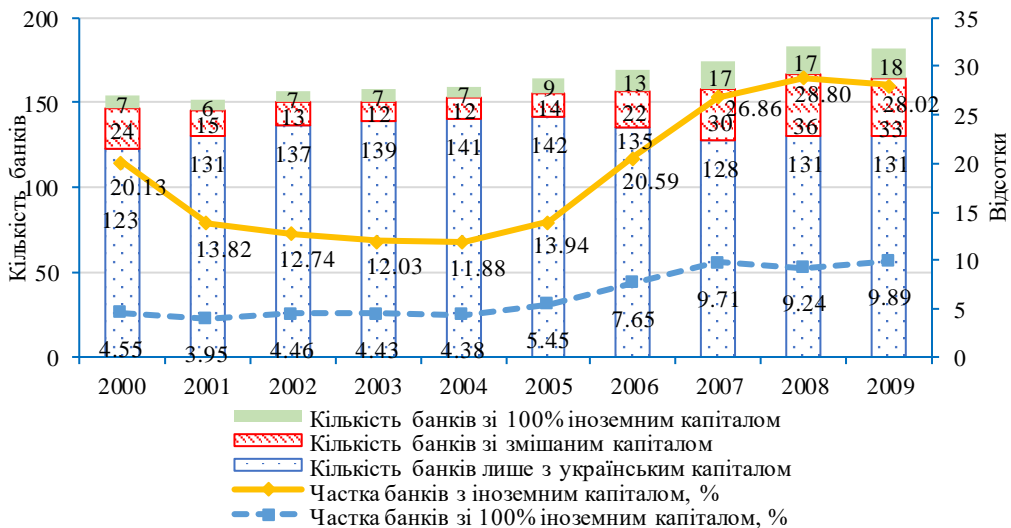


Рис. 5.14. Динаміка кількості банків з іноземним капіталом у 2000–2009 рр.

Джерело: побудовано автором на основі [72, с. 215; 320; 321, с. 68; 322, с. 59].

Таблиця 5.6

Частка іноземного капіталу в зареєстрованому статутному капіталі банків України в розрізі країн його походження станом на 01.04.2001 р.

Країна	Сума іноземного капіталу, млн грн	Частка іноземного капіталу в загальній сумі іноземного капіталу, %	Частка іноземного капіталу в загальному зареєстрованому статутному капіталі банків України, %
Австрія	108,6	16,8	2,6
Велика Британія	83,7	13,0	2,0
Нідерланди	74,1	11,5	1,7
США	72,2	11,2	1,7
Польща	69,2	10,7	1,6
Росія	50,0	7,7	1,2
Франція	45,6	7,1	1,1
Швейцарія	34,8	5,4	0,8
Британські Віргінські острови	34,6	5,4	0,8
Інші країни	72,5	11,2	1,7
Усього	645,3	100,0	15,2

Джерело: [12, с. 4].

Незважаючи на зменшення кількості банків з іноземним капіталом, їхні показники мали вищі темпи зростання, наприклад, упродовж 2002 р. активи збільшилися на 39,3 % (по системі загалом – на 33,5 %), кредитний портфель – на 51,1 (по системі – на 45,6), зобов'язання – на 45,5 % (по системі на 35,9 %). Про зростання значимості банків з іноземним капіталом у банківській системі України свідчить також збільшення часток їхніх активів з 15,5 до 16,2 %, кредитного портфеля з 16,7 до 17,3, зобов'язань з 15,4 до 16,5 % [534, с. 10].

Водночас з переліку банків за участю іноземного капіталу, наведеного в табл. 5.7, бачимо, що до першої групи – найбільші банки – входять лише два: АППБ “Аваль” та АКБ “Райффайзенбанк Україна”. Більшість інших банків з іноземним капіталом належить до третьої групи, тобто до так званих середніх банків. За таких умов ні про монополізацію кредитного сегмента фінансового ринку, ні про вагомий вплив іноземного капіталу на макроекономічні процеси в Україні не йдеться [87, с. 15].

Таблиця 5.7

Банки України з іноземним капіталом

Банк	Сумарні активи на 01.01.2005р, млн грн.	Місце за розміром активів	Сумарні активи на 01.07.2005р, млн грн.	Місце за розміром активів
АППБ “Аваль”	11859	2	15019	2
АКБ “Райффайзенбанк Україна”	4407	8	4653	8
АБ “ІНГ-банк Україна”	1597	19	1688	19
АТ “Кредитбанк (Україна)”	1333	23	1671	21
АКБ “ХФБ-банк Україна”	1059	26	1080	33
АКБ “Сітібанк Україна”	1047	27	1378	28
ЗАТ “Альфа-банк”	1010	28	1156	30
ЗАТ “Прокредитбанк”	713	37	837	39
ЗАТ “Комерційний банк “НРБ-Україна”	582	45	714	41
АК “Каліон-банк Україна”	520	47	601	45
ЗАТ “Банк Петрокоммерц-Україна”	419	55	499	51
АБ “Ажіо”	352	60	498	57

Джерело: [87, с. 14].

Учені [252, с. 34–35], досліджуючи діяльність основних суб’єктів вітчизняного фінансового ринку в розрізі походження їхнього капіталу за аналізований період, дійшли таких висновків: вітчизняні банки є менш конкурентоспроможними, а основною причиною цього називають недостатній рівень їхньої капіталізації; банки зі значною часткою іноземного капіталу не дуже прагнуть працювати з українськими фізичними та юридичними особами, а переважно обслуговують іноземні фірми, їхні філії та представництва.

Наявність іноземного капіталу в банківському секторі України різко зросла з 2005 р., після Помаранчевої революції (додатку 46). На підставі аналізу угод щодо купівлі вітчизняних банків іноземними інвесторами, укладених у 2004–2006 рр., О. Барановський [25, с. 16] з’ясував, що середньозважений коефіцієнт капіталізації (*Price/Book Value* (ринкова капіталізація банку/власний капітал)) українських банків становить близько 4,13 щодо їхнього балансового капіталу, тобто за них заплатили в чотири

рази більше балансової вартості. Зокрема, банк “Універсальний” продано за співвідношення *Price/Book Value* 2,5; Агробанк – 2,0–2,5; “Престиж” – 1,18; “Мрія” – 1,16; АІС-банк – 1,15–1,25; “Аваль” – 3,1; УкрСиббанк – 3,4; Індекс-банк – 5,5; Райффайзенбанк Україна – 5,9. Отже, можемо констатувати, що в цей період простежувався ажіотажний попит на українські банки і масовий прихід інвесторів з європейських країн.

Масове входження іноземних банків на вітчизняний фінансовий ринок привело до того, що лише за рік частка їхніх активів у загальних активах банківської системи в 2006 р. порівняно з 2005 р. зросла на 21,1 п. п., питома вага регулятивного капіталу – на 12,2 п. п., а частка наданих кредитів – на 21,4 п. п. (табл. 5.8). Упродовж 2007 р. активи банків з іноземним капіталом зросли на 151,1 млрд грн і на 01.01.2008 р. становили 306,1 млрд грн, кредитний портфель збільшився на 122,0 млрд грн і дорівнював 245,3 млрд грн [520, с. 3]. Незважаючи на таке зростання, за цей період зафіксовано гірші показники ефективності їхньої діяльності порівняно з українськими банками, зокрема, рентабельність активів у них була на рівні 1,20 %, тоді як загалом по системі – 1,50 %, а рентабельність капіталу, відповідно, – 11,15 та 12,67 %.

Таблиця 5.8

Питома вага окремих показників діяльності банків з іноземним капіталом у банківському секторі України в 2005–2006 рр. (на початок року), %

Показники	2006	2007	Зміна, п. п.
Регулятивний капітал	23,0	35,2	12,2
Загальні активи	24,0	45,1	21,1
Кредити надані	24,3	45,7	21,4
Зобов'язання	24,7	46,4	21,7
Кошти суб'єктів господарювання	24,1	42,3	18,2
Кошти фізичних осіб	21,8	38,9	17,1
Прибуток	19,7	43,5	23,8

Джерело: [520, с. 3].

Отже, на початок 2009 р. на фінансовому ринку України функціонували різні фінансові інститути – як світові, так і регіональні й навіть окремі національні лідери, у тому числі вісім фінансових груп з Європи та США, які повністю відповідають критеріям фінансових конгломератів, а саме: “*Societe Generale*”, “*ING*”, “*Credit Agricole*”, “*Intesa Sanpaolo*”, “*RZB*”

UNIQA”, “*SEB*”, “*Citigroup*” і “*BNP Paribas*” [531, с. 36]. Проте одні з них провадили діяльність винятково в окремих сегментах вітчизняного фінансового ринку, а інші – у декількох секторах (банківському, страховому, інвестиційному та ін.). Частка активів міжнародних конгломератів у активах банків України станом на 1 січня 2009 р. сягала 16,98 %, а у ВВП – 18,07 %, що свідчить про їхню потужність як банківських посередників на фінансовому ринку України. Зокрема, частка активів двох найбільших банків з іноземним капіталом – “Райффайзен Банк Аваль” і “УкрСиббанк” – у сукупній вартості активів банківських посередників становила, відповідно, 7,06 і 6,01 %. Для порівняння, найбільшому за розміром активів вітчизняному Приватбанку належало 8,66 % активів системи [240, с. 107]. Отже, банківський сегмент фінансового ринку України є досить диференційованим.

Наявність філій іноземних банків на вітчизняному фінансовому ринку в 2000-х роках, на думку Ю. Уманціва [481, с. 64], мала як позитивні, так і негативні наслідки. Зокрема, до позитивних належать такі: швидке впровадження інноваційних методів банківської діяльності, зростання обсягів кредитних коштів, збільшення капіталізації банківської системи, розширення асортименту банківських послуг і зниження їхньої ціни, впровадження міжнародного досвіду реорганізації та реструктуризації банків, підвищення рівня кваліфікації працівників банківського сектора, посилення конкуренції на ринку, залучення в економіку ПІІ, оздоровлення фінансового сектора країни та підтримання платіжного балансу, а до негативних – імовірність зосередження іноземних банків лише на спекулятивній діяльності, підвищення чутливості банківської системи країни до світових фінансових криз, загострення проблеми управління фінансовими потоками на макро-рівні, ускладнення банківського нагляду за операціями філій іноземних банків, імовірність збільшення операцій з відмивання “брудних” грошей.

Світова фінансова криза 2008–2009 р. стала індикатором, який дав змогу з’ясувати значення іноземних банків для економіки України, зокрема, справжні мотиви їхньої експансії, характер впливу на економічне життя країни і рівень ризиків для економічної безпеки держави. Розширення присутності міжнародних фінансових груп мало, крім зазначених вище, ще й такі позитивні наслідки для країни: поліпшились можливості диверсифікації ризиків; впровадження міжнародних стандартів нагляду і регулювання

банківської діяльності. Однак наявність іноземного капіталу в банківському сегменті фінансового ринку України є неоднозначною:

1) іноземні банки активніше кредитували населення, ніж галузі української економіки. Відтак позитивний вплив на економіку України з боку банківської системи був на низькому рівні, а випереджувальні темпи розвитку фінансового сектора сприяли лише поглибленню розриву між ним і реальним сектором;

2) не простежувалося значного здешевлення кредитів та подовження термінів їхнього надання, а також підвищення показників прибутковості банківської діяльності, незважаючи на збільшення активних операцій і капіталізацію банківської системи, що, на нашу думку, було зумовлене доволі значними темпами інфляції, високою обліковою ставкою НБУ та ризиковістю кредитування реального сектора економіки України;

3) помилки, допущені банками з іноземним капіталом у процесі їхньої діяльності на вітчизняному фінансовому ринку (під час кризи майже всі з них зазнали збитків, наприклад у першому кварталі 2009 р., окрім Укрпромбанку, їх мали УкрСиббанк (мінус 851,822 млн грн.), Надра (мінус 557,535 млн грн.), Райффайзен Банк Аваль (мінус 368,969 млн грн.) [31] та ін.), не дають підстав стверджувати про вищу порівняно з українськими банками ефективність ризик-менеджменту, якість антикризового управління й управління кредитним портфелем [240, с. 109].

Утім, потрібно визнати, що під час розгортання світової кризи фінансові проблеми банків з іноземним капіталом не призвели до ліквідації чи продажу їхніх українських філій. Навпаки, іноземні банки в перші місяці кризи були зацікавлені в утриманні й навіть нарощуванні своїх позицій у банківському секторі фінансового ринку України. Наприклад, ЄБРР задекларував готовність виділити близько 500 млн євро для рефінансування низки українських банків у формі викупу акцій і субординованих кредитів, а російський Внешкеономбанк викупив 75 % акцій Промінвестбанку [192]. Така поведінка іноземних інвесторів може свідчити про їхні наміри щодо подальшого розширення діяльності на вітчизняному фінансовому ринку.

Отже, упродовж 2005–2009 рр. кількість банків з іноземним капіталом зросла більше ніж в два рази, а зі стовідсотковим іноземним капіталом – удвічі (див. додаток 44). За цей період фактично вдвічі збільшилася частка

іноземного капіталу в статутному капіталі банків (рис. 5.15), що привело до зростання й інших основних показників їхньої діяльності. Світова фінансова криза 2008–2009 рр. майже не позначилася ні на кількості, ні на частці у статутному капіталі іноземних банків в Україні.

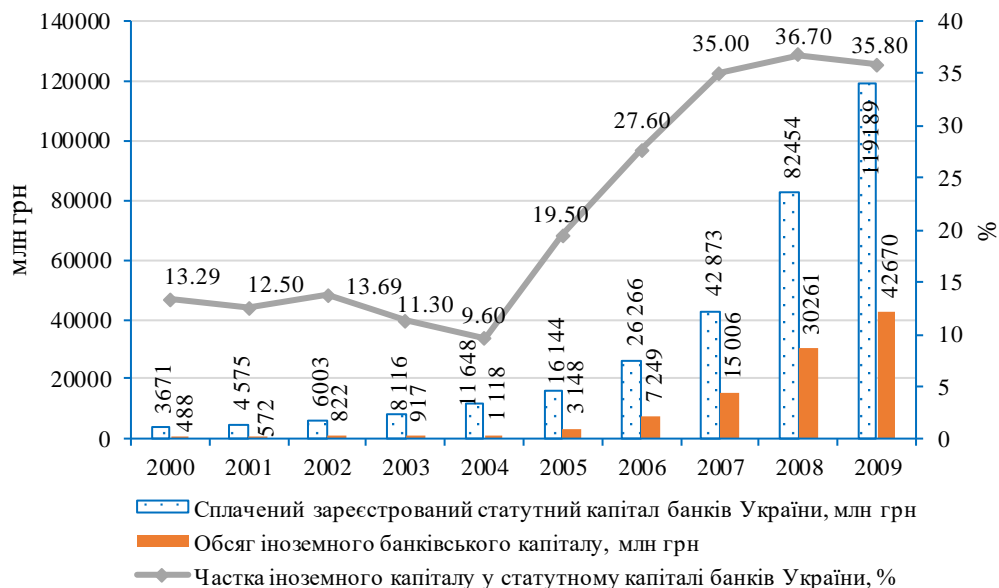


Рис. 5.15. Обсяг і частка іноземного капіталу в банківській системі України у 2000–2009 рр.

Джерело: побудовано автором на основі [72, с. 215; 320; 321, с. 68; 322, с. 59].

Упродовж 2000-х років відбулися зміни в розподілі іноземних банків за країною походження (російська частка в загальних активах іноземних банків зростає до 21 %). На початок 2009 р. російський капітал в Україні представлений десятьма банками (більшість з яких частково або повністю перебуває в державній власності), які контролюють понад 11 % активів вітчизняної банківської системи [191]). Доволі значними також є частки австрійських (16 %), італійських (14), французьких (13), угорських (7), шведських (6) і німецьких (5 %) інвесторів, що свідчить про зацікавленість у контролі над українським фінансовим ринком банківських інститутів з Європейського Союзу. Отже, домінування певної країни на вітчизняному фінансовому ринку, як це сталося в Естонії, де понад 80 % банківських активів контролюють шведські холдинги, не простежено. Таку диверсифі-

кацію власників можна вважати позитивною рисою української банківської системи, оскільки вона менш залежна від економіко-політичних умов якоїсь однієї держави [240, с. 105–106].

Зазначимо, що процес інтенсивної експансії іноземного капіталу у 2000-х роках не оминув інших сегментів фінансового ринку України та їхніх суб'єктів (фінансових посередників). Наприклад, згідно з даними Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг, станом на перший квартал 2009 р. в Україні зареєстровано 477 страхових компаній, з них 82 з іноземним капіталом. Частка іноземного капіталу в статутних фондах страховиків становила 26,1 %, а сукупні активи міжнародних фінансових конгломератів, які володіли страховими організаціями в Україні, більш ніж у 1300 разів перевищували сукупні активи вітчизняних страховиків. На підставі цих даних вітчизняні вчені [526; 530] дійшли висновку, що з погляду безпеки і стабільності функціонування цього сегмента вітчизняного фінансового ринку ситуація є більш критичною порівняно з банківським сектором. Уважаємо, що це зумовлено невеликими розмірами страхового ринку України: у 2007 р. активи страховиків становили 32 213 млн грн, або 4,52 % ВВП, а на 01.01.2009 р. – 41 930,5 млн грн, або 4,41 % ВВП. Якщо ж порівняти зі світовим ринком, то в Україні частка страхових платежів у ВВП в 2007 р. становила 2,7% та у 2016 р. – 1,49, тоді як у світі загалом відповідно 7,49 та 6,3% [144, с. 13–14].

Проникнення міжнародних фінансових груп на вітчизняний страховий ринок має два аспекти для українських страховиків. З одного боку, це загроза їхнім ринковим позиціям від іноземних страховиків, а з іншого, – стимул до підвищення конкурентоспроможності власних продуктів і запровадження ефективних систем управління діяльністю. З часом та посиленням інтеграційних процесів і зміцненням конкурентних позицій вітчизняних страховиків можна очікувати суттєвого розвитку ринку перестраховування в Україні внаслідок припливу на нього капіталу іноземних суб'єктів страхового бізнесу. Водночас для страхувальників процес експансії іноземного капіталу є позитивним явищем, яке дає змогу розширити асортимент страхових послуг на вітчизняному ринку, підвищити стандарти страхування та доступність страхових продуктів. Загалом інтенсифікація прямих іноземних інвестицій у вітчизняний страховий сектор пришвидшить таке:

впровадження міжнародних стандартів нагляду за страховою діяльністю; формування великих вітчизняних інституційних інвесторів, які відіграватимуть дедалі вагомішу роль у національній економіці; концентрацію капіталу в страхових групах та їхнє злиття з банківським і фінансово-промисловим капіталом; запровадження інноваційних механізмів у просуванні страхових продуктів на ринок.

Щодо ситуації з проникненням іноземних фінансових посередників у структуру фондового сегмента національного фінансового ринку України, то 1 жовтня 2010 р. оголошено про наміри об'єднання Української біржі та Першої фондової торговельної системи, яке мало відбутися внаслідок злиття двох російських компаній (їхніх власників) [390]. Зазначимо, що об'єднання російських компаній відповідає “Стратегії розвитку фінансового ринку Російської Федерації на період до 2020 року” [615], основною метою якої є створення в Москві міжнародного фінансового центру на засадах консолідації російської біржової та розрахункової інфраструктур. Це означає, що впродовж найближчого часу в Росії буде не лише центральний депозитарій, а й центральна біржа [250]. Тому є реальний ризик втратити незалежність українського фондового ринку. Наступний крок, очевидно, – купівля депозитарної системи України. Якщо це відбудеться, то стратегія розвитку вітчизняного фондового ринку формуватиметься, мабуть, в іншому центрі. За таких умов на самостійний розвиток у нас залишилося не так багато часу. Зрозуміло, що глобалізації не оминати, проте сумно, що Україна, обравши курс на євроінтеграцію, поки що не може реалізувати свого потенціалу самостійного розвитку [232, с. 75–76].

Крім того, вітчизняні біржі поступово інтегруються у світову фондову інфраструктуру [476] та потрапляють у міжнародні рейтинги [479]. Зокрема, 12 жовтня 2011 р. “Українська біржа” стала членом-кореспондентом Світової федерації бірж. УБ першою в країні запустила ринок заявок, інтернет-трейдинг, ринок РЕПО, розрахунки через центрального контрагента і терміновий ринок [476]. Також ця біржа потрапила до списку спостереження міжнародного рейтингу *FTSE* (веде компанія, заснована газетою “*The Financial Times*” і Лондонською фондовою біржею) – одного з основних рейтингів, орієнтуючись на який, іноземні інвестори схвалюють рішення про вкладення коштів у різні країни [479].

Зазначимо, що на кінець 2010 р. зареєстровано історичний максимум кількості банків з іноземним капіталом – 55, тобто практично кожен четвертий банк з іноземним капіталом, кожен десятий – зі стовідсотковим іноземним капіталом (рис. 5.16). З 2011 р. деякі іноземні банки почали покидати вітчизняний фінансовий ринок, що зумовлено, передусім, борговою кризою в Європі, а також проблемами з поверненням боргів і, відповідно, значними збитками та доволі туманними перспективами, оскільки стримувальна політика НБУ й обмеження споживчого кредитування (заборона надавати кредити у валюті фізичним особам, які не мають постійних валютних надходжень) різко звузили сферу діяльності банків і можливості заробляти. Проте масової втечі іноземців з банківського ринку України не відбулося [149]. Більшість угод з продажу українських банків чи їхніх підрозділів можна схарактеризувати як вимушений продаж або скуповування проблемних активів і бажання позбутися периферійних активів, придбаних до кризи в сподіванні на зростання ринку.

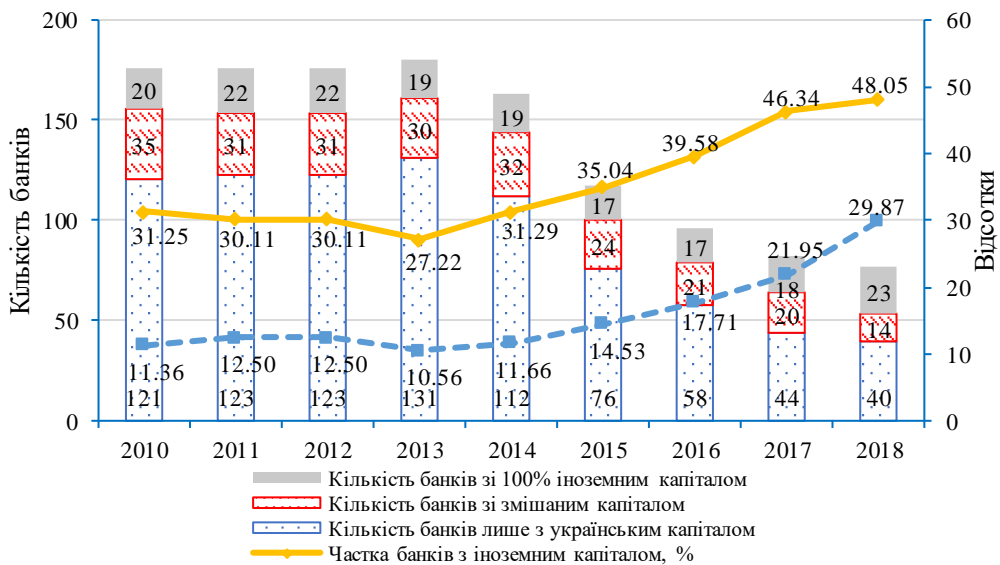


Рис. 5.16. Динаміка кількості банків з іноземним капіталом в Україні у 2010-х роках

Джерело: побудовано автором на основі [72, с. 215; 320; 322, с. 59].

Зокрема, свої банківські активи продали чеська *Home Credit Group* (“Хоум Кредит Банк”), російська “Ренесанс Груп” (банк “Ренесанс

Капітал”) та інвестиційна група *Kardan N.V.*, яка оголосила про продаж 84 % акцій “Ві Ей Бі Банку”, грузинський *Bank of Georgia* – 80 % акцій “БГ Банку” та ін. [353]. Підрозділи роздрібного кредитування продали шведські Сведбанк (*Swedbank*) і СЕБ Банк (*SEB Bank*), нідерландські *ING Bank* Україна й Кредит Європа Банк (*Credit Europe Bank*) [148; 204, с. 270]. Крім того, ще декілька європейських банків були зацікавлені вийти з ринку, проте на знайшли покупця. Загалом фінансовий сектор лідирував за кількістю виставлених на продаж об’єктів – зі 175 банків більше 50 було в пошуках інвесторів. З боку покупців активізувалися російські інвестори, які скуповували – без конкурсів і публічного розголосу – перевантажені боргами українські банки і компанії. У такій же непрозорій манері банківські активи скуповували деякі українські олігархи [291].

У 2012–2013 рр. з українського ринку вийшла ще низка іноземних інвесторів, які мали частку в банках України, а саме: *Bayerische Landesbank* (Німеччина), *Credit Europe Bank* (Нідерланди), *Volksbank* (Австрія), *SEB Bank* (Швеція), *Bank Forum* (Німеччина), *Societe Generale* (Франція), *Erste Bank* (Австрія), *Astra Bank* (Греція), *Home Credit Bank* (Чехія), *Dresdner Bank* (Німеччина), *Pekao* (Польща), *Intesa Sanpaolo* (Італія) [194, с. 29], умови виходу окремих з них наведено в додатку 47. Європейські банки йдуть з України не тільки внаслідок продажу, а й у разі скорочення або закриття ризикованих ринкових позицій, виведення коштів для погашення заборгованості перед материнськими структурами (табл. 5.9).

Незважаючи на це, по 2014 р. кількість банків з іноземним капіталом фактично не змінювалася (див. рис. 5.16). Крім того, як зазначає О. Дзюблук [105, с. 28], у групі банків зі змішаним капіталом у 14 фінансових установ на початок 2014 р. розмір статутного капіталу був наближений до стовідсоткового – у межах 96,03–99,99 % (додаток 48). Тому можна стверджувати, що фактично 33 банки України повністю належали іноземним власникам. Наголосимо, що з 15 банків, які формують першу групу, тільки 5 є з вітчизняним капіталом, із 20 банків другої групи – 11, із 23 банків третьої групи – 15, зі 122 банків четвертої групи – 100, тобто банки з іноземним капіталом належать до найсильніших суб’єктів фінансового ринку, тоді як банки з чистим вітчизняним капіталом належать до слабших.

Таблиця 5.9

**Вітчизняні банки-лідери з виведення коштів погашенням
заборгованості перед материнськими установами, млрд грн**

Банк	Заборгованість		
	на 01.01.2013 р.	на 01.10.2013р.	зміна
ВТБ-банк	12,1	7,8	-4,3
Райффайзен Банк “Аваль”	9,0	5,0	-4,0
ОТП-банк	5,7	3,2	-2,5
ФКБ-банк (Ерсте банк)	2,3	0,0	-2,3
Укрсоцбанк	10,2	8,1	-2,1
ІНГ-банк Україна	4,7	2,6	-2,1
Омега-банк (Сведбанк)	1,7	0,0	-1,7
Кредитпромбанк	0,9	0,2	-0,7
Універсал-банк	0,5	0,0	-0,5
Промінвестбанк	15,9	15,6	-0,3
По банківській системі	113,1	103,8	-9,3

Джерело: [194, с. 29].

Динаміка структури іноземного капіталу в банківській системі України за країнами походження (табл. 5.10) свідчить, що в першій половині 2010-х років простежувалося швидке зростання частки російських інвесторів, яке, на думку Р. Корнилюка [190], ґрунтувалося переважно на геополітичних цілях їхніх власників. Учений зазначає: “Якби прихід росіян на український ринок ґрунтувався винятково на економічних інтересах, навряд чи інвестори в особі держави та нафтових магнатів північно-східного сусіда продовжували б активно вкладати кошти у нерентабельний банківський бізнес. Адже показники рентабельності капіталу (*ROE*) російських банків більше нагадують динаміку *ROE* покинутих західними інвесторами банків, ніж криві рентабельності європейських установ, котрі залишилися на ринку”.

Зазначене вище привело до зміни географічної структури іноземного інвестування в банківську систему України. Станом на початок 2015 р. іноземний капітал був представлений 26 країнами. Найбільші частки в загальній сумі іноземного капіталу мали Кіпр (31,8 %), Російська Федерація (30,7), Австрія (12,3 %). Наприклад, скажімо, Австрія володіла більш ніж 90 % акціями таких потужних банків, як “Укрсоцбанк” та ПАТ “Райффайзен Банк Аваль”, які входять до групи найбільших банків і яким належала значна питома вага активів банківської системи України. Велику питому вагу в загальних активах мали такі російські банки, як ПАТ “ВТБ Банк”,

“Промінвестбанк”, а також Дочірній банк “Сбербанку” Росії, якому належало 100 % статутного капіталу. Крім того, в Україні працювали дочірні компанії двох італійських конкурентів, фінансових груп *Unicredit* – інтереси групи представляли Укрсоцбанк і Унікредитбанк, та *Intesa Sanpaolo* – Правексбанк. Французькі інвестори в Україні володіли системним універсальним Укр-Сиббанком, а також дрібнішими Індексбанк і Профінбанк [204, с. 271]. Отже, на національному ринку були майже всі великі європейські фінансові групи.

Таблиця 5.10

Структура капіталу банківської системи України на початок 2014 р.

Країна	Частка, %	Країна	Частка, %
Росія	8,86	Греція	1,52
Кіпр	5,12	США	0,43
Нідерланди	4,01	Казахстан	0,42
Австрія	3,16	Велика Британія	0,23
Німеччина	3,6	Італія	0,05
Швеція	2,25	Туреччина	0,05
Угорщина	1,63	Швейцарія	0,02
Польща	1,11	Грузія	0,02
Франція	1,52	Україна	66,0

Джерело: [105, с. 30].

Однак з 2015 р. простежено значне зменшення кількості банків з іноземним капіталом: якщо на початок року в Україні було 32 банки зі змішаним (українським та іноземним) капіталом і 19 банків зі стовідсотковим іноземним капіталом, то на кінець – 24 і 17, відповідно (див. рис. 5.16). Незважаючи на це, частка іноземного капіталу в статутному капіталі банків України 2015 р. різко зросла – на 7 %, а наступного року – ще майже на 10 % і досягла максимального значення за весь період – 48,9 % (рис. 5.17), що, головню, спричинене виведенням значної кількості вітчизняних банків з ринку, а не масовим входженням іноземних банків у капітал вітчизняних установ.

Зазначимо, що впродовж 2015 р. девальвація гривні, численні банкрутства і невпевненість населення в надійності вітчизняних банків призвели до суттєвого перерозподілу депозитів у банківській системі на користь фінансових інституцій з іноземними (переважно європейськими) власниками. Зокрема, зросли депозитні портфелі Креді Агріколь Банку, Сітібанку, ОТП Банку та Прокредит Банку, які ще два роки тому страждали від цінової конкуренції з боку нинішніх банків-банкрутів. Натомість банки

з російським державним капіталом зазнали тиску з боку суспільної думки, що спричинило значний відтік вкладів [241, с. 167]

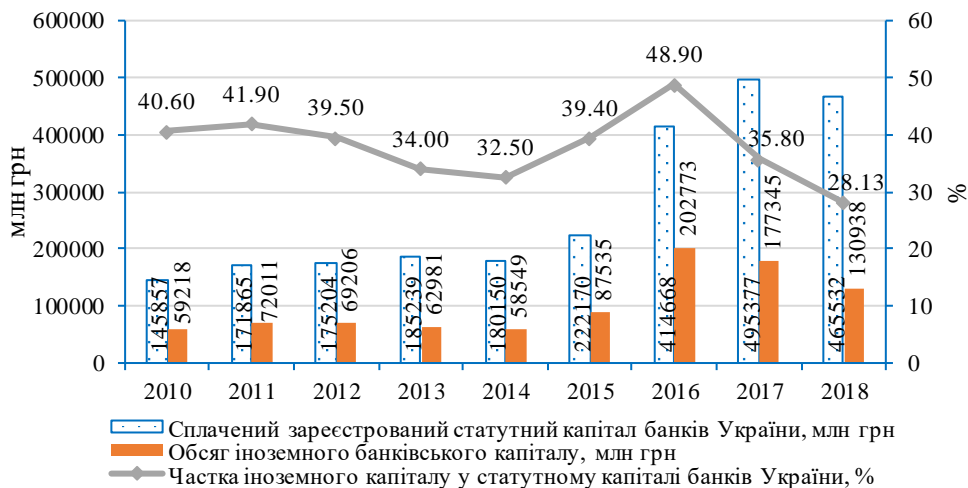


Рис. 5.17. Обсяг і частка іноземного капіталу в банківській системі України у 2010-х роках.

Джерело: побудовано автором на основі [72, с. 215; 320; 322, с. 59].

Наголосимо, що іноземні банки на українському ринку значно відрізняються за бізнес-моделями й обсягами контрольованих активів. Наприклад, скажімо, групі банків, що належать інвесторам зі США та країн Європи – *Citigroup*, *ING Bank*, *Deutsche Bank*, *SEB*, – нецікава робота напряму з українськими клієнтами, тож, як наслідок, у них нема розгалуженої мережі відділень, вони мають менше системне значення і якісніші кредитні портфелі. Водночас наявна велика кількість європейських і російських фінансових холдингів, які є активними конкурентами вітчизняним банкам у роздрібному сегменті ринку, наприклад, дочірні банки *Unicredit*, *Raiffeisen International*, *BNP Paribas*, *Credit Agricole*, *Сбербанк* та *PKO Bank Polski*.

Згідно з рейтингом бізнес-видання *Forbes-Україна* [191], на початок 2015 р. перші позиції серед материнських структур наявних в Україні банків посідають глобальні фінансові холдинги, до складу яких входять шведський СЕБ Корпоративний Банк (*SEB Group*), німецький Дойче Банк ДБУ (*Deutsche Bank*), французькі Креді Агріколь Банк (*Credit Agricole Group*) та УкрСиббанк (*BNP Paribas*), а також американський Сітібанк (*Citigroup*). Провідні місця цим транснаціональним банкам забезпечило оптимальне

поєднання низького ризику країн походження капіталу, стійкої динаміки курсу акцій материнських груп з високою рентабельністю, ліквідністю та якістю активів. З п'ятірки лідерів рейтингу з фізичними особами працюють лише два французькі банки, тоді як німецький, шведський та американський банки сфокусували свою діяльність на інвестиційному та корпоративному банкінгу. Дойче Банкі Сітібанк від початку діяльності в Україні позиціонують себе як спеціалізовані банки для юридичних осіб. Лідерами за сумою активів серед банків з іноземним капіталом в Україні, як свідчать дані табл. 5.11, є Укрсоцбанк (понад 48 млрд грн), Райффайзен Банк Аваль (майже 47) та Сбербанк Росії (близько 47 млрд грн).

Таблиця 5.11

Активи найбільших банків з іноземним капіталом у банківській системі України, станом на 01.01.2015, млн грн

Банк	Усього активів	У тому числі в іноземній валюті	Грошові кошти та їх еквіваленти	Кредити та заборгованість клієнтів, усього	Прибуток /збиток	Статутний капітал
Група I						
Укрсоцбанк	48 258	22 774	1 562	32 490	-2 662	2 468
Райффайзен банк Аваль	46 859	16 980	6 843	29 705	-1 367	3 003
Сбербанк Росії	46 740	37 180	2 732	37 692	108	3 392
ВТБ Банк	36 502	24 862	2 011	29 286	643	5 415
УкрСиббанк	26 337	12 056	6 007	14 905	-870	1 774
ОТП банк	21 506	11 096	1 567	16 018	-1 999	2 868
Група II						
Креді Агріколь Банк	21 079	8 060	3 064	14 530	90	1 223
Сітібанк	10 545	1 191	1 595	2 550	1 379	66
Кредобанк	6 030	2 869	509	3 014	4	1 919
Група III						
Піреус Банк МКБ	3 228	2 197	1 344	1 321	-324	1 628
Група IV						
СЕБ корпоративний банк	1 475	826	287	1 174	30	250
Дойче Банк ДБУ	863	91	107	242	28	229

Джерело: [204, с. 273].

Наприклад, американський холдинг *Citigroup* представлений в Україні у формі дочірнього банку Сітібанк (Україна) з 1998 р. Відтоді стратегія дочірнього банку мало змінилася – американська материнська компанія надає перевагу обслуговуванню корпоративних клієнтів, інших банків та уряду. Кредитування юридичних осіб, торговельні, інвестиційні та валютні операції дали змогу Сітібанку отримати найбільший прибуток у банківській системі України обсягом 1,38 млрд грн (табл. 5.11). Водночас угорський *OTP* та австрійський *Raiffeisen Bank International* завершили рік зі збитками. Утім, незважаючи на негативні прогнози та політику врізання витрат, центральноєвропейські фінансові установи не мають наміру покидати український ринок, про що йдеться в їхніх офіційних повідомленнях.

Значні відрахування до резервів української дочірньої компанії довелося зробити і найбільшій за обсягом загальних активів французькій групі *BNP Paribas*, якій належить 85 % УкрСиббанку. Формування резервів під активні операції в сумі 1,77 млрд грн призвело до збитку станом на початок 2015 р. обсягом 870 млн грн. Щоб вистояти в кризових умовах, французька материнська компанія була змушена зменшити кількість українського персоналу з 7 155 до 5 900 повних ставок [642].

У будь-якому разі, важливо враховувати, що навіть аутсайтери рейтингу банків з іноземним капіталом залишаються серед групи найліпших, адже чимало банків з вітчизняним капіталом перебувають у значно важчому становищі. Зазначимо також, що, на жаль, іноземні материнські компанії, чії дочірні структури є в Україні, не можуть складати жодних довготермінових планів діяльності через волатильність і непередбачуваність таких зовнішніх чинників, як війна на Сході України та значне знецінення національної валюти. Відтак прогнози щодо подальшої їхньої діяльності на вітчизняному фінансовому ринку робити складно. Хоча загалом простежується тенденція до виходу нерезидентів з вітчизняного фінансового ринку. Наприклад, одні намагаються розділити ризики з міжнародними фінансовими організаціями – Райффайзен Банк Аваль та УкрСиббанк продали частину акцій ЄБРР, інші шукають приватних інвесторів – Унікредит Банк продав 100 % акцій Альфа Банку. Водночас декілька російських банків теж оголосили про продаж своїх українських активів, однак поки що знайти інвесторів їм не вдалося [43].

Зазначимо, що станом на початок 2015 р. банк без іноземного капіталу в середньому мав статутний капітал обсягом 109 млрд грн, тоді як банк з іноземним капіталом – 115 млрд грн (рис. 5.18). Упродовж 2015–2016 рр. значення цього показника збільшувалося в усіх банків України, а в 2017–2018 рр. простежено тенденцію до зниження обсягу статутного капіталу банків з іноземним капіталом та зростання у банків без нього. У підсумку на початок 2019 р. середній статутний капітал банків з українським капіталом перевищує аналогічний показник банків з іноземним капіталом майже в 2,5 раза.

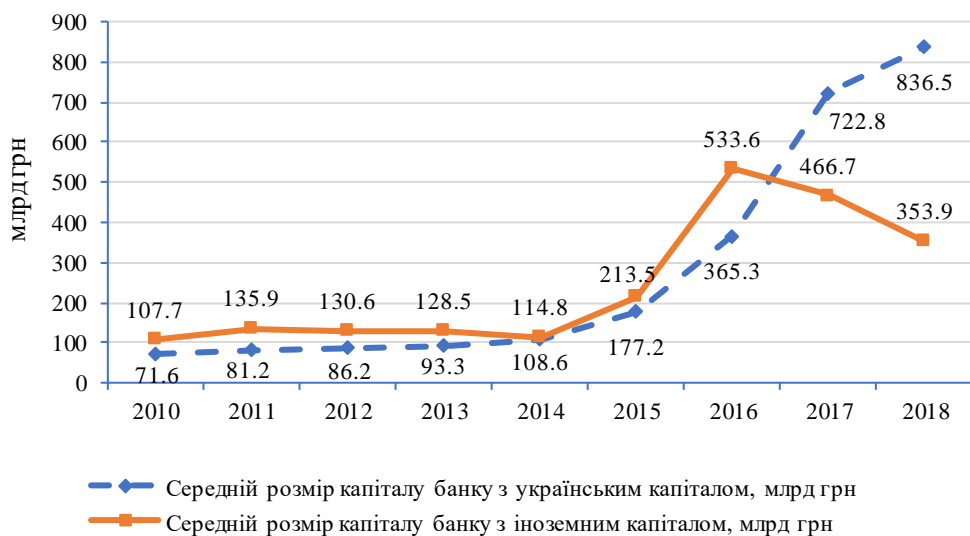


Рис. 5.18. Середній розмір статутного капіталу банків України

Джерело: побудовано автором на основі [72, с. 215; 320; 322, с. 59].

Для визначення оцінки впливу банків з іноземним капіталом на фінансовий ринок проаналізуємо показники, наведені в табл. 5.12. Як бачимо, наприкінці 2015 р. фактично третина банківської системи України (активів, зобов'язань і власного капіталу) зосереджено в банках з іноземним капіталом. Наголосимо, що за період кризи 2014–2015 рр. у жоден банк з іноземним капіталом не було введено тимчасового адміністратора, а материнські компанії вчасно надавали фінансову підтримку, що підтверджує зацікавленість іноземних інвесторів у діяльності на вітчизняному фінансовому ринку. Тоді як для вітчизняних приватних банків доступ на міжнародний

фінансовий ринок був обмеженим, як і можливості перекредитування на внутрішньому ринку через втрату довіри до них серед економічних суб'єктів. Тобто під час кризи банки з іноземним капіталом були в ліпшому становищі щодо можливостей отримання додаткових коштів і завдяки цьому зберегли свої позиції на ринку.

Таблиця 5.12

Окремі показники діяльності банків станом на 01.10.2015 р.

Групи банків	Активи		Зобов'язання		Власний капітал		Фінансовий результат
	млрд грн	%	млрд грн	%	млрд грн	%	
Банки з іноземним капіталом	471,2	37,41	422,9	31,93	47,9	39,27	-38,8
Державні банки	339,8	26,98	308,1	23,26	31,7	25,98	-14,0
Банки з національним приватним капіталом	448,6	35,61	593,4	44,81	42,4	34,75	-15,7
Загалом по банківській системі	1 259,6	100	1 324,4	100	122,0	100	68,5

Джерело: [542, с. 100].

Порівняємо ефективність функціонування банків з іноземним капіталом та без нього на мікрорівні. Наприклад, розглянемо дві установи, які за обсягом регулятивного капіталу та активів належать до першої та другої груп НБУ: ПАТ АБ “Укргазбанк” та ПАТ “Кредобанк”. У структурі акціонерного капіталу ПАТ “Кредобанк” інвестиції стратегічного акціонера *PKO Bank Polski SA* становлять 99,6 %. Серед інших акціонерів є близько 80 українських та іноземних юридичних осіб і понад 6 000 фізичних осіб. Натомість, ПАТ АБ “Укргазбанк” є комерційним банком, бенефіціарним власником якого є держава в особі Міністерства фінансів України (94,94 % акцій) [204, с. 274].

Станом на 1 вересня 2015 р. регіональна мережа ПАТ “Кредобанк” налічувала 109 відділень та охоплювала більшість областей України. Окрім цього, банк активно розвиває свій картковий бізнес та наразі встановив близько 280 власних банкоматів. Клієнтами банку є понад 39 тис. юридичних осіб і 445 тис. фізичних осіб [327]. З іншого боку, регіональна мережа

АБ “Укргазбанк” представлена 173 відділеннями в всіх областях України, де загалом встановлено 585 власних банкоматів. Клієнтами банку є понад 30 тис. юридичних осіб та 670 тис. фізичних осіб [326]. Основні показники діяльності цих банків наведено в табл. 5.13.

Таблиця 5.13

Основні показники діяльності Кредобанку та Укргазбанку

Показники	Кредобанк		Укргазбанк	
	станом на 01.07.2015, млн грн	річний темп приросту, %	станом на 01.07.2015, млн грн	річний темп приросту, %
Чисті активи	55,38	41,9	25797	12,7
Кредитний портфель	4084,2	48,3	16703	42,9
Кошти фізичних осіб	2225,4	7,4	8249	27,5
Кошти юридичних осіб	2219,1	61,1	6362	33,0
Статутний капітал	1919	0	12686	33,8
Чистий прибуток	55,4	4,5	-314,31	-562,20

Джерело: [204, с. 274].

Передусім зазначимо, що обидва банки рухаються в напрямі підвищення ефективності їхньої діяльності й майже за всіма показниками продемонстрували певний позитивний приріст упродовж аналізованого року. Однак темпи приросту в банку з іноземним капіталом є, здебільшого, вищими, навіть попри те, що в нього початково значно нижчий обсяг активів і статутного капіталу. Зрештою, найбільш показовим є показник приросту чистого прибутку: упродовж року банк безіноземного капіталу зазнав збитків понад 500 % порівняно з прибутковим попереднім періодом (табл. 5.13). Натомість, Кредобанк мав незначне збільшення прибутків (+4,5 %).

Згідно з рейтингом НБУ, ПАТ “Кредобанк” станом на 01.07.2015 р. за розміром активів посідав 23-тє місце (АБ “Укргазбанк” – 13-тє), за розміром статутного капіталу – 16-тє (Укргазбанк – 4-тє), за обсягом кредитів, наданих фізичним особам, – 17-тє (Укргазбанк – 16-тє місце). За класифікацією НБУ Кредобанк належить до другої групи – “великі банки”, а Укргазбанк – до першої – “найбільші банки” [204, с. 275].

Для детальнішого аналізу фінансового стану банків узято офіційні звіти про їхню економічну діяльність (табл. 5.14) за попередні два роки (станом на 01.01.2014 і 01.01.2015). Наприклад, за 2014 р. обсяги банківських

зобов'язань Кредобанку збільшилися на 48 % і на 01.01.2015 становили 5,536 млрд грн, Укргазбанку – лише на 11 %, усталившись на рівні 21,45 млрд грн. Сума активів також зросла в обох банків, однак у банку з іноземним капіталом темп приросту значно вищий – 43 % (у тому числі грошові кошти – на 39 %, кошти в банках – на 317, кредити на аванси клієнтам – на 27 %), ніж у банку без нього – 4 % (у тому числі обсяг грошових коштів зменшився на 5 %, кредитів на аванси клієнтам – на 2, і лише обсяг коштів у банках збільшився на 12 %). Окрім того, обсяг власного капіталу Кредобанку збільшився на 2 % та станом на початок року становив 493,56 млн грн, натомість в Укргазбанку протилежні результати – власний капітал зменшився аж на 74 %. Протилежні показники спостерігаємо й у рядку прибуток/збиток, адже якщо Кредобанку врешті вдалося подолати річні збитки у розмірі 324 млн грн та отримати прибуток у майже 4,6 млн грн, то Укргазбанк, навпаки, збільшив збитки до 398 млн грн.

Таблиця 5.14

**Показники фінансового стану Кредобанку та Укргазбанку
(2014–2015 рр.)**

Показник	Кредобанк, млн грн			Укргазбанк, млн грн		
	01.01.2014	01.01.2015	приріст, %	01.01.2014	01.01.2015	приріст, %
Активи:	4 220	6030	43	21 730	22 646	4
грошові кошти	366	508,9	39	2 064	1 965	-5
кошти в банках	7,38	23,4	317	717	803	12
кредити й аванси клієнтам	2 370	3014	27	10 258	10 035	-2
Зобов'язання	3 738	5 536	48	19 271	21 453	11
Власний капітал	482	493,56	2	4 573	1 192	-74
Прибуток/збиток	-324,01	4,591	101	65	-398	-712
Рентабельність активів, %	-7,678	0,076	...	0,299	-1,757	...
Рентабельність капіталу, %	-67,22	0,93	...	1,421	-33,389	...

Джерело: [204, с. 275; 326; 327].

Отже, динаміка ключових балансових показників ПАТ “Кредобанк” демонструє позитивні тенденції його розвитку, що заслуговує на високу оцінку в умовах непростой макроекономічної ситуації в Україні. Незважаючи на значну турбулентність банківської системи, банк продовжував підтримувати високий рівень ділової активності, збільшуючи ресурсну базу та

нарошуючи кредитний портфель і портфель цінних паперів, що забезпечили йому отримання прибутку та позитивну динаміку рентабельності активів і капіталу порівняно з 2014 р. Крім того, отриманню прибутку також сприяло зменшення сум відрахувань до резервів під потенційно проблемні кредити.

Зазначимо, що збереженню активності ПАТ “Кредобанк” у кредитуванні сприяє потужна ресурсна підтримка з боку його акціонера – *PKO Bank Polski S.A* – найбільшого банку Польщі й однієї з найбільших фінансових установ Центральної та Східної Європи. Це забезпечує йому додатковий запас ліквідності та фінансової стійкості в умовах поточних економічних і суспільно-політичних подій в Україні.

На жаль, цього не можна сказати про АБ “Укргазбанк”, оскільки намітилася негативна тенденція за кількома основними показниками, головне, через збитки від операцій з іноземною валютою, спричинені різкою девальвацією. Крім того, надзвичайно складна й напружена ситуація в політичній, суспільній та економічній сферах упродовж 2014 р. у зв’язку з військовими діями на Сході країни та анексією Криму завдала серйозного удару вітчизняним банкам без іноземної підтримки, що суттєво вплинуло на показники ефективності за аналізований рік (див. табл. 5.14): збиток становив 398 млн грн.

Обидва банки з помітним запасом виконували обумовлені НБУ граничні значення нормативів станом на 1 січня 2015 р. Наприклад, регулятивний капітал ПАТ “Кредобанк” за 2014 р. зменшився на 23,6 %, головне, через збитки минулих років, а норматив адекватності регулятивного капіталу зменшився на 5,25 %. Інші показники свідчать, що фінансове становище банку є стабільним, його надійність та фінансова стійкість поступово збільшуються.

Щодо Укргазбанку, то нормативи ліквідності станом на 01.01.2015 порівняно з 01.01.2014 зазнали таких змін: норматив миттєвої ліквідності знизився на 17,68 % і становив 33,07 %, норматив поточної ліквідності – на 8,88 %, до 47,97 %, а норматив короткотермінової ліквідності – на 2,37 %, становив 64,36 %. Водночас, незважаючи на зменшення значень, з невеликим запасом дотримано визначених регулятором їхньої граничної величини. Однак, за оперативними даними НБУ, норматив великих кредитних ризиків банку за перший квартал 2015 р. збільшився на 853,82 %, до 1 055,15 %

(за передбаченого НБУ граничного значення “не більше 800 %” і середньоринкового показника 651,32 %).

Наголосимо, що 2 квітня 2015 р. АБ “Укргазбанк” було докапіталізовано на суму 3,204 млрд грн для забезпечення довготермінової стабілізації банківської системи країни. Унаслідок докапіталізації статутний капітал банку збільшено на 32,04 %, до 13,2 млрд. грн, у підсумку відбулося також збільшення обсягу регулятивного капіталу та поліпшення значень нормативів. Зокрема, регулятивний капітал АБ “Укргазбанк” становив 4,460 млрд грн, що в 3,6 раза більше, ніж за день до цього. Відповідно, збільшився і норматив адекватності регулятивного капіталу банку: на 14.04.2015 він становив 21,12 % (за передбаченого НБУ граничного значення – не менше 10 %). Голова НБУ В. Гонтарева офіційно визнала, що до початку 2016 р. вона була змушена миритися з майже нульовою адекватністю капіталу загалом по банківській системі й лише на кінець року сподівається на досягнення 5 % значення цього показника. На її думку, це й привело до очищення системи від слабких, недокапіталізованих, низьколіквідних банків з непрозорою структурою власності [204, с. 276].

Банки, які пережили “велику чистку” 2014–2015 рр., у 2016 р. активізувалися – збільшили обсяги залучених депозитів у національній та іноземній валютах, а також наданих кредитів. Проте стан банківських установ усе ще неоднорідний – попереду боротьба за життя для одних і збільшення частки ринку для інших. Однак банки у власності як резидентів, так і нерезидентів намагаються відтермінувати власні зобов’язання з поповнення статутного капіталу, а малі банки – приховати реальних власників та нерідко порушують нормативи НБУ й фінансового моніторингу.

Упродовж 2016–2018 рр. відбувалося подальше зменшення кількості банків у країні, проте переважно серед українських банківських установ – їхня кількість зменшилася майже вдвічі: з 76 на початок 2016 р. до 40 на початок 2019 р. (див. рис. 5.16, додаток 45). Кількість банків з іноземним капіталом зазнала незначних змін, проте суттєво змінилася їхня структура: кількість зі змішаним капіталом зменшилася з 24 до 14, а зі стовідсотковим іноземним зросла з 17 до 23 (це максимальне історичне значення). На кінець 2018 р. фактично кожен другий банк в Україні – з іноземним капіталом, і майже кожен третій – зі стовідсотковим іноземним капіталом. Проте

частка іноземного капіталу в статутному капіталі вітчизняних банків зменшилася до мінімального значення з 2010 р. (28,1 %), що зумовлено нарощенням власного капіталу українськими банками.

Зазначимо, що з 2017 р. НБУ застосовує нові критерії розподілу банків на окремі групи [301]: 1) банки з державною часткою – банки, у яких держава прямо чи опосередковано володіє часткою понад 75 % статутного капіталу банку; 2) банки іноземних банківських груп – банки, контрольні пакети акцій яких належать іноземним банкам або іноземним фінансово-банківським групам; 3) банки з приватним капіталом – банки, у яких серед кінцевих власників суттєвої участі є один чи кілька приватних інвесторів, що прямо та/або опосередковано володіють не менш ніж 50 % статутного капіталу банку. На початку 2017 р. до першої групи належало 6 банків, до другої – 25, до третьої – 63 [306].

Згідно з цією класифікацією, на початку 2018 р. структура власності активів банківської системи України була такою: банки з приватним українським капіталом володіли 14 % усіх активів системи, банки іноземних груп – 31, державні банки – 55 % [10, с. 6]. Розподіл сукупних зобов'язань і капіталу банків за цими групами наведено в табл. 5.15.

Таблиця 5.15

**Розподіл зобов'язань і капіталу за групами банків,
згідно з класифікацією НБУ**

Групи банків	Одиниця вимірювання	Зобов'язання			Капітал		
		01.01.2018	01.04.2018	Δ	01.01.2018	01.04.2018	Δ
Банки з державною часткою	млн грн	656 369	645 816	-10 553	77 483	71 728	-5 755
	% до системи	55,97	56,85	0,89	47,36	45,09	-2,27
Банки іноземних банківських груп	млн грн	357 109	334 285	-22 824	58 530	59 355	825
	% до системи	30,45	29,43	-1,02	35,78	37,31	1,53
Банки з приватним капіталом	млн грн	159 283	155 838	-3445	27 584	27 998	414
	% до системи	13,58	13,72	0,14	16,86	17,60	0,74
БСУ сукупно	млн грн	1 172 761	1 135 939	-36 822	163 597	159 081	-4 516

Джерело: [10, с. 7].

Водночас, на думку вітчизняних дослідників [109, с. 93–105], банки України на початок 2018 р. умовно доцільно розділити на чотири групи: банки з державним капіталом, дочірні структури банків з іноземним капіталом і окремо російським (у зв'язку з міжнародними санкціями), а також приватні українські банки. Виконане ними дослідження за підсумками першого кварталу 2018 р., згідно з цією класифікацією, дало змогу виявити таке:

- на банки з іноземним капіталом припадало 24 % залучених коштів домогосподарств, на банки з державним капіталом – 62,2 %, а частки російських та українських приватних банків майже однакові;
- обсяг коштів юридичних осіб зменшився як у національній, так і в іноземній валюті. Утім дещо змінилася їхня валютна структура – зросла частка євро, що засвідчує підвищення торговельної активності суб'єктів господарювання з країнами ЄС. Корпоративні клієнти досить помітно зменшували залишки своїх коштів у банках з російським капіталом, однак умови, пропоновані банками з західним капіталом, бізнес також не влаштовували. Між тим 38,7 % коштів юридичних осіб перебуває на рахунках іноземних банків;
- кредитування фізичних осіб є найменш монополізованим сегментом фінансового ринку і найрівномірніше розподілене між усіма групами банків. Зазначимо, що частка банків з державним капіталом у цьому сегменті зростає. Загальний обсяг кредитного портфеля фізичних осіб є незначним, близько 5,1 млрд дол. США, та відповідає рівню 2005 р. Водночас погіршується якість обслуговування позичальниками кредитних портфелів. Кредити в гривнях позичальники обслуговують ліпше (частка негативно класифікованих у загальному обсязі становить лише 23,4 %), ніж у валюті. Банки з західним капіталом, збільшивши кредитний портфель за досліджуваний період на 4,5 млн грн, сформували 4,3 млрд резервів, тобто ставляться до позичальників дуже обережно. Банки з російським капіталом, наростивши кредитний портфель за той самий період на 2,5 млрд грн, накопичили 4,4 млрд резервів, що свідчить про загальне погіршення стану обслуговування кредитного портфеля фізичних осіб;
- кредитні портфелі банків із західним капіталом збільшилися на 0,6 %, відрахування в резерви – на 2,4 %. Банки з російським капіталом

поповнили свій портфель на 2,5 %, а відрахування в резерви – на 14,6 %. Сумарно кредитний портфель юридичних осіб російських банків є вагомим, ніж банків із західним капіталом. Дедалі більше українських компаній-експортерів знаходять кредитну підтримку за кордоном. Більша частина корпоративних кредитів класифікована негативно. Найгіршим є стан портфелів у банках за участю держави. Попри це, частка кредитів у банків з державним капіталом зростає. Тобто державні банки, отримавши ресурсну підтримку статутних капіталів, підвищують активність у кредитуванні юридичних осіб. Іноземні банки з західним капіталом мають запас ліквідності, проте ставлять жорсткі вимоги до якості й прозорості бізнесу позичальника. На банківських нарадах і круглих столах представники західного бізнесу зазначають про небанківські чинники низької кредитної активності, до яких можна зачислити слабкий захист прав кредиторів, незадовільну роботу виконавчої служби, непередбачуваність судових рішень. Найліпші балансові показники за якістю активів мають банки з українським капіталом;

- за підсумками 2017 р. серед іноземних банків збитковою була діяльність Правекс Банку, БТА Банку, Укрсоцбанку, Промінвестбанку, ВТБ Банку, БМ Банку, а в першому кварталі 2018 р. з цієї групи прибутковою була діяльність тільки казахського БТА Банку. Утім, з погляду операційних прибутків, цей банк виявив від’ємний результат, як Піреус Банк МКБ та БМ Банк. Оцінка операційного прибутку складається з задекларованого прибутку й обсягів сформованих резервів. Банки, у яких сумарний обсяг фінансового результату та створених у 2018 р. резервів є від’ємним, мають серйозні проблеми зі структурою активів і пасивів, а ті, що мали прибуток з розформування резервів, – недостатні операційні доходи. Загалом банківська система за цей період отримала 5,4 млрд грн прибутків, створивши 38,8 млрд резервів під негативно класифіковані активи. У цьому разі дохід банків із західним капіталом за окреслений період сформовано з облігацій ОВДП – 0,5 млрд грн, та депозитних сертифікатів НБУ – 0,8 млрд грн, що становить 27,6 % від їхніх прибутків;
- частка банків російським державним капіталом у пасивах банківської системи становить 7 % коштів фізичних осіб та 4 % коштів юридичних

осіб. Тому в разі рішення щодо повного виходу цих структур із банківського ринку України в регулятора є достатньо важелів і ресурсів, щоб запобігти вагомим кризовим явищам.

В Україні кількість платоспроможних банків на кінець 2018 р. зменшилася і становить 77 (з них: 21 з іноземним капіталом, 5 державні та 51 приватні), а їхні загальні активи – 1,91 трлн грн [308, с. 3]. Приватбанк та інші державні банки домінують на фінансовому ринку: їхня сукупна частка в чистих активах та депозитах домогосподарств становила відповідно 54,7 % (рис. 5.19) та 63,4 % (додаток 49). Також другий рік поспіль за цими показниками зменшується частка іноземних банків. Основна маса непрацюючих кредитів зосереджена у державних та російських банках і практично не зменшується, тоді як в іноземних (переважно, в найбільших) їх частка поступово знижується. За даними НБУ [308, с. 6] покриття загальними резервами таких кредитів є достатнім і становить 95,5 % кредитного портфеля в цілому. На підставі зазначеного можемо зробити висновок, що роль і значення іноземних банків на вітчизняному фінансовому ринку поступово знижується.

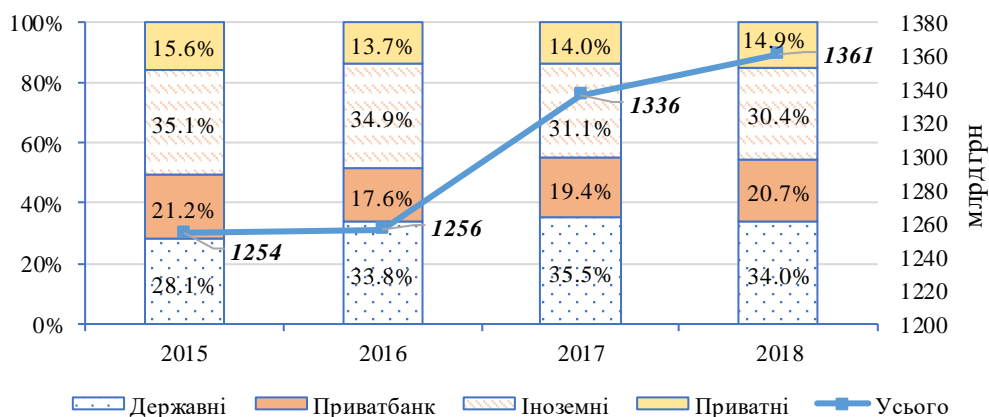


Рис. 5.19. Динаміка та розподіл чистих активів за групами банків на 31.12.2018 р.

Джерело: побудовано автором на основі [308, с. 3–5].

Отже, іноземні банки найчастіше купували більш розвинені українські банки, створюючи тиск на інші, що не здатні ефективно конкурувати з ними. Їхньому входженню на вітчизняний фінансовий ринок сприяли високі

темпи зростання попиту на банківські послуги, низька конкуренція, слабкість українських банків, вищі від європейських темпи інфляції, унаслідок чого їм важко залучати довготермінові дешеві ресурси. Утвердженню на фінансовому ринку України банків з іноземним капіталом сприяє також фінансова політика місцевих банків щодо своїх клієнтів – високі кредитні ставки на короткий термін та під заставу, що зумовлює значні витрати коштів і часу на оформлення потрібних документів. Тому багато вітчизняних компаній надають перевагу банкам з іноземним капіталом, які використовують сучасні методи кредитування.

Основним чинником привабливості національного фінансового ринку для іноземних банків є отримання більшого прибутку за умови прийнятого ризику. Серед інших чинників, що сприяли створенню банків з іноземним капіталом в Україні, можна виділити такі, як позитивні структурні зрушення у вітчизняній економіці, активне зростання попиту на фінансові послуги з боку населення, розширення зовнішньоекономічних зв'язків українських фірм тощо.

Водночас наголосимо, що існує певна закономірність – що більшою є сукупна іноземна присутність у фінансовому секторі країни, то менш чутливими до шоку і менш проциклічними стають у ньому фінансові посередники, тобто банки з іноземним капіталом стають менш вразливими до кризових явищ у країні-реципієнті. Досвід постсоціалістичних країн ЄС свідчить про таке: якщо збільшення наявності іноземного капіталу у фінансовому секторі належно регулюють та контролюють, то структура фінансового простору країни вдосконалюється, фінансові посередники отримують більше стимулів для виходу на міжнародний фінансовий ринок, динамічніше розвиваються місцеві фондові ринки, підвищується ефективність трансмісійного механізму грошово-кредитної політики за одночасного зниження процентних ставок.

Утім потрібно зважати й на низку ризиків, пов'язаних зі швидким зростанням частки іноземного капіталу у фінансовому секторі країни. Зокрема, вони можуть призвести до втрати суверенітету у сфері монетарної політики, можливого посилення нестабільності, несподіваних коливань ліквідності банків, імовірного відпливу фінансового капіталу в разі погіршення економічної ситуації в країні, що може спричинити глибоку кризу

національної економіки, а також зниження конкурентоспроможності місцевих банків у випадку, якщо впровадження нових банківських технологій може виявитись занадто дорогим для них. Відтак дослідження позитивних аспектів цього процесу для їхнього підсилення у банківській сфері, а також негативних – з метою їхньої нейтралізації чи мінімізації дасть змогу ліпше й ефективніше працювати банкам й іншим фінансовим посередникам на території України, не втрачаючи самостійності в діяльності й розвитку.

У сучасних умовах української державності можемо констатувати, що події в країні завдали серйозного удару банкам та іншим фінансовим посередникам, що спричинило зниження ефективності функціонування більшості з них. Однак ті з них, у статутному капіталі яких є суттєва частка іноземного капіталу, отримавши підтримку закордонного інвестора, змогли не лише втримати, а й зміцнити власні позиції. Натомість банки без іноземного капіталу, здебільшого, потребують серйозної докапіталізації. Отже, наявність іноземного капіталу стала невід'ємним елементом розвитку вітчизняного фінансового ринку. Іноземні інвестори не лише вкладають власний капітал у національну економіку України, а й сприяють використанню успішного закордонного досвіду ведення фінансового бізнесу та усталенню ефективних економічних відносин з іноземними партнерами.

5.3. Особливості та проблеми доларизації фінансового ринку України

Фінансовий ринок відіграє важливу роль у сфері міжнародних економічних відносин кожної країни та суттєво впливає на динаміку її розвитку. Процеси, що відбуваються на ньому, та валютна політика держави можуть стимулювати або стримувати соціально-економічний поступ, впливати на стан окремих секторів, галузей, компаній і місце та роль країни на світовому ринку. У сучасних умовах на фінансовий ринок України суттєво впливає посилення процесів глобалізації та євроінтеграції, що зумовлює необхідність підвищення ефективності його функціонування й удосконалення механізмів регулювання.

Питання їхнього вдосконалення з огляду на щораз більші потреби економічних суб'єктів у грошових коштах постає в Україні доволі регулярно, що відображає глибинний вплив цієї проблематики на розвиток вітчизняної економіки. Водночас прагнення забезпечити максимальне фінансування й оптимізувати вплив валютної складової фінансової політики держави на динаміку економічного зростання з урахуванням особливостей кожної країни сьогодні зумовлює різну роль іноземної валюти на національних фінансових ринках та економіках загалом, а також наявність значної кількості проміжних валютних режимів між двома основними видами – фіксацією обмінних курсів і їхнім вільним ціноутворенням [234, с. 255]. Раціональна організація функціонування валютного сегмента фінансового ринку (євроринку⁶⁹, *див. п. 1.1*) є одним з засобів, які сприяють вирішенню гострих проблем сучасного етапу розвитку економіки України. Для забезпечення його ефективного функціонування необхідно виявити тенденції та закономірності, дослідити наявні проблеми, визначити цільові показники розвитку й інструменти для їхнього досягнення.

За весь період функціонування валютного сегмента фінансового ринку України до найважливіших тенденцій його розвитку та водночас проблем, з погляду вітчизняних учених [110; 193, с. 65; 455], належать такі: високий рівень доларизації, девальвація (знецінення) національної грошової одиниці, негативне сальдо рахунку поточних операцій, незначний рівень золотовалютних резервів НБУ та ін. (наприклад, проблемність з поверненням валютних кредитів фізичними та юридичними особами, валютні дисбаланси в банках, що становлять загрозу їхній стабільності, збільшення державного боргу, номінованого в іноземній валюті, виведення коштів за кордон, обмежені можливості центрального банку в регулюванні валютного курсу національної грошової одиниці тощо).

Зазначимо, що залежно від того, у якому статусі та які функції грошей виконує іноземна валюта в національній економіці (табл. 5.16), виділяють

⁶⁹ У багатьох країнах іноземна валюта доволі часто виконує функції грошей і в середині країни її застосовують поряд з національною грошовою одиницею, вона є об'єктом купівлі–продажу на внутрішньому фінансовому ринку (ринку євровалют). Це можуть бути банківські позики в іноземній валюті або випуск і продаж вітчизняних цінних паперів, номінованих в іноземній валюті.

різні види доларизації. Процес доларизації, згідно з емпіричними дослідженнями [671], відбувається в кілька етапів, зокрема розпочинається з заміщення такої функції грошей, як засіб нагромадження, потім – міри вартості, і в останню чергу – засобу обігу, тобто спершу відбувається заміщення активів, потім – фіксація цін в іноземній валюті і зрештою перехід до розрахунків у ній.

Таблиця 5.16

Типологія внутрішньої доларизації

Статус	Доларизація де-юре	Доларизація де-факто		
Вид	Офіційна доларизація	Доларизація платежів	Фінансова доларизація	Реальна доларизація
Сфера використання	Іноземна грошова одиниця – легальний платіжний засіб	Іноземна валюта – засіб розрахунків (валютне заміщення)	Іноземна валюта – засіб заощадження (доларизація активів і зобов'язань)	Іноземна валюта – масштаб цін (визначення цін і заробітної плати)
Функції грошей	Усі функції грошей	Функція засобу обігу	Функція засобу нагромадження	Функція міри вартості

Джерело: [440, с. 47].

На думку дослідників [440, с. 48–49], така послідовність зумовлена тим, що за високої інфляції та нестабільного обмінного курсу волатильний і невизначений фактичний дохід за внутрішніми активами робить національну валюту найбільш вразливою в її функції засобу нагромадження. Щоб унеможливити власні заощадження в національній валюті від знецінення, економічні суб'єкти починають їх конвертувати в іноземну валюту і нагромаджують іноземні фінансові активи (у готівковій і безготівковій формі), тобто виникає заміщення активів. Оскільки банки прагнуть уникнути валютних дисбалансів, а позичальники намагаються отримати вигоду з нижчих процентних ставок в іноземній валюті, то відбувається процес заміщення кредитів і в підсумку розвивається доларизація фінансового ринку. У разі пришвидшення інфляції внутрішні ціни починають фіксувати в доларах або інших стабільних валютах (ефект меню) – іноземна валюта починає виконувати функцію міри вартості. Зрештою, для зменшення трансак-

ційних витрат домогосподарства починають розраховуватися за товари і послуги в іноземній валюті, унаслідок чого вона стає і засобом обігу.

В Україні іноземна валюта не виконує функції грошей офіційно, тобто на всі 100 %. Тому для з'ясування її ролі та значення в національній економіці використовують низку показників, які вважаємо за доцільне об'єднати в такі групи залежно від рівня агрегування на:

- мезорівні – індикатори, які характеризують рівень доларизації окремих сегментів фінансового ринку, зокрема: депозитів і кредитів загалом та в розрізі економічних суб'єктів, а також ринку боргових цінних паперів, які розраховують як відношення їхньої валютної складової до загальної суми та виражають у відсотках;
- макрорівні – індикатори, які характеризують рівень доларизації фінансового ринку та монетарного сектора національної економіки, зокрема, показники доларизації: грошової маси M_3 загалом та в розрізі її складових, які обчислюють як частку відповідних активів в іноземній валюті в грошовому агрегаті M_3 (наприклад, МВФ визначає рівень доларизації фінансового ринку як відношення депозитів в іноземній валюті до грошової маси M_3 та вважає економіку держави високодоларизованою, коли значення цього співвідношення перевищує 30 % [193, с. 65]).

Наведені показники дають змогу визначити рівень доларизації в офіційному секторі економіки, проте іноземна валюта виконує функції грошей переважно в тіньовому секторі. У такому разі рівень доларизації на макрорівні знаходять як співвідношення: 1) іноземної готівки поза банками (у гривневому еквіваленті) до грошового агрегату M_3 ; 2) суми депозитів та готівки поза банками в іноземній валюті до M_3 .

Доларизація фінансового ринку України розпочалася 1992 р. і стала закономірним наслідком макроекономічної нестабільності та високої інфляції. Намагання резидентів захистити свої активи від знецінення вважаємо основною причиною доларизації вітчизняної економіки. На початковому етапі ринкових перетворень (1993–1995) долар США в країні фактично виконував функції грошей. Макроекономічна стабілізація 1996–1998 рр. та грошова реформа 1996 р. суттєво не вплинули на зниження рівня доларизації вітчизняної економіки і підвищення довіри до національної грошової

одиниці, а фінансова криза 1998–1999 рр., яка супроводжувалась значною девальвацією гривні, призвела до поновлення тенденції зростання рівня доларизації депозитного і кредитного сегмента фінансового ринку. Причому простежувалась досить неоднозначна тенденція: за девальвації гривні на 52,2 % у 1999 р. питома вага доларових кредитів в іноземній валюті зросла до 51,5 %, або на 9,2 % порівняно з 1998 р. (рис. 5.20), хоча на той час процентні ставки за валютними кредитами були досить високими – понад 20 % річних [34, с. 118].

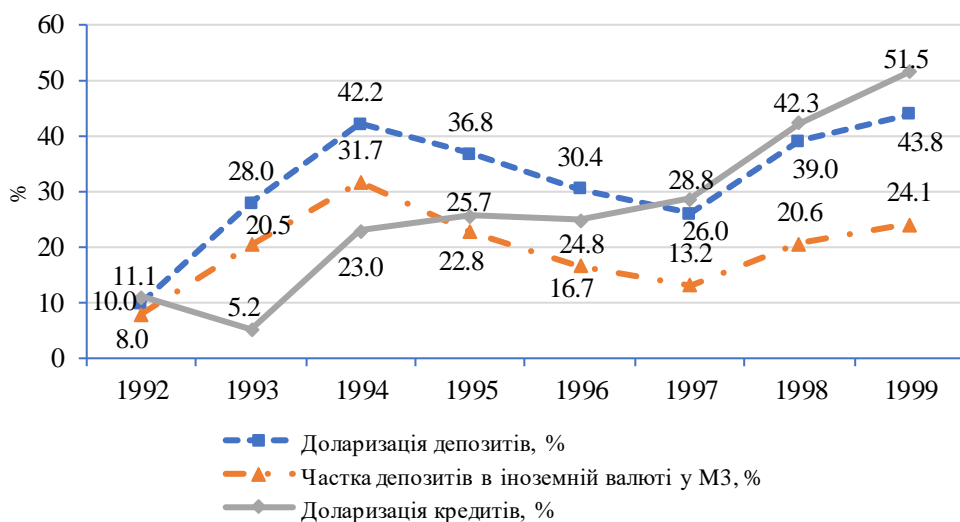


Рис. 5.20. Доларизація фінансового ринку в Україні у 1990-х роках
Джерело: [34, с. 119; 80, с. 35; 267, с. 70; 538, с. 66].

Як бачимо з даних рис. 5.20, вітчизняна економіка, згідно з методикою МВФ, була високодоларизованою тільки у 1994 р. Якщо рівень доларизації визначити як співвідношення іноземної готівки поза банками (у гривневому еквіваленті) до грошового агрегату M_3 , то ситуація значно погіршується: на кінець 1999 р. обсяг іноземної готівки на руках у населення в Україні майже на 20 % перевищував гривневу грошову масу (додаток 50). У разі ж обчислення доларизації за показником, запропонованим С. Шумською [538, с. 66], – співвідношення суми депозитів та готівки поза банками в іноземній валюті до M_3 , то її значення становило 142,4 %, що знову ж таки засвідчує негативний вплив фінансової кризи.

Також на вітчизняному фінансовому ринку до 1997 р. переважала доларизація депозитів, тобто населення мало більшу недовіру до національної грошової одиниці, ніж банки, а після – доларизація кредитів, яка зберігалася впродовж 2000–2009 рр. (рис. 5.21). Загалом в Україні макроекономічна стабілізація, відновлення економічного зростання, сповільнення інфляції, стабілізація валютного курсу гривні й вищі ставки за депозитами в національній валюті порівняно з іноземною на початку 2000-х років сприяли поступовому зниженню рівня доларизації вітчизняного фінансового ринку, а саме: депозитної з 38,5 % у 2000 р. до 31,8 % у 2003 р., а кредитної з 45,9 до 41,7 %, відповідно. Подібна тенденція цілком узгоджується зі світовою практикою – дослідження [34, с. 118] свідчать, що в країнах з досить високим рівнем доларизації існує позитивна кореляція між обсягом валютних депозитів і валютних кредитів.

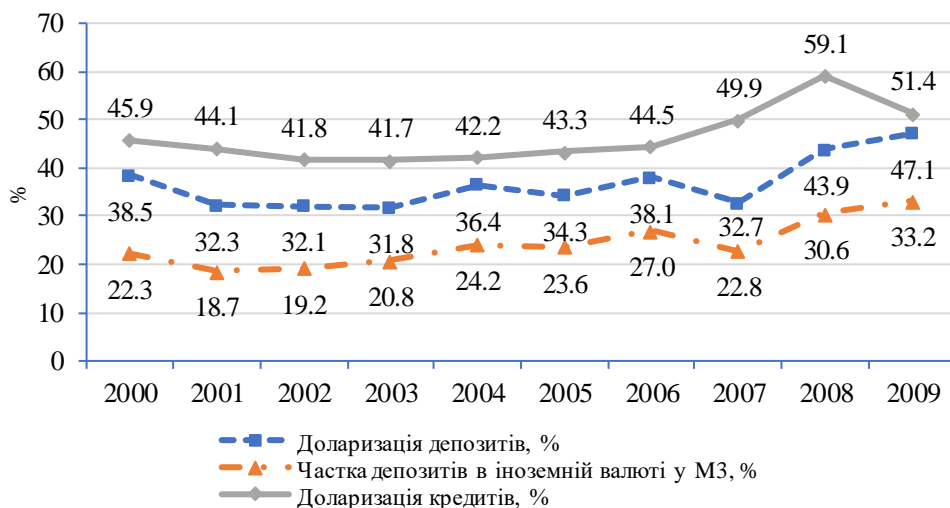


Рис. 5.21. Доларизація фінансового ринку в Україні у 2000–2009 рр.

Джерело: [34, с. 119; 80, с. 35; 267, с. 70; 538, с. 66].

Однак з 2004 р. спостерігаємо зростання рівня показників доларизації фінансового ринку, що пов'язано з пришвидшенням інфляції, збільшенням попиту на кредитні кошти, а також політичною нестабільністю, яка спричинена президентськими виборами, двома виборами в парламент та чотирма змінами уряду [267, с. 70]. Наприклад, питома вага депозитів в іноземній

валюти збільшилась з 31,8 % у 2003 р. до 47,1 % у 2009 р., а кредитів – з 41,7 до 59,1 % у 2008 р. та дещо знизилася наступного року (51,4 %) з огляду на світову економічну кризу та відповідне зменшення ділової активності. На думку вітчизняних учених [34, с. 118], переведення активів у стабільнішу валюту відображало наслідки високої інфляції та ризиків переходу в стадію гіперінфляції, а валютне заміщення пасивів свідчило про інерційне існування недовіри до монетарної політики центрального банку. Крім того, у малій відкритій економіці доларизація пасивів демонструє ще й якісні зміни у функціонуванні фінансового ринку, зокрема: 1) формувати пасиви в твердій валюті вигідно задля уникнення валютних ризиків; 2) є змога отримати вигоду завдяки дешевшим (порівняно з внутрішніми) іноземним запозиченням.

Ситуація з доларизацією фінансового ринку в розрізі економічних суб'єктів у 2000–2005 рр. була такою: залишки коштів в іноземній валюті на рахунках суб'єктів господарювання зростали повільніше, ніж кредити в ній. Щодо фізичних осіб простежувалася така ж тенденція, проте співвідношення між ними були ще вищі. І це попри те, що процентні ставки за кредитами фізичним особам в іноземній валюті були помітно вищі порівняно зі ставками за кредитами юридичним особам. Учені, проаналізувавши використання валютних кредитів за цей період [34, с. 124], дійшли таких висновків: якщо частка валютних кредитів на рівні понад 90 % за експортно-імпортними операціями є об'єктивною, то доларизація кредитів за внутрішніми торговельними операціями на рівні 34–41 % – абсолютно ненормальне явищем. Це перешкоджає формуванню об'єктивного валютного курсу національної грошової одиниці, а також зменшує попит на неї, що ускладнює проведення монетарної політики центральним банком. Національний банк України, усвідомлюючи потенційну глибину проблеми, запропонував банкам механізм отримання “довгих” грошей у гривні через рефінансування до трьох років під заставу майнових прав на короткотермінові депозити банків, розміщені в центральному банку.

Крім того, у банківській системі України простежувалася тенденція до поглиблення розриву між залученими на внутрішньому ринку депозитами в іноземній валюті та наданими в ній кредитами, тобто зростав валютний ризик і посилювалася залежність від зовнішніх джерел фінансування.

Така ситуація змушувала банки формувати значні за обсягами додаткові валютні резерви, що стримувало кредитну активність банків. Для оцінки впливу доларизації фінансового ринку на кредитну активність в Україні вітчизняні науковці О. Береславська, В. Зимовець, Н. Шелудько [34, с. 126] розрахували показник додаткового обсягу кредитів, який могла б надати банківська система в разі нульової доларизації і формування ресурсної бази винятково в гривні (визначали як результат множення валютних резервів на нормативне значення мультиплікатора). За їхніми розрахунками, на початок 2006 р. це 125,6 млрд грн (на 78,2 млрд грн більше порівняно з 2002 р.).

Зростання доларизації депозитів в Україні в наступні роки спричинене порівняно низьким рівнем розвитку національного фінансового ринку, фінансовою необізнаністю громадян та невмінням вкладати власні заощадження у фінансові інструменти й існуванням значного тіньового сектора економіки. Водночас значне зростання обсягів кредитів в іноземній валюті, наданих домогосподарствам, зумовлене таким: 1) недостатньою забезпеченістю вітчизняних банків кредитними ресурсами в національній валюті; 2) порівняно нижчою ціною тимчасово вільних грошових коштів на міжнародному фінансовому ринку, що призвело до зростання зовнішніх запозичень українськими банками (у структурі зовнішніх запозичень частка банків збільшилась з 7,3 % у 2004 р. до 38,4% станом на 01.07.2008 р., тобто на 31,1 % [267, с. 71]); 3) збільшенням кількості іноземних банків на території України (див. п. 5.2), які мають доступ до дешевих валютних коштів; 4) зростанням доходів населення (з 2000 по 2007 рр. номінальна середньорічна заробітна плата працівника в Україні зросла з 230 до 1 351 грн, або в 5,9 раза [267, с. 72]); 5) їхньою дешевою ціною порівняно з кредитами в національній валюті (наприклад, у 2007 р. середньозважена річна ставка за довготерміновими кредитами в іноземній валюті була на 5,5 % нижча, ніж аналогічна національній грошовій одиниці).

У підсумку таке зростання попиту на кредити в іноземній валюті у 2000–2007 рр. спричинило дисбаланс у співвідношенні валютних депозитів і кредитів. На кінець 2007 р. депозити в іноземній валюті становили 32,7 % усіх депозитів, а кредити – майже 50 % усіх кредитів (див. рис. 5.21); питома вага довготермінових валютних депозитів в обсязі наданих довготермінових

кредитів у валюті становила 27,3 % [267, с. 73]. Це свідчить про те, що валютний ризик став системним ризиком для фінансової стійкості всього банківського сектора країни. НБУ, розуміючи ситуацію, підготував проект “Порядку регулювання валютних операцій, пов’язаних з імпортом та експортом фінансового капіталу”, який містив норми, що мали регламентувати кредитування в іноземній валюті. Однак цей проект не був своєчасно ухвалений, що загострило перебіг світової фінансової кризи 2008–2009 рр. в Україні.

Уже під час кризи для виправлення ситуації НБУ тимчасово обмежив обсяги кредитування в іноземній валюті для контрагентів, які не мають валютного виторгу, обсягами їхньої заборгованості за такими кредитами [374]. Водночас для вирішення проблеми доларизації фінансового ринку України центральний банк підвищив норми резервування для коштів в іноземній валюті порівняно з коштами в національній валюті. Зокрема, 5 грудня 2008 р. норми резервування для коштів в іноземній валюті були підвищені до 3–5 %, а 5 січня 2009 р. до 4–7 % тоді, як за коштами в національній валюті норми резервування становили 0 % [267, с. 74; 381].

Однак за умов зменшення обсягів виробництва, зростання рівня безробіття, зниження заробітної плати та суттєвої девальвації гривні для більшості позичальників під час та після кризи стало складно повертати валютні кредити, що не тільки погіршило фінансовий стан банків, а й призвело до банкрутства частини з них. Наприклад, на кінець 2007 р. загалом по банківській системі проблемна заборгованість становила близько 2,36 %, на відповідний період 2008 р. – 3,71, 2010 р. – 11,24 % [108, с. 268], а відтак почала плавно зменшуватися.

Отже, високий рівень доларизації фінансового ринку України (передусім кредитної) в поєднанні зі значною девальвацією валютного курсу національної грошової одиниці посилив кризу в банківському секторі у 2008–2010 рр. Для зменшення масштабів доларизації науковці [267, с. 77] рекомендували вжити низку економічних та адміністративних заходів, а саме: знизити рівень інфляції, зменшивши дефіцит державного бюджету; заборонити валютне кредитування для фізичних осіб та обмежити його для юридичних осіб, які не мають доходів в іноземній валюті; посилити норми валютного регулювання і контролю (повернутися до обов’язкового продажу

валютного виторгу); стимулювати розвиток фінансового ринку та його інструментів як альтернативу вкладенню тимчасово вільних коштів і заощаджень домогосподарств на депозити в іноземній валюті.

Після кризи 2008–2009 рр. вітчизняні банки знизили валютний ризик, відтоді намагаються тримати баланс між власними пасивами й активами в іноземній валюті (рис. 5.22), а також значно збільшили валютні резерви (додаток 51). Зокрема, ситуація в розрізі суб'єктів на кінець 2018 р. була такою: кошти фізичних осіб в іноземній валюті становили 241 млрд грн, а кредити – 61, водночас суб'єктів господарювання, відповідно, – 150 та 460 млрд грн. Розрив між валютними депозитами і кредитами для домогосподарств є позитивним, а для суб'єктів господарювання – негативним. Проте в сумі валютні кошти в банках становлять 391 млрд грн, а кредити – 521, що свідчить про наявність валютного ризику в банківській системі України. Рівень доларизації коштів фізичних осіб в іноземній валюті становив 47,3 %, валових кредитів – 31,0, а чистих – 7,3 %, суб'єктів господарювання, відповідно, – 34,9 та 50,1 і 49,6 % [308, с. 5]. Іншими словами, з 2014 р. половина кредитів суб'єктам господарювання була незмінно у валюті, тоді як домогосподарства нових валютних кредитів майже не беруть (7,3 % на кінець 2018 р., така велика різниця з валовим показником доларизації зумовлена значними валютними резервами під надані раніше кредити).

Зазначимо, що розрив між обсягами валютних кредитів та депозитів в іноземній валюті в Україні має постійний характер, хоча на 2018 р. співвідношення між ними є невеликим (1,33; рис. 5.22) порівняно з періодом до кризи 2008–2009 рр., коли значення цього показника сягало 3,05. Водночас це не вирішує, а лише актуалізує проблему залучення валютних депозитів, зокрема фізичних осіб, оскільки населення України достатньо інертне щодо повернення валютних депозитів до банків через недовіру до них. Вітчизняні дослідники [68, с. 115] визначили, що фактично лише два показники є визначальними для ухвалення рішень щодо збільшення чи зменшення обсягу депозитів – ефект паніки та курс національної валюти впродовж останніх чотирьох місяців. На жаль, кожне підвищення валютного курсу означає довге зменшення обсягу валютних депозитів, що в умовах гнучкого (плаваючого) курсу створюватиме серйозні проблеми для банківського сектора країни.

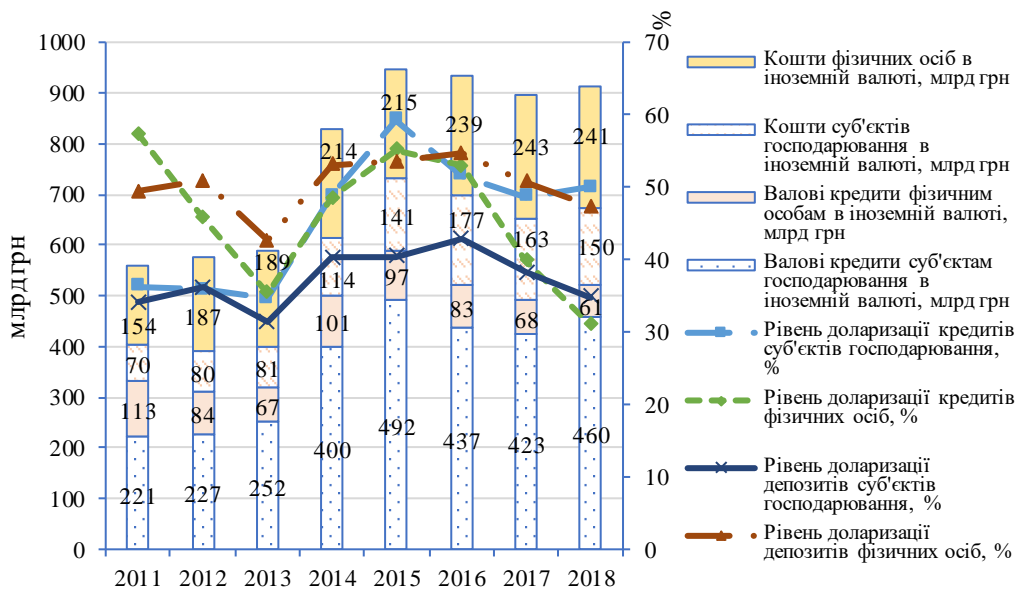


Рис. 5.22. Доларизація вітчизняного фінансового ринку в розрізі економічних суб'єктів у 2011–2018 рр.

Джерело: побудовано автором на основі власних розрахунків за [308, с. 11].

Дослідження щодо динаміки обсягів валютних депозитів і депозитів у національній валюті фізичних осіб засвідчили, що до банківського сектора швидше повертаються депозити в національній валюті, ніж в іноземній [444, с. 55 та с. 57], також волатильність валютних вкладів порівняно з вкладом в національній валюті є вищою. У принципі цей факт саме і відображає проблемний бік депозитної доларизації. Проте доларизація вкладів фізичних осіб є відповіддю на нестабільність економічної та політичної ситуації в країні. І, як засвідчила криза 2008–2009 рр., після кризи схильність фізичних осіб до зберігання коштів в іноземних валютах значно зростає, а це означає, що банки будуть змушені працювати з цим ресурсом і шукати способи мінімізації валютних ризиків [68, с. 115].

Наголосимо, що кредитування домашніх господарств в іноземній валюті було заборонене ще в 2011 р. Щоправда, законодавством передбачений виняток – надання кредитів на лікування чи освіту за кордоном, проте банки таких програм кредитування практично не мають. Щодо кредитів для бізнесу, то банки видають валюту лише тим компаніям, які мають

валютний виторг. Однак юридичні особи, незважаючи на зниження відповідних процентних ставок, і самі не беруть валютні кредити через дуже високі валютні ризики. Після того, як унаслідок кризи 2014–2015 рр. долар в Україні подорожчав утричі порівняно з 2013 р. (див. додаток 51), багато хто з позичальників просто не зміг розрахуватись за валютними кредитами. Отже, основною причиною зменшення кредитної доларизації є відсутність платоспроможних позичальників.

Принагідно зазначимо, що сьогодні заборгованість юридичних осіб у валюті поступово знижується. Крім того, змінилася структура валютного кредитування: попит суб'єктів господарювання на кредити в євро вищий, ніж у доларах США, що відповідає посиленню вимог ФРС до контрагентів, які проводять платежі в доларах, а також збільшенню товарообігу України з ЄС. Загалом чистий кредитний портфель юридичних осіб зменшується (див. додаток 51) навіть з урахуванням девальваційних процесів, які автоматично підвищують балансову вартість валютної складової портфеля. Темпи формування резервів перевищують темпи приросту загального кредитного портфеля, обсяг якого станом на початок 2018 р. у доларовому еквіваленті дорівнює його обсягу на відповідний період 2006 р. Зі зменшенням у 2018 р. валютної складової кредитного портфеля юридичних осіб простежується зростання гривневої, переважно завдяки державним банкам. У підсумку по вітчизняній банківській системі кредити в гривнях збільшилися майже на 3,6 %, а відрахування в резерви – на 8,2 % [109, с. 102].

Загальний рівень доларизації сегментів фінансового ринку у 2011–2018 рр. був доволі високим (рис. 5.23), а динаміка і значення депозитної та кредитної доларизації майже збігалися. Наприклад, якщо у 2010 р. частка депозитів в іноземній валюті у їхньому загальному обсязі становила 42,3 %, перед кризою у 2013 р. – 36,8, а після неї у 2014–2017 рр. була в межах 44–46 %, то у 2018 р. зменшилася до 40,7 %. Частка кредитів в іноземній валюті в загальному обсязі банківського кредитування з 2010 р. по 2013 р. зменшилася з 44,0 до 34,0 %, потім за 2014–2015 рр. різко зросла до 56,0 %, а опісля повільно зменшувалася і на кінець 2018 р. досягла 42,8 %. Це свідчить про формування тенденції до зниження рівня доларизації кредитів з 2015 р., що зумовлено зменшенням попиту на них. Рівень доларизації ринку боргових цінних паперів України (частка цінних папери,

крім акцій, які включають у грошовий агрегат M_3 в іноземній валюті у загальному їхньому обсязі) з 2014 р. перевищував 60 %, а в 2018 р. досяг історичного максимуму – 93,7 % (див. додаток 51).

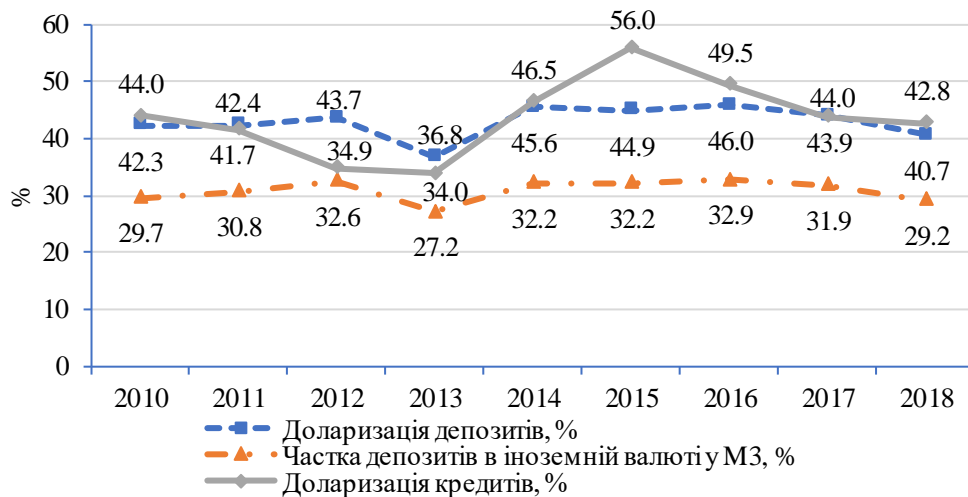


Рис. 5.23. Доларизація фінансового ринку в Україні у 2010–2018 рр.

Джерело: побудовано автором на основі [308, с. 11; 309].

На наш погляд, саме високий рівень доларизації вітчизняного фінансового ринку та значна девальвація валютного курсу гривні під час кризи 2014–2016 рр. стали основними причинами зростання проблемних (які не працюють) кредитів і, відповідно, зниження платоспроможності й навіть банкрутства українських банків. Однак річ у тім, що сучасна доларизація – значною мірою об’єктивний процес, зумовлений розвитком глобалізації, коли, з одного боку, зростає взаємопов’язаність країн, а з іншого, – традиційна економіка виробництва та торгівлі щораз більше зазнає фінансiалiзацiї, її ключовими елементами стають активи і борги, потоки капіталу та нерівноважні платіжні позиції окремих економічних суб’єктів, інституційних секторів, країн чи навіть регіонів світу. За таких умов уникнути доларизації країнам, що розвиваються, неможливо, однак її потрібно та доцільно обмежити до природного рівня, який відповідає рівню відкритості економіки країни [440, с. 50].

Вітчизняні вчені [751] на підставі економіко-математичного моделювання (незалежними змінними обрано інфляцію та реальний обмінний курс)

визначили, що рівень природної доларизації депозитів і кредитів в Україні становить 20 %, а також запропонували можливі способи його приведення до цього рівня. Після опублікування результатів дослідження заступник голови НБУ Д. Сологуб [299] заявив, що центральний банк націлений досягти зниження фактичного рівня доларизації вітчизняного фінансового ринку до природного рівня, та зазначив, що таке зниження відбуватиметься поступово без запровадження обмежень для громадян або компаній через успішну реалізацію НБУ політики інфляційного таргетування, проведення зваженої макропруденційної політики, подальший розвиток фінансового сектора з появою нових інструментів на фінансовому ринку і зростання довіри до національної валюти, зокрема, на тлі валютної лібералізації.

За методикою МВФ, як бачимо з даних рис. 5.23, рівень доларизації фінансового ринку був дещо нижчим від рівня доларизації депозитів та кредитів і коливався в межах 29–33 %, тобто фактично ринок був високодоларизованим упродовж усіх 2010-х років, окрім власне 2010, 2013 та 2018 рр. Водночас рівень доларизації грошової маси (частка валютної складової у загальному обсязі грошового агрегату M_3) у 2018 р. становив 29,25 % (див. рис. 5.24, додаток 51). Це означає, що грошова маса в Україні майже на третину складається з іноземної валюти. Іншими словами, цей показник відображає питому вагу іноземної валюти в офіційному грошовому обігу, тобто її частку у виконанні функцій міри вартості, засобу платежу й нагромадження в економіці України.

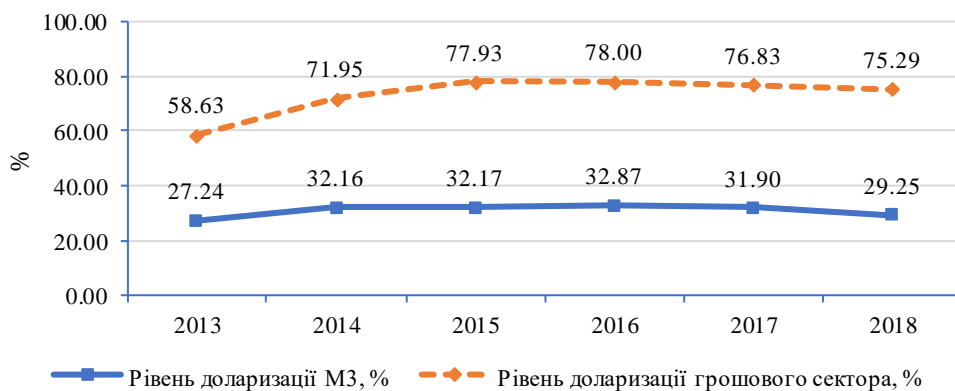


Рис. 5.24. Доларизація M_3 та грошового сектора в Україні у 2010–2018 рр.
Джерело: розраховано та побудовано автором на основі [308, с. 11; 309].

Крім того, якщо рівень доларизації визначати з урахуванням тіньового сектора вітчизняної економіки як співвідношення іноземної готівки поза банками⁷⁰ (у гривневому еквіваленті) до грошового агрегату M_3 , то на кінець 2018 р. його значення становило 186 %, тобто обсяг іноземної готівки на руках у населення майже вдвічі перевищував грошову масу. У разі ж обчислення доларизації економіки України за показником, запропонованим С. Шумською [538, с. 66], – співвідношення суми депозитів та готівки поза банками в іноземній валюті до M_3 , то її значення становить 215,26 %. На наш погляд, для визначення рівня доларизації потрібно враховувати всі фінансові активи резидентів в іноземній валюті, тобто депозити, цінні папери та готівку поза фінансовим сектором, і виразити як відношення до M_3 . Значення цього показника незначно відрізняється від попереднього (215,55 % у 2018 р.), оскільки в Україні модель фінансового ринку є банкоцентричною (відповідно, частка ринку цінних паперів є незначною).

Для з'ясування ролі іноземної валюти в Україні доцільно, на нашу думку, запропонувати й обчислити ще такі показники (див. додаток 51).

1. Співвідношення іноземної та національної складової грошової маси в країні – розраховане як сума валютної складової M_3 і готівкової валюти в позабанківському секторі (виражена в гривнях), поділена на гривневу складову M_3 . Цей показник відображає, у скільки разів наявна грошова маса в іноземній валюті перевищує грошову масу в гривнях на території

⁷⁰ Обсяг готівки поза банками відображено в Платіжному балансі та Міжнародній інвестиційній позиції країни, зокрема, у статті “Валюта і депозити, активи”, де офіційні дані банків і підприємств доповнені інформацією з бази даних Банку міжнародних розрахунків (BIS) про обсяги депозитів резидентів України в іноземних банках та експертними оцінками щодо обсягів готівкової іноземної валюти поза банківською системою.

Обсяги приросту готівкової валюти в інших секторах (поза банківською системою) визначають як різницю обсягів чистого ввезення валюти банками в Україну й обсягів чистого вивезення валюти юридичними та фізичними особами. Обсяги готівки для розрахунків за неофіційний імпорт ґрунтуються на експертній оцінці неформальної торгівлі. Обсяги вивезення готівкової валюти подорожувальниками визначають як різницю між розрахованими обсягами витрат туристів та обсягами платежів, виконаних через банківську систему. Суму готівки, ввезену трудовими мігрантами, визначають як частку від загальної суми переказів, що надійшли від трудових мігрантів через банки та міжнародні платіжні системи [272].

країни. Наприклад, у 2013 р. його значення становило 1,42, у 2016 р. – 3,55 (максимальне історичне значення), а на кінець 2018 р. – 3,05.

2. Рівень доларизації грошового сектора – відношення іноземної валюти, наявної в країні (в офіційному (M_3) і тіньовому (позабанківському) секторі, виражена в гривнях), до загального обсягу грошових кошів (M_3 + готівкова валюта поза банками). Економічне значення цього показника полягає у відображенні частки грошового обігу в офіційному і тіньовому секторі економіки країни, яку обслуговує іноземна валюта. Іншими словами, наприклад, у 2018 р. іноземна валюта виконувала функції грошей і формувала 75,3 % грошового сектора в Україні (сумарно в офіційному та тіньовому секторі). Щоправда, у тіньовому секторі використовують не лише іноземну валюту, а й вітчизняну – певну частину грошового агрегату M_0 .

3. Співвідношення іноземної валюти в тіньовому й офіційному секторі національної економіки – це готівкова валюта поза банками, поділена на валютну складову M_3 . Цей показник відображає потенціал розвитку фінансового ринку – частку коштів в іноземній валюті, яка перебуває “на руках” в економічних суб’єктів і не залучена в офіційний фінансовий сектор. Наприклад, у 2018 р. його значення дорівнює 6,37 і фактично свідчить про залучення на євровалютний сегмент фінансового ринку приблизно лише сьомої частину всіх валютних коштів, наявних у країні.

Монетарними причинами доларизації фінансового ринку в Україні, на наш погляд, є розмір та різниця у значеннях гривневих і валютних процентних ставок (середньозважених річних за відповідний період, додаток 52), а також зміна валютного курсу й інфляція, через яку реальна процентна ставка часто набувала від’ємних значень. Як бачимо з додатка, у 2013–2018 рр. різниця між процентними ставками в національній та іноземній валюті за новими депозитами і корпоративного сектора, і домашніх господарств є додатною, тобто процентна політика банків спрямована на формування переваги для вкладів саме у гривні – віддача в ній є на 6–12 відсоткових пунктів (в. п.) вищою, ніж для іноземної валюти. Різниця між цими процентними ставками – це премія за валютний ризик (див. п. 3.4). Однак це не привело до значного зменшення рівня доларизації депозитів, хоча між ними в певні періоди простежується взаємозв’язок – зі

зростанням різниці процентних ставок рівень доларизації зменшується. Причиною цього є високий рівень інфляції, урахування якого засвідчило, що реальна процента ставка в національній валюті у 2014–2015 рр. була від'ємною, тобто отримані в цей період процентні доходи за гривневими вкладками в банках (як і вкладення в ОВДП) не тільки не забезпечили приросту капіталу в реальному вимірі, а й призвели до його втрати через зниження купівельної спроможності грошей. Водночас коригування номінальних валютних ставок на рівень інфляції у США, тобто реальна процентна ставка за валютними вкладками була додатною.

Різниця між процентними ставками в національній та іноземній валюті за новими кредитами і корпоративному сектору, і домашнім господарствам також є додатною. А це означає, що процентна політика банків спрямована на формування переваги для позик в іноземній валюті – їхня ціна є на 7–22 в. п. нижчою, ніж позик у гривні. Проте це не привело до значної зміни рівня доларизації кредитів корпоративного сектора, а рівень доларизації кредитів сектора домашніх господарств значно зменшився (з 55 % у 2015 р. до 31 % у 2018 р.), тобто вони нарешті почали враховувати ризик зміни валютного курсу у власній фінансовій поведінці. До речі, різниця між середньозваженою дохідністю ОВДП за результатами аукціонів з їхнього первинного розміщення у гривнях та доларах США теж зросла з 5,3 % у 2013 р до 11,8 % у 2018 р. (у гривнях загалом мала тенденцію до зростання, а в доларах – до зменшення), тобто політика уряду була спрямована на дедоларизацію ринку боргових цінних паперів. Реальна процентна ставка за кредитами в національній валюті у 2014–2015 рр. була від'ємною, саме тому банки зазнали збитків, а позичальники виграли, оскільки повернені ними кредити та сплачені за ними відсотки не тільки не забезпечили приросту капіталу в реальному вимірі, а й призвели до його втрати через зниження купівельної спроможності гривні. Водночас коригування номінальних валютних ставок на рівень інфляції у США, тобто реальна процентна ставка за валютними позиками була додатною.

Зазначимо, що процентна ставка в країні залежить від обсягу грошової маси. Виконаний аналіз залежності реальної процентної ставки за кредитами (r) від грошової маси (грошового агрегата M_3) в Україні (див.

додаток 41 та додаток 42) засвідчив, що між ними існує середня від’ємна кореляція $-0,55$, що дало підстави побудувати таку модель (табл. 5.17).

Таблиця 5.17

**Аналіз лінійної залежності реальної процентної ставки
від грошової маси**

Показник	Залежна змінна: Реальна процентна ставка (%) R= 0.54554956 R ² = 0.29762432 Adjusted R ² = 0.26417786 F(1,21)=8.8985 p<.00709 Std.Error of estimate: 10.530					
	b*	Std.Err.	b	Std.Err.	t(21)	p-value
Вільний індикатор			14.091768397	3.257612	4.325795	0.000298
Грошова маса M ₃	-0.545549	0.182883	-0.015311697	0.005132	-2.983040	0.007091

Джерело: власні розрахунки автора на основі даних НБУ, МВФ, МБРР [448; 453; 454].

Як бачимо з табл. 5.17, модель загалом є адекватною через значущість незалежної змінної, низьке значення p -критерію. Проте відкоригований коефіцієнт детермінації R^2 невисокий, як і критерій Фішера. Це свідчить про існування інших вагомих чинників, які впливають на залежну змінну (процентну ставку). Критерій Дарбіна-Вотсена становить 0,88, що говорить про існування незначної автокореляції. Згідно з моделлю, процентна ставка зменшується на 0,01531 у разі збільшення грошової маси на мільярд гривень. В аналітичній формі її можна записати у вигляді такого рівняння:

$$r = 14.091768 - 0.01531 \times M_3. \quad (5.5)$$

У графічній формі ця залежність зображена на рис. 5.25.

Причиною доларизації в Україні, на думку В. Стельмаха [455], також є психологічний чинник, зокрема, недовіра економічних суб’єктів до національної грошової одиниці, яка вкорінилася в ментальності суспільства через регулярний досвід інфляційних і девальваційних стрибків. Річ у тім, що в період, коли Україна підтримувала фіксований валютний курс національної грошової одиниці (упродовж тривалого періоду – кількох років), економічні суб’єкти ігнорували валютний ризик, тобто припускали, що курс надалі буде стабільним і не може змінитися так, щоб вони зазнали втрат. Формування в них таких переконань у підсумку під час криз за різкої зміни курсу призводило до економічних та соціальних проблем. Тому в Україні іноземна валюта, передусім долар США та євро, де-факто частково

виконують усі функції грошей, хоча офіційно не є легальним платіжним засобом. Отже, розвиток доларизації – це переважно наслідок макроекономічної нестабільності та непродуманої економічної політики, що в підсумку підриває довіру економічних суб'єктів до національної грошової одиниці, банківських установ і фінансової системи загалом.

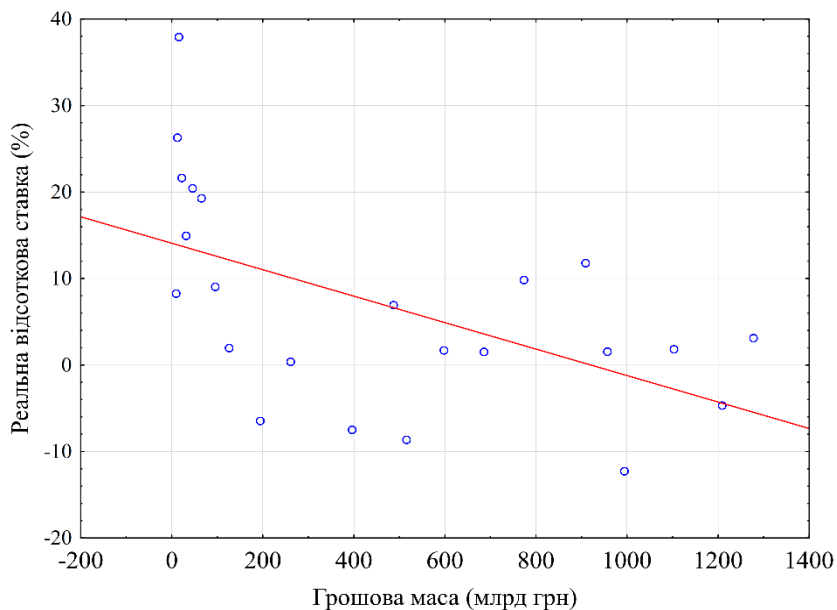


Рис. 5.25. Графічна інтерпретація залежності процентної ставки від грошової маси (M_3) в Україні

Джерело: побудовано автором на основі даних НБУ, МВФ, МБРР [448; 453; 454].

Учені О. Сніжко та О. Зикова [440, с. 49] зазначають, що реально причиною розвитку процесів доларизації фінансового ринку є не тільки макроекономічна нестабільність у країні, а й нерозвиненість фінансового простору та недосконалість інституційної моделі економіки загалом, а тому вона не завжди зумовлена монетарними проблемами. Наприклад, внутрішні урядові запозичення в іноземній валюті, зазвичай, свідчать про ризикову фінансову політику і генерують макроекономічну нестабільність, яка, відповідно, стимулює доларизацію через очікування девальвації. Економічних суб'єктів до позик в іноземній валюті (до виходу на міжнародний фінансовий ринок) часто спонукає недостатня глибина вітчизняного фінансового

ринку (див. додаток 51), а до вкладення коштів в іноземні активи – те, що немає їхніх еквівалентів або менший рівень їхньої віддачі на внутрішньому фінансовому ринку, а також непередбачуваність змін в економічному середовищі через політичне втручання і соціально-політичні конфлікти тощо. Очевидним проявом інституційної слабкості фінансової системи країни є процеси офшоризації, які відображені в значній частці депозитів за кордоном. Розвиток такої “інституційної” доларизації (особливо у формі щораз більших обсягів зовнішніх активів і пасивів) відображає пошук надійніших активів і функціонально ефективніших фінансових систем. Імовірно, тому найбільшій серед країн, що розвиваються, є лідерами за масштабами офшоризації.

Однак розглянуті чинники не здатні повною мірою пояснити стійкість феномена доларизації: поза їхньою увагою є системні ефекти сучасної глобалізованої економіки. Сьогодні чітко простежується така закономірність – збільшення міжнародної інтегрованості та відкритості економіки (як торговельної, так і фінансової) безпосередньо веде до вищого рівня доларизації країни, валюту якої не використовують у міжнародних розрахунках. Причини цього, на думку вчених [440, с. 49], такі: уникнення валютного ризику, гарантованість виконання міжнародних угод, обмеження ризику ліквідності та платоспроможності, мінімізація трансакційних витрат. Іншими словами, в умовах глобалізації доларизація, з одного боку, є оптимальною стратегією економічних суб’єктів (дає змогу мінімізувати витрати та ризику) на зростання залежності національної економіки від світової, а з іншого, – вагомим чинником підвищення ефективності міжнародних торговельних і фінансових зв’язків, що спрощує і стимулює економічну інтеграцію країни з рештою світу. Як альтернативне джерело розміщення тимчасово вільних грошових коштів і заощаджень, доларизація фінансового ринку заміщує втечу капіталу за кордон “внутрішньою втечею” до іноземної валюти та фінансових активів, номінованих у ній. Зменшення фінансових обмежень на використання іноземної валюти розширює можливості внутрішньої кредитної експансії, стимулює розвиток довготермінового кредитування та реінтермедіацію [441, с. 454–467]. З огляду на зазначене сучасна доларизація є, принаймні частково, природним наслідком міжнародної економічної (реальної – міжнародна торгівля

товарами і послугами, та фінансової – міжнародне переміщення капіталу, яке висвітлено у п. 5.1) інтеграції.

За результатами досліджень учені [33, с. 252; 34, с. 129; 80, с. 31; 151, с. 235; 333] дійшли висновків, що доларизація офіційна (неофіційна) має як позитивні, так і негативні наслідки для національної економіки, зокрема, до негативних зачислено такі: неможливість (неофіційна – зменшує) отримання емісійного доходу від випуску державою національної грошової одиниці (це недолік з погляду уряду, проте перевага з позиції громадян), тобто вона унеможлиблює інфляційне оподаткування за допомогою грошової емісії для фінансування бюджетних видатків; втрата (за неофіційної – зменшення, оскільки залежно від рівня доларизації змінюється функція попиту на національну грошову одиницю, що веде до підвищення еластичності за процентною ставкою та валютним курсом) можливості проведення власної монетарної політики та зниження її ефективності, що ускладнює регулювання ліквідності та платоспроможності банків, особливо під час кризових явищ; підвищення системного ризику в банківському секторі як ключовому сегменті фінансового посередництва в разі різкої зміни валютного курсу; посилення значно (за неофіційної – помірно) економічної залежності держави від країни, яка є емітентом іноземної валюти, що виконує функції грошей на внутрішньому фінансовому ринку; пришвидшене передання імпульсів з міжнародного фінансового ринку та синхронізація з ним руху вітчизняного, тобто збільшує уразливість фінансової системи країни.

Водночас доларизація національної економіки має і позитивні наслідки: знижує (усуває) валютний ризик для іноземних інвесторів, що приводить до збільшення вітчизняних та іноземних інвестицій і, відповідно, зростання рівня інтегрованості у світовий фінансовий простір; сприяє зростанню депозитів і збереженню купівельної спроможності заощаджень завдяки твердій іноземній валюті; приводить до появи стимулів для повернення національного капіталу, який раніше був вивезений за кордон; зумовлює зниження процентних ставок (оскільки частка інфляції в процентних ставках зменшується через доларизацію до рівня, який є у країні-емітенті іноземної валюти), що збільшує кредитування та, відповідно, прискорює темпи економічного зростання.

Однак загалом, як зазначає С. Хейзен [622, с. 44], хоча доларизація може привести до макроекономічної стабільності, вона також може зробити фінансову систему більш схильною до криз ліквідності та платоспроможності. Водночас після того, як у країні відбулася доларизація, її буває дуже важко повернути в зворотному напрямі, навіть якщо країна зберегла обіг власної валюти і зуміла стабілізувати обмінний курс.

Для зменшення рівня доларизації і відновлення довіри до національної грошової одиниці, на думку вітчизняних учених [34, с. 129; 456, с. 291], необхідно таке: чітке дотримання курсу монетарної політики НБУ на зниження рівня інфляції (безумовне утримання її в чітко визначених межах), що дасть змогу зменшити різницю між депозитними й кредитними ставками у вітчизняній та іноземній валюті; збільшення норми обов'язкового резервування за коштами в іноземній валюті та одночасно зменшення її за вкладками в національній; зменшення частки тіньової економіки, яку обслуговує переважно іноземна валюта; збалансування державного бюджету завдяки посиленню контролю за надходженням податків та оптимізації витрат (сьогодні основне джерело інфляції в Україні – дефіцит державного бюджету); зменшення обсягів зовнішніх державних запозичень; активізація довготермінового рефінансування банків у національній валюті під інвестиційні проекти; максимальне спрощення офіційних валютно-обмінних операцій; проведення економічної політики, спрямованої на збільшення обсягів експорту для підтримання курсу національної грошової одиниці; зменшення привабливості іноземної валюти та банківських валютних депозитів як засобу збереження заощаджень створенням альтернативних фінансових інструментів їхньої мобілізації, зокрема, у формі цінних паперів та ін. Пропоновані заходи є суттєвими, але не вичерпними для вирішення цієї проблеми, проте вони вагомо сприятимуть зниженню рівня розрахунків у іноземній валюті та зменшенню рівня доларизації економіки України.

Значний вплив на рівень доларизації матиме також Закон України “Про валюту і валютні операції” [370], який набув чинності на початку 2019 р. Відповідно до нього, валютне регулювання в Україні ґрунтуватиметься на таких трьох принципах: свобода валютних операцій; ризикоорієнтованість, прозорість, достатність та ефективність валютного регулю-

вання; самостійність і ринковість валютного регулювання, що передбачає, зокрема, гнучкість валютного курсу. Згідно з цим законом, НБУ за наявності ознак нестійкого фінансового стану банківської системи, погіршення стану платіжного балансу України, виникнення обставин, що загрожують стабільності банківської та (або) фінансової системи держави, має право вжити такі заходи захисту: обов'язковий продаж частини надходжень в іноземній валюті; запровадження граничних термінів розрахунків за операціями з експорту й імпорту товарів; визначення особливостей виконання операцій, які пов'язані з переміщенням фінансового капіталу; використання дозволів та (або) лімітів на проведення окремих валютних операцій; резервування коштів за валютними операціями та ін. Для вирішення зазначених проблем у сучасних умовах лише впровадження норм цього закону недостатньо, потрібно виробити системний підхід до інтегрованого регулювання всіх сегментів фінансового ринку (*п. 6.1*).

На підставі аналізу функціонування фінансового ринку зроблено такі висновки: 1) рівень його доларизації в Україні як загалом, так і в розрізі сегментів є високим; 2) такий рівень становить загрозу стабільному функціонуванню фінансових посередників і банківської системи в разі знецінення національної грошової одиниці; 3) валютний дисбаланс активів і пасивів по банківській системі значно зменшився з 2008 р., однак досі є значним; 4) іноземну валюту широко використовують економічні суб'єкти в тіньовому секторі економіки. Уважаємо такий рівень доларизації небезпечним для розвитку фінансової системи країни, а його зниження має стати одним з головних завдань Національного банку України.

Основними причинами доларизації в Україні були висока інфляція та різкі коливання валютного курсу національної грошової одиниці. Висока інфляція фактично паралізує фінансовий ринок, руйнує грошово-кредитну систему, що посилює "відтік" капіталу з країни, спричиняє витіснення з внутрішнього обігу національної грошової одиниці іноземною валютою, обмежує можливості фінансування державного бюджету [214, с. 62]. Загалом доларизація національних фінансових ринків відбувається через такі канали: 1) запозичення на міжнародному фінансовому ринку; 2) прихід іноземних банків; 3) інвестування за кордон, коли національний фінан-

совий ринок не є достатньо розвиненим, щоб створювати високоякісні та високоліквідні активи, доларизація забезпечує швидкий доступ до закордонних фінансових активів та оптимізацію доходної і ризикової структури інвестиційного портфеля; 4) різницю (спреди) процентних ставок у національній та іноземній валюті.

Доларизація є природним наслідком зростання відкритості економіки та лібералізації міжнародного переміщення капіталу [639]. Держави, інтегруючись у світову економіку, стають чутливішими до зовнішніх шоків, а прагнення економічних суб'єктів мінімізувати (хеджувати) ризики неминуче призводить до певного рівня доларизації [759]. Завданням держави в такому разі повинно стати визначення та підтримка оптимального (природного) рівня доларизації [250, с. 22], який залежить від таких чинників, як інфляція та реальний обмінний курс, розмір економіки, рівень її розвитку та відкритості, а також рівень фінансової інтеграції й лібералізації міжнародного переміщення капіталу. На наш погляд, досягнення природного рівня доларизації й ефективне використання потенціалу вітчизняного фінансового ринку дасть змогу активізувати розвиток національної економіки України та сприятиме інтеграції в міжнародний фінансовий ринок і світовий фінансовий простір.

Розділ 6

СТРАТЕГІЧНІ НАПРЯМИ ТА РЕГУЛЯТОРНІ ЧИННИКИ РОЗВИТКУ ФІНАНСОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ

6.1. Системні ризики та фінансова безпека України в умовах глобальних викликів і гібридних загроз

Питання фінансової безпеки є не просто однією з складових національної безпеки, а чи не найважливішою з поміж них, значення якої зростає в умовах інтеграції вітчизняного фінансового ринку до світового фінансового простору. У світовій практиці фінансову безпеку будь-якої держави визначає, передусім, її фінансова незалежність, оскільки без неї говорити про жодну іншу незалежність мабуть немає сенсу. Сьогодні, на жаль, Україна значно залежна від зовнішнього фінансування з боку міжнародних фінансових інституцій, економічних інтеграційних об'єднань, урядів окремих країн, суб'єктів міжнародного фінансового ринку. Зростання обсягів міжнародного переміщення фінансового капіталу, пошкваллення інтеграційних процесів має для національної економіки України як позитивні, так і негативні наслідки, що спонукає країну розробити ефективний механізм нівелювання зовнішньоекономічних ризиків та нових глобальних викликів й гібридних загроз⁷¹. Зазначимо, що у сучасних умовах інтеграція найшвидше відбувається власне у фінансовій сфері (завдяки глобалізації, розвитку інформаційних технологій, розширенню асортименту фінансових інструментів, упровадженню інноваційних технологій в управління та діяльність фінансових посередників тощо), з огляду на що вітчизняний фінансовий простір, у тому числі фінансовий ринок, потребує невідкладного реформування.

Важливість фінансової безпеки, тобто безпеки фінансового простору країни та його складових (*див. п. 1.1*) зумовлена прямим впливом на розвиток

⁷¹ Гібридні загрози – це використання синергетичних ефектів взаємодії різних суб'єктів (сторін), які відображають власні соціально-економічні та політичні інтереси спираючись на відчуття, що нав'язане ззовні (пропаговане) є цілком справедливим і нібито не переступає межі взаємовідносин з державою або іншим економічним суб'єктом та ґрунтується на прогалинах національного або міжнародного законодавства, яка має багато вимірів й широкий спектр скоординованих методів та дій.

усіх сфер життя суспільства, а недостатньо надійне функціонування однієї з ланок (сегментів) або учасників (фінансових посередників) здатне спричинити серйозні порушення і деформацію в усій фінансовій сфері та економічній діяльності держави. Справді, глобалізація світової економіки не могла і не зможе обминути ні Україну, ні її фінансовий сектор, особливо з огляду на рівень відкритості національної економіки. За сучасних умов, коли в тій чи іншій частині світу час від часу спалахують валютні, банківські чи фінансові кризи, загострюється питання щодо забезпечення в кожній країні стабільного економічного розвитку [106, с. 4], який значно залежить від надійності складових фінансового простору та їх здатності протидіяти цим загрозам. Відтак адекватною має бути й економічна політика, спрямована на мінімізацію втрат і максимізацію вигод країни від участі в процесах глобалізації та економічної інтеграції. Тому фінансовий сектор та його безпека сьогодні мають першорядне значення: що швидше держава визначить і почне відстоювати національні інтереси, то кориснішими і менш болючими будуть наслідки [85, с. 6]. Особливо актуальним це питання є для фінансового ринку та фінансових посередників – основних елементів фінансового простору, оскільки вони значно залежать від іноземних фінансових інституцій та кон'юнктури на міжнародному фінансовому ринку.

Проблема гарантування та зміцнення безпеки фінансового простору загалом, і окремих його складових – давня та складна. Вона притаманна всім країнам та набула загальнонаціонального значення і для України. Головно, це зумовлене специфікою розвитку вітчизняних фінансових посередників, зокрема, нетривалим періодом їхньої діяльності, незначними обсягами власного капіталу порівняно з розвиненими країнами, а також необхідністю працювати в умовах сучасних гібридних загроз і підвищеного ризику, що пов'язано з економічною та політичною нестабільністю в державі. Саме тому ефективне управління фінансовим простором та гарантування власної економічної безпеки⁷² [293] (наголосимо, що значення вагового коефіцієнта фінансової безпеки у Методичних рекомендаціях щодо

⁷² Однією з перших вітчизняних наукових праць, присвячених економічній безпеці, є дослідження В. Мунтяна. Учений розглядає її як “загальнонаціональний комплекс заходів, спрямованих на постійний і стабільний розвиток економіки держави, що містить механізм протидії внутрішнім та зовнішнім загрозам”.

розрахунку рівня економічної безпеки України [270] є найбільшим з поміж усіх її складових – 0,1294) має бути обов'язком та основним стратегічним завданням країни.

На думку З. Варналія [496, с. 12–13], фінансова безпека – це захищеність фінансових інтересів на всіх рівнях фінансових відносин; певний рівень фінансової незалежності, стабільності та стійкості фінансової системи країни в умовах впливу на неї зовнішніх і внутрішніх дестабілізуючих чинників, що загрожують фінансовій безпеці; здатність фінансової системи держави забезпечити ефективне функціонування національного господарства та стале економічне зростання. Подібної думки дотримуються й державні управлінці [270], які визначили фінансову безпеку як “стан фінансової системи країни, за якого створюються необхідні фінансові умови для стабільного соціально-економічного розвитку країни, забезпечується її стійкість до фінансових шоків та дисбалансів, створюються умови для збереження цілісності та єдності фінансової системи країни”. Погляди науковців [496, с. 22] і практиків також збігаються й щодо того, що фінансова безпека (безпека фінансового простору) є складною багаторівневою системою, яку утворюють низка підсистем, кожна з яких має свою структуру і логіку розвитку. Її складовими згідно з Методичними рекомендаціями щодо розрахунку рівня економічної безпеки України [270] є:

- банківська безпека – це рівень фінансової стійкості банківських установ країни, що дає змогу забезпечити ефективність функціонування банківської системи країни та захист від зовнішніх і внутрішніх дестабілізуючих чинників незалежно від умов її функціонування;
- безпека небанківського фінансового сектору – це рівень розвитку фондового та страхового ринків, що дає змогу повною мірою задовольняти потреби суспільства в зазначених фінансових інструментах та послугах;
- боргова безпека – відповідний рівень внутрішньої та зовнішньої заборгованості з урахуванням вартості її обслуговування й ефективності використання внутрішніх і зовнішніх запозичень та оптимального співвідношення між ними, достатній для задоволення нагальних соціально-економічних потреб, що не загрожує суверенітету держави та її фінансовій системі;

- бюджетна безпека – це стан забезпечення платоспроможності та фінансової стійкості державних фінансів, що надає можливість органам державної влади максимально ефективно виконувати покладені на них функції;
- валютна безпека – це стан курсоутворення, який характеризується високою довірою суспільства до національної грошової одиниці, її стійкістю, створює оптимальні умови для поступального розвитку вітчизняної економіки, залучення в країну іноземних інвестицій, інтеграції України до світової економічної системи, а також максимально захищає від потрясінь на міжнародних валютних ринках;
- грошово-кредитна безпека – це стан грошово-кредитної системи, що забезпечує всіх суб'єктів національної економіки якісними та доступними кредитними ресурсами в обсягах та на умовах, сприятливих для досягнення економічного зростання національної економіки.

Кожна з цих складових містить певну множину показників (щоправда, дивною виглядає ситуація на п'ятому році гібридної війни з Росією, що для визначення одного з них використовують індекс, значення якого розраховує російська консалтингова компанія – Інформаційне агентство *Cbonds*), перелік і вагове значення яких наведено у додатку 53. Для кожного індикатора складових стану фінансової та загалом економічної безпеки України розроблені характеристичні значення, які визначають їх рівень безпеки (додаток 54). Нормування показників здійснюють за допомогою лінійної функції таким чином, щоб їхні характеристичні значення потрапляли в зіставні за величиною інтервали. Перехід від абсолютних до нормованих значень індикаторів дає змогу вимірювати їх за шкалою від 0 до 1 або у відсотках: 0 відповідає 0%, 1 – 100%. Таким чином, отримане нормоване значення характеризує своєю величиною ступінь наближення до оптимального значення 1.

Зазначимо, що більшість з складових фінансової безпеки знаходять своє практичне втілення власне на фінансовому ринку, саме на ньому взаємодіють усі суб'єкти національної економіки намагаючись досягти відповідного її рівня. На наш погляд, цілком природно безпеку (реальні й потенційні загрози) можна розглядати не лише за функціональним призначенням

його складових (як є у Методичних рекомендаціях; більшість складових співпадають з сегментами фінансового ринку та ринку фінансових послуг), а й за рівнем агрегування (що дасть змогу більш системно підійти до вирішення проблеми фінансової безпеки держави), зокрема на:

- мікрорівні – безпека фінансових посередників;
- мезорівні – гарантування стабільності функціонування на рівні підсистем та окремих сегментів фінансового ринку і ринку фінансових послуг (нечесна конкуренція, цінові змови та поділ ринку, концентрація (монополізація) ринку тощо);
- макрорівні – макроекономічна нестабільність та загрози з боку інших сфер (галузей) національної економіки (наприклад, дефіцит державного бюджету, інфляція, безробіття, рецесія);
- міжнародному рівні – передусім небезпека імпорту закордонних і світових фінансових криз, залежності банківської системи від однієї країни чи їхніх об'єднань, зниження кредитного рейтингу держави тощо.

Мікрорівень. Грунтовніше з'ясуємо питання безпеки фінансових посередників на прикладі банків як основного суб'єкта фінансового ринку України (банкам належить понад 90 % [482] активів усього фінансового сектору країни), гарантування якої є дуже вагомим ще й тому, що підрив довіри до них призводить до кризових явищ у країні. Як засвідчує світова практика, фінансова безпека кожного банку є запорукою економічної безпеки всієї банківської системи та загалом фінансового простору держави. На підтвердження цих слів можна навести приклад *Lehman Brothers* – четвертого за розміром інвестиційного банку США, з банкрутства якого розпочалась світова фінансова криза 2008 р., або банку *Northern Rock* у Великій Британії та ін.

На думку М. Зубка [140, с. 7], безпека банку – це стан стійкої життєдіяльності, за якого забезпечується реалізація його мети та основних інтересів, захист від внутрішніх і зовнішніх дестабілізаційних чинників незалежно від умов функціонування; властивість своєчасно й адекватно реагувати на всі негативні прояви внутрішнього і зовнішнього середовища; здатність протистояти різним посяганням на власність, діяльність й імідж. Загрозою фінансовій безпеці суб'єкта господарювання (у тому числі фінансового посередника), на думку О. Підхомного [354, с. 120] є потенційні або

реальні дії фізичних або юридичних осіб, що порушують стан захищеності такого суб'єкта і здатні призвести до припинення його діяльності, або до фінансових та інших втрат.

Однак нині нема єдиного підходу до класифікації та оцінки впливу таких чинників (загроз) безпеці банків. Багато науковців і практиків пропонують власні класифікації та методики оцінювання, зокрема, Г. Азаренкова [3], О. Барановський [24], С. Букін [557], М. Єрмошенко [119], В. Сенчагов [613], Н. Цікановська [515, с. 111], В. Шпачук [536] та ін. Найбільш вдалим, на наш погляд, є поділ на загрози зовнішнього середовища (з боку громадян, клієнтів, партнерів, конкурентів, криміналітету, держави – через різні відомчі установи тощо) і загрози внутрішнього середовища (з боку власників, адміністрації, менеджерів підрозділів, спеціалістів, неформальних груп та ін.).

Зміни внутрішнього і зовнішнього середовища діяльності банку зумовлюють появу різноманітних загроз, які, зазвичай, мають фінансово-економічний характер. Ці загрози виникають унаслідок такого: недостатньої адаптації фінансових посередників до постійних змін умов ринку, загальної неплатоспроможності суб'єктів господарювання, зростання злочинності, споживчого менталітету громадян, низького рівня трудової дисципліни і відповідальності персоналу банків, недостатнього правового регулювання діяльності на фінансовому ринку або професійного рівня частини керівного складу чи працівників [239, с. 170]. Такі загрози проявляються через крадіжки та шахрайство з коштами, фальсифікацію фінансових документів і підроблення банкнот, недосконалі технології надання фінансових послуг, пошкодження і поломку обладнання й технічних засобів тощо. Як засвідчила практика окремих банків, що опинились у процедурі ліквідації, значна частина фінансово-економічних загроз реалізована персоналом банків чи за безпосередньої його участі [548].

Зазначимо, що фінансове здоров'я, а відтак і фінансова безпека банків залежать також від економічних нормативів, їхньої обґрунтованості й безумовного дотримання (додаток 55). Наприклад, у ст. 67 Закону України “Про банки і банківську діяльність” [369] наголошено, що метою банківського нагляду є стабільність банківської системи та захист інтересів вкладників і кредиторів банку щодо безпеки зберігання коштів клієнтів на банківських

рахунках. У ході нагляду НБУ має право вимагати від банків та їхніх керівників усунення порушень законодавства, виконання нормативних актів для уникнення або подолання небажаних наслідків, які можуть поставити під загрозу безпеку довірених коштів або завдати шкоди належному веденню банківської діяльності. Невиконання нормативів є індикатором потенційної загрози втрати ліквідності й платоспроможності банку та підставою для НБУ до віднесення фінансової інституції до категорії проблемних установ.

Як бачимо на рис. 6.1 в Україні щорічно не тільки виключають з Державного реєстру (у тому числі у зв'язку з ліквідацією) певну кількість банків, а й відкликають банківську ліцензію, або ж припиняють здійснення окремих банківських операцій (додаток 5б). Особливо відчутні заходи в країні почали запроваджувати лише після світової фінансової кризи 2008–2009 рр. як щодо ліквідації, так і оперативних управлінських рішень, а реальне очищення вітчизняної банківської системи практично здійснюють з 2014 р.

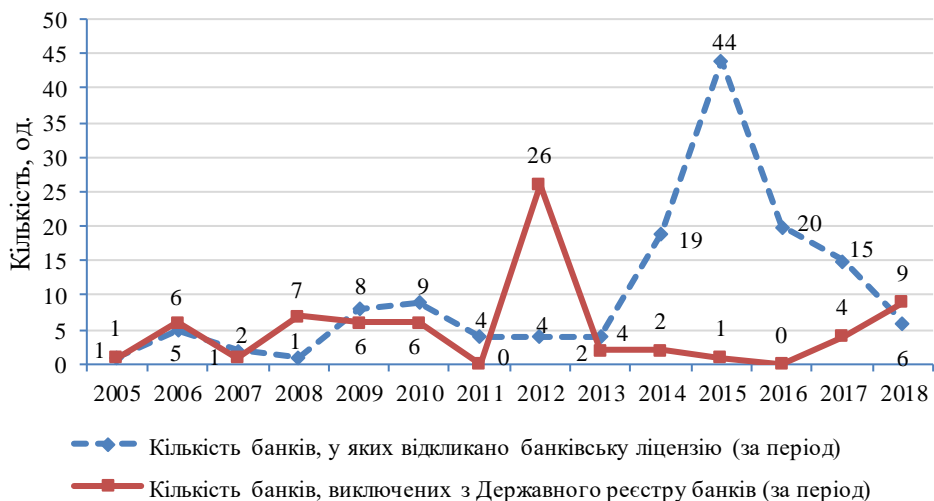


Рис. 6.1. Динаміка очищення вітчизняного фінансового ринку від недобросовісних фінансових посередників (банків)

Джерело: побудовано автором на основі [313].

Проте основними індикаторами нормального стану справ у банку, на думку С. Букіна [557], мають бути не стільки виконання чи невиконання нормативних показників НБУ, скільки відповіді на такі питання: яку

репутацію мають керівники банку; чи можна їм довіряти; чи дотримують вони свого слова; чи сплачують податки; чи не замішані в кримінальних операціях; який їхній послужний професійний список і яка частка їхніх особистих доходів у загальній сумі доходів, що належать персоналу банку за виконувану роботу.

Крім власне нормативів НБУ надійність і фінансову безпеку банку, як зазначають фахівці [298, с. 35], можна визначати й з використанням таких показників: питома вага проблемних кредитів в обсязі чистих активів банку, що свідчить про якість його кредитного портфеля, а також ризикова-ність кредитної політики; співвідношення високоліквідних коштів і поточних пасивів банку, що відображає ступінь його захищеності від ризику від-кликання коштів в один момент усіма клієнтами; співвідношення власних і залучених коштів, що характеризує рівень надійності банку в довготермі-новій перспективі, слугуючи оцінкою його спроможності покрити власними коштами обсяг зобов'язань перед клієнтами; питома вага високоліквідних коштів у обсязі чистих активів банку, значення якої допомагає оцінити середньотерміновий рівень ліквідності; рентабельність чистих активів та ін.

Індикатором також може слугувати показник концентрації кредитних ризиків: співвідношення обсягу чистих кредитів до обсягу депозитів. Наприклад, загалом по вітчизняній банківській системі його значення у 2011 р. становило 1,7, а в Польщі – 1,2; у Чехії – 0,8; у Росії – 0,9; у Туреччині – 1,0. З огляду на це українська банківська система потребувала перебалансування завдяки помірному темпу зростання кредитного порт-феля і випереджувального збільшення портфеля депозитів. Цей показник, на думку фахівців [478], необхідно довести до значення 1,2, що знизить ризику та підвищить довіру до банків. Проте, його значення навпаки зростало до 2014 р. (2,24) і лише відтоді почало повільно зменшуватися (на кінець 2018 р. становило 1,97).

Зазначимо, що нестабільність фінансового стану значної кількості вітчизняних банків є чи не основною загрозою фінансовій безпеці України. Наприклад, у відповідь на погіршення показника адекватності капіталу з ініціативи НБУ наприкінці 2008 р. було ухвалено закон, який дає змогу урядові націоналізувати банки зі статусом “системних”, якщо власники не в змозі або не готові вкладати у відповідні фінансові установи капітал на

достатньому рівні. Для ідентифікації банків, що потребують капіталізації, були проведені стрес-тести [23, с. 34], за результатами яких на капіталізацію та докапіталізацію витрачено 25,8 млрд грн, а частка держави у статутному капіталі “Родовідбанку” досягла 99,99 %, банку “Київ” – 99,94, “Укргазбанку” – 92 % [282]. Однак, вже на початку 2012 р. НБУ, незважаючи на рекомендації Світового банку, відмовився від стрес-тестування банків, аргументуючи це тим, що банківська система має позитивні темпи розвитку [13, с. 67; 303].

Водночас у Комплексній програмі розвитку фінансового сектора України до 2020 року [180, с. 4] НБУ зазначив, що його розвиток упродовж 2009–2014 років мав дискретний та непропорційний характер. Банківська система зростала випереджаючими темпами порівняно з іншими його сегментами, зокрема ринком акцій, ринком корпоративних облігацій, інститутами спільного інвестування. Розвиток небанківського фінансового сектора було ускладнено відсутністю ефективного законодавства, систем регулювання та пруденційного нагляду, що призвело до появи значної кількості кептивних (несамостійних) фінансових установ та “фінансових пірамід”, стримувало розвиток ринку фінансових послуг і призводило до поглиблення кризи недовіри суспільства до фінансового сектора загалом. Рівень цієї недовіри різко зріс у 2014 р. через агресію Росії, яка призвела до економічної кризи, зменшення ділової активності, торговельних дисбалансів і зрештою до девальвації національної грошової одиниці та прискорення інфляції до 30 % річних, що остаточно розбалансувало вітчизняний фінансовий ринок. Ці події призвели до погіршення якості кредитних портфелів банків та значних фінансових втрат, що потребувало додаткового збільшення капіталу для створення відповідних резервів під активні операції і зумовило необхідність очищення банківської системи.

Фактично, в Україні процес очищення розпочався в лютому 2014 р., під час Євромайдану: тоді збанкрутував Брокбізнесбанк. Саме через цю фінустанову виводили за кордон гроші члени уряду Віктора Януковича, які залишили його вкладників ні з чим. Потім через такі ж причини – виведення грошей і активів з країни – збанкрутували ще 16 вітчизняних банків. У червні 2014 р. було оголошено про початок цілеспрямованої чистки банківської системи. У результаті до кінця 2014 року з ринку зникли ще 32

фінустанови, у 2015 р. – 33, а в 2016 р. довелося рятувати (націоналізувати) найбільший банк країни – Приватбанк через випуск державою облігацій, а потребу установи у капіталі оцінили у 148 млрд грн [245].

Мезорівень. Масове недотримання фінансовими посередниками (або лише тими з них, які мають системне значення) параметрів (нормативів) власної фінансової безпеки може призводити до загроз стабільності функціонування окремих сегментів фінансового ринку, у даному випадку банківської системи. Так, згідно зі Звітом НБУ про фінансову стабільність [133, с. 52] у 2014–2016 роках в Україні відбулася системна банківська криза (системною криза стає тоді, коли проблеми окремих банків поширюються на сектор в цілому), яка, фактично, паралізувала кредитний сегмент фінансового ринку. Неплатоспроможними визнано 90 банків, на які разом припадало близько третини активів банківської системи до кризи. Певну частину їхніх втрат пов'язаних з кризою було визнано у 2017 році. Загалом реструктуризація вітчизняної банківської системи призвела до чималих витратків держави, зокрема за такими напрямками:

- націоналізація Приватбанку та його подальша докапіталізація за результатами аудиту в 2016–2017 рр., на яку було витрачено 4,8 % ВВП відповідних років. Це притому, що задля зменшення витрат було конвертовано частину зобов'язань Приватбанку в капітал перед його викупом урядом;
- компенсація фізичним особам вкладів, втрачених у неплатоспроможних банках, у межах гарантованих державою сум. На фінансування Фонду гарантування вкладів фізичних осіб витрачено 4,4 % ВВП відповідних років;
- кредити рефінансування, видані у 2008-2009 та 2014 роках банкам, які згодом визнано неплатоспроможними. Враховуючи низькі надходження від продажу активів ліквідованих фінансових посередників, ці кошти значною мірою втрачено для НБУ, що у підсумку становило 2,5 % ВВП тих років, коли банки виводили з ринку;
- рекапіталізація Ощадбанку та Укрексімбанку у 2014 та 2016–2017 роках за результатами оцінки якості активів і стрес-тестів обійшлася державі у 2,4 % ВВП відповідних років.

Незважаючи на значне зменшення кількості банків рівень концентрації в секторі є помірним та практично не змінився у 2010-х роках. Наприклад,

на кінець 2018 р. на 20 банків припадало 91% чистих активів, а рівень концентрації галузі за показником Герфіндаля-Гіршмана⁷³ становив за загальними активами 1250, чистими активами – 982 та депозитами домогосподарств – 1738 [308, с. 3].

Водночас на думку О. Барановського [24, с. 7], ситуація з науковим дослідженням стану безпеки банківської системи в Україні свідчить про прорахунки концептуального характеру, а саме не має: 1) повноцінної методологічної бази для вирішення окремих завдань захисту банківських установ; 2) науково обґрунтованої концепції та механізму фінансової безпеки цієї системи; 3) систематизованих описів видів і змісту загроз щодо банківських інститутів, ґрунтовної характеристики фінансових регуляторів безпеки й стабільності функціонування банківської системи. Наукові дослідження щодо проблем її безпеки присвячені, здебільшого, організаційним, технічним і правовим аспектам. Проте від чіткого окреслення сутності фінансової безпеки залежить таке: визначення і класифікація загроз, формування сучасної системи гарантування безпеки банківських установ, з'ясування місця і ролі різних суб'єктів у цій системі, обґрунтоване формулювання їхніх завдань і функцій у розвитку національної економіки в сучасних умовах господарювання за гібридних загроз.

Для з'ясування відповідності банківської системи критеріям і стратегії фінансової безпеки держави, на думку В. Сенчагова [613, с. 150], потрібно враховувати взаємопов'язані оцінки: 1) загальної життєздатності системи; 2) ролі центрального банку в банківській системі, його законодавчих функцій і надійності практичного механізму їхньої реалізації; 3) здатності банківської системи до взаємодії як між її окремими суб'єктами, так і з державними та громадськими центрами щодо вироблення довготермінових стратегічних і короткотермінових цілей розвитку економіки.

Сутність безпеки банківської системи, як уважає Р. Гриценко [96, с. 27], – це такий стан, коли її стабільність чи репутацію не можуть підірвати цілеспрямовані дії певної групи осіб, організацій, або фінансова ситуація,

⁷³ Індекс Герфіндаля-Гіршмана (*HHI*) – індикатор концентрації у банківській галузі. Розраховують як суму квадратів часток окремих банків у загальному обсязі. Може набувати значень від 0 до 10 000 (до 1 000 – ринок є слабо концентрованим).

що складається всередині чи зовні банківської системи. Потреба в гарантуванні безпеки банківської системи зумовлена взаємодією інтересів банківських установ та суб'єктів ринкової економіки. За В. Срібним [443, с. 67], її зумовлюють такі основні чинники: 1) економічна стабільність держави та рівень її чутливості до зовнішніх дій інших країн; 2) рівень залежності банківської системи від внутрішніх і зовнішніх джерел фінансування, зокрема, рефінансування і кредитування іноземними банками; 3) рівень концентрації активів банківської системи в інших державах або галузях реального сектора економіки; 4) структура власності в банківській сфері.

У Законі України “Про банки і банківську діяльність” [369] зазначено, що безпека банківської системи залежить від низки умов, створених державою як в економічній, так і в інших сферах, а також від спроможності банків задовольнити потреби національної економіки. До гарантій безпеки банківської системи належать: створення умов для стабільного розвитку й економічного суверенітету держави; запобігання й усунення загроз, умов та інших чинників, здатних дестабілізувати її розвиток; усунення суперечностей між інтересами держави та окремих соціальних груп, суспільства й індивіда.

На думку О. Барановського [29, с. 33], фінансову безпеку й окремих її складових треба розглядати з двох поглядів: фінансових наслідків її (їїньої) діяльності для країни загалом та окремих клієнтів і контрагентів; недопущення й відвернення явних і потенційних загроз фінансовому стану всієї банківської системи країни, НБУ та вітчизняним банкам. Учений вважає [27, с. 5], що кризові явища в банківському сегменті можуть призвести до ймовірного виникнення системного ризику⁷⁴ як у фінансовому секторі, так і в секторі державних фінансів. Проблема захисту від системних ризиків, як цілком справедливо наголошує С. Науменкова [297, с. 61], набуває особливого значення в умовах посилення нестабільності як на національному, так і на глобальному фінансових ринках, що зумовлює необхідність розроблення й запровадження гнучкої та адаптивної макропруденційної

⁷⁴ Системний ризик (*systemic risk*) – 1. Ризик порушення діяльності всієї фінансової системи з потенційними серйозними негативними наслідками для внутрішнього ринку та реального сектору економіки. 2. Ризик дестабілізації у наданні ключових фінансових послуг, що можуть мати серйозні наслідки для реальної економіки [434].

політики. Убезпечення від системних ризиків здійснюється з використанням широкого переліку макропруденційних інструментів, переважна кількість яких призначена для раннього попередження системних загроз. У більшості публікацій на цю тему макропруденційні інструменти розглядають як широкий перелік інструментів, які використовують для попередження виникнення та обмеження поширення системних ризиків. Коректність набору адекватних інструментів захисту від системних ризиків набуває (потребує) особливої актуальності (уваги) в країнах з нестійкими економіками, у тому числі й в Україні.

Макрорівень. Становлення і розвиток фінансового ринку України відбувається в умовах постійної зміни кон'юнктури і непередбачуваності перспектив, що позначається на діяльності фінансових посередників і потребує розроблення відповідних заходів щодо державного гарантування безпеки фінансового простору. Однак вирішення цієї проблеми неможливе лише з використанням суто фінансово-грошового інструментарію, а повинно враховувати, на думку В. Шлемко та І. Білько [535, с. 56], весь комплекс питань, пов'язаних з безпекою національної економіки на макрорівні.

До внутрішніх загроз фінансовій безпеці на макрорівні Н. Ухналь [483, с. 112–114] віднесла такі: дефіцит державного бюджету, надмірне боргове навантаження відносно ВВП, поглиблення технологічної відсталості національної економіки (сировинна структура експорту, зношення основних фондів), деформація банківської системи (втрата фінансової стійкості банками, яка зумовлена непрозорістю структури власності, недостатньою капіталізацією, порушенням законодавства, зростанням протермінованої заборгованості), криміналізація фінансової сфери (виведення капіталу за кордон, ухилення від сплати податків, відмивання доходів).

Вважаємо, що головними загрозами для фінансової безпеки на макрорівні є інфляція, безробіття та дефіцит державного бюджету. Основним наслідком інфляції для фінансового ринку є зростання рівня доларизації та номінальних процентних ставок і набуття реальними ставками інколи від'ємного значення, тобто формування збитків у фінансових посередників. Зростання рівня безробіття призводить з одного боку до вилучення домогосподарствами депозитів для фінансування поточних потреб та втра-ти позичальниками платоспроможності, а з іншого – до збільшення видатків

уряду по соціальних статтях і відповідно зростання дефіциту державного бюджету. Зазвичай, зростання дефіциту бюджету (особливо перед виборами), переважно призводить до інфляції, оскільки фактично є лише три способи його фінансування – збільшення податків (в Україні недоцільне тому, що середня податкова ставка, фактично, дорівнює оптимальній); позики (вітчизняний фінансовий ринок не має змоги повністю забезпечити потреби уряду і процентна ставка на ньому є доволі високою, а міжнародний фінансовий ринок після реструктуризації боргів у 2014 р. є недоступним, окрім того позики у міжнародних фінансових організацій потребують тривалого переговорного процесу й узгодження економічної політики та проведення реформ); емісія – держава випускає додаткову кількість грошей, але цей метод збалансування бюджету завжди спричиняє зростання рівня інфляції.

Як показує іноземна та вітчизняна практика, дефіцит державного бюджету і невважена боргова політика уряду можуть призвести до значної зміни курсу національної грошової одиниці і відповідно до проблем для банківської системи та фінансового ринку загалом. Серед інших макроекономічних загроз виділимо такі: доларизацію, що ускладнює проведення та зменшує ефективність або дієвість монетарної політики; вивезення за кордон українського капіталу; низький рівень доходів переважної частини громадян та довіри до фінансових посередників; недостатню ефективність системи гарантування вкладів; високу частку готівкового обігу порівняно з сусідніми країнами ЄС (частка M_0 у M_3 в 2018 р. становила 28,46 %) та ін.

Міжнародний рівень. За умов глобалізації та інтеграції фінансових ринків помітно активізувалася зовнішньоекономічна діяльність фінансових посередників передусім банків, широких масштабів набуло проникнення іноземного капіталу в національні фінансові простори як розвинених країн, так і тих, що розвиваються. Лібералізація доступу іноземного капіталу поставила перед національними органами фінансового нагляду й регулювання низку серйозних запитань, потребувала зусиль з координації їхніх дій, часткового перегляду національного законодавства.

Відомо, що іноземний капітал може як відігравати роль рушійної сили розвитку національної економіки, так і спричиняти певні кризові явища. Якщо загрози економічній безпеці країни переважно пов'язані з дією

внутрішніх чинників, то, на думку В. Срібного [443, с. 68], фінансова безпека, здебільшого, зумовлена зовнішніми причинами. Наприклад, залежність від зовнішніх джерел фінансування формує особливу політику держави щодо їхнього залучення, потребує створення високоефективних технологій управління пасивами й активами фінансових посередників, застосування інструментів підтримки на необхідному рівні показників ліквідності, платоспроможності та інших [548]. Фінансова безпека банку може опинитися під загрозою через неправомірні чи помилкові дії філій, які використовують для укладання угод ім'я материнської компанії [24, с. 20]. Становити загрозу може й погіршення політичних і торговельних відносин з основними країнами-партнерами, що неминуче відобразиться на торговому балансі держави і надходженні валюти, тобто вплине на валютну безпеку. На неї також впливають кон'юнктура на світових товарних ринках, яка визначає динаміку експорту вітчизняних товарів (металургії, хімічної та сільськогосподарської продукції) та імпорту (енергоносіїв), обсяг міжнародного кредитування, величина міжнародних резервів тощо.

Зазначимо, що на сучасному етапі основними загрозами для фінансового ринку на міжнародному рівні є зростання присутності кількості іноземних фінансових посередників, зокрема банків, збільшення їхньої частки в активах банківської системи та локальні й глобальні фінансово-економічні кризи, причинами яких можуть бути недостатній нагляд за фінансовими посередниками, або навпаки надмірне втручання уряду та інші. Проте аналіз світового досвіду діяльності іноземних банків на національних фінансових ринках не дав однозначного результату. По-перше, залежно від глибини проникнення іноземного капіталу в структуру банківської системи можна виділити три групи країн: 1) у яких майже немає іноземних банків і частка нерезидентів не перевищує 10 %; здебільшого, це розвинені країни, а також Китай, Індія, Корея; 2) у яких практично всі банки перебувають під повним іноземним контролем: Непал, Бахрейн, Йорданія, Нова Зеландія, Словаччина, Чехія, Естонія; 3) у яких рівень присутності іноземних банків перебуває в межах від 15 до 80 % активів банківської системи; це держави Центрально-східної Європи (ЦСЄ), у тому числі Україна. По-друге, країни відрізняються за походженням основної частини іноземного капіталу; наприклад, у Словаччині 30 % активів банківської системи –

із Люксембургу, у Чехії – 33% з Австрії та 17% з Франції, в Естонії – 80 % зі Швеції [147; 461, с. 67].

Досвід Китаю, Індії та Південної Кореї доводить, що за умов належного контролю і регулювання присутності іноземного банківського капіталу можна досягти поліпшення структури та безпеки фінансового простору. Під час глобальної фінансової кризи 2008–2009 рр. не зазнали відчутного її впливу Словаччина та Естонія, де іноземний капітал майже повністю контролює банківську систему [147]. Водночас практика багатьох інших держав ЦСЄ показує, що така присутність має як позитивні, так і негативні наслідки. У більшості держав ЦСЄ інтеграція фінансових ринків у глобальний фінансовий простір активізувалася на початку 1990-х років, і сьогодні переважну частину (від 60 до понад 90 %) їхніх активів контролюють транснаціональні банки. Натомість Росія та Білорусь дотримуються ізоляційного режиму щодо допуску іноземного капіталу [314].

Порівняльний аналіз рівня й темпів експансії іноземного банківського капіталу в країнах ЦСЄ засвідчив, що в більшості держав вони значно вищі, ніж в Україні. Найактивніше зростання іноземного капіталу у вітчизняній банківській системі відбувалось упродовж 2005–2007 рр. (див. п. 5.2) – кількість банків з іноземним капіталом за цей період збільшилась у 2,5 рази. На кінець 2018 р. в Україні є 21 банків з іноземним капіталом, їхня частка у статутному капіталі банків становить 28,1 %, а в загальних і чистих активах – відповідно 28,5 та 30,4 % (див. додаток 49). Лише в 2017–2018 рр. значення цих показників зменшилося до задовільного рівня (30%), який не становить загрози вітчизняному фінансовому ринку згідно з Методичними рекомендаціями щодо розрахунку рівня економічної безпеки України [270].

В Україні свого часу велася дискусія щодо введення обмежень на присутність іноземного капіталу у вітчизняній банківській системі після досягнення порогового значення у 2007 р. Однак жодних обмежень не було запроваджено, оскільки вже наступного року іноземні банки почали виходити з вітчизняного фінансового ринку у зв'язку з настанням світової кризи [239, с. 172]. Попри те, їх частка у статутному капіталі банків до 2018 р. перевищувала порогове значення.

Зазначимо, що більшість вітчизняних вчених не підтримує введення обмежень. На думку І. Шкури [533, с. 17], якщо таких заходів буде вжито,

то це унеможливить не тільки прихід нових інвесторів, а й подальший розвиток присутніх на фінансовому ринку іноземних банків. Запровадження лімітів на іноземний капітал у банківському секторі за обмеженості внутрішніх джерел фінансування зменшить перспективи зростання національної економіки. Таких же поглядів дотримується О. Сугоняк [462], який зазначає, що відмова від іноземних інвестицій у банківський сектор не принесе користі державі. Водночас фахівець стверджує, що марно говорити про власну стратегію розвитку банківської системи, коли 70–80 % її опиниться в руках іноземного капіталу.

Загальновідомо, що зі зростанням присутності іноземного капіталу в банківській системі регулятивна роль центрального банку зменшується і знижується ефективність заходів та інструментів грошово-кредитної й валютної політики, а відповідно, і вплив держави на макроекономічні процеси. Тому не дивно, що ще до вступу в ЄС і запровадження євро деякі країни, у яких банки опинились під контролем іноземного капіталу, взагалі відмовилися від проведення суверенної грошово-кредитної політики і запровадили системи монетарного устрою “*currency board*” (Естонія, Литва, Болгарія) [462]. Без послідовної стратегії розвитку банківської системи, без чіткого бачення її моделі й визначення механізмів взаємодії з іноземним капіталом та іншими складовими національної економіки неможливо забезпечити динамічний розвиток країни та гарантувати її фінансову безпеку.

Наголосимо, що оцінка діяльності банків з іноземним капіталом в Україні свідчить про їхній переважно позитивний вплив, на розвиток галузі. Однак з огляду на значну частку іноземного капіталу існують й окремі загрози та виклики економічній безпеці у цій сфері. Зокрема, монополізація іноземним капіталом банківського сектора економіки може призвести до зростання політичної залежності України. Наприклад, за 2005–2011 рр. частка російських банків в активах вітчизняної банківської системи зростає з 1,5 до 12 % [190]. Крім того, за результатами дослідження Світового банку, проведеного в 2007 р., іноземні банки не докладають особливих зусиль щодо впровадження нових продуктів і послуг, не прагнуть встановлювати нижчі процентні ставки за кредитами порівняно з місцевими банками.

Отже, для розвитку національної економіки чинна модель присутності іноземного капіталу в банківському і загалом фінансовому секторі потре-

бує суттєвої корекції, системного бачення та нових підходів до регулювання з метою використання його потенціалу. Саме від державної політики в цій галузі залежить можливість використання переваг і нівелювання вірогідних загроз. Цілком очевидно, що Україні потрібна стратегія державного регулювання присутності іноземного капіталу в банківській системі та її орієнтація на сприяння втіленню національних пріоритетів розвитку. Невід'ємною складовою цього процесу є створення умов для добросовісної конкуренції на українському фінансовому ринку та зміцнення конкурентоспроможності фінансових посередників з вітчизняним капіталом.

Зрозуміло, що протистояти процесам глобалізації та інтеграції у фінансовій сфері неможливо, проте можна й потрібно протидіяти впливу негативних чинників, притаманних цим процесам [251, с. 240]. Необхідно адаптивно регулювати та спрямовувати діяльність іноземних фінансових посередників у тих напрямках, які відповідають інтересам розвитку національної економіки України, забезпечують стабільність функціонування вітчизняного фінансового простору. На нашу думку, в умовах сьогодення наведених у Методичних рекомендаціях щодо розрахунку рівня економічної безпеки України [270] основних показників безпеки фінансового простору (див. додаток 53) недостатньо, щоб визначати її рівень для ухвалення ефективних управлінських рішень щодо аналізу, відвернення й нейтралізації реальних і потенційних загроз національним інтересам України та вітчизняним фінансовим інституціям в цій сфері.

Для гарантування фінансової безпеки вважаємо за необхідне доповнити їх низкою розглянутих вище показників, що дасть змогу на постійній основі здійснювати діагностичні і превентивні дії, спрямовані на підтримку її належного рівня. Потрібно змінити підходи під час аналізу та прогнозування за допомогою цієї системи показників (додаток 57) для своєчасного виявлення наявних і потенційних загроз. Зокрема щоквартально проводити моніторинг тенденцій їхнього розвитку з метою вжиття необхідних заходів.

Важливим під час оцінювання рівня безпеки і стану розвитку фінансового сектору, а також його реакції на дію зовнішніх і внутрішніх чинників (загроз) є використання математичного інструментарію для кількісного відображення логічних і реальних економічних зв'язків та їхнього аналізу в динаміці. Застосування цього інструментарію для оцінювання

сильних і слабких сторін на рівні фінансового сектору називають макропруденційним аналізом, а на рівні окремих фінансових інституцій – мікропруденційним. Мікропруденційні індикатори відображають поточний стан фінансових інституцій, а агреговані макроекономічні показники – зміни, що впливають на фінансовий ринок. Тому на особливу увагу заслуговують способи агрегування цих даних. Сьогодні найчастіше використовують підхід “*CAMELSO*” (удосконалена система *CAMELS*), який передбачає агрегування шести груп показників, що відображають поточний стан фінансових інституцій [787, с. 4–5], а також враховують ринкові показники, які агрегують на підставі цін або доходності фінансових інструментів, та кредитні рейтинги фінансових інституцій [705, с. 14].

Для аналізу впливу зовнішніх чинників на стан фінансового сектору також застосовують стрес-тестування і сценарний аналіз, які передбачають використання математичного інструментарію для оцінки його стабільності [705, с. 3–4]. Технологію стрес-тестування визнано найефективнішою у спільній міжнародній програмі оцінки фінансового сектора (*Financial Sector Assessment Program (FSAP)*), яку проводять як на мікро-, так і на макрорівнях [678, с. 23]. Її застосовує більшість фінансових установ у західних країнах як важливий компонент систем відстеження й оцінки ризиків. Базельський комітет з банківського нагляду рекомендує використання стрес-тестування фінансових установ ще з 1996 р. Це тестування чітко відображає ймовірність потенційних дисбалансів та обов’язково має бути прив’язане до особливостей окремої фінансової системи. Стрес-тестування ризиків та макропруденційні індикатори досить часто практикують разом для аналізу фінансової стійкості економіки країни. НБУ вперше провів стрес-тестування банків у 2008 р., а Методичні рекомендації щодо порядку проведення стрес-тестування в банках України схвалено у 2009 р., у яких стрес-тестування визначено як “метод кількісної оцінки ризику, який полягає у визначенні величини неузгодженої позиції, яка наражає банк на ризик, та у визначенні шокової величини зміни зовнішнього фактора – валютного курсу, процентної ставки тощо. Поєднання цих величин дає уявлення про те, яку суму збитків чи доходів отримає банк, якщо події розвиватимуться за закладеними припущеннями” [384].

Стрес-тестування різних видів ризику на макрорівні здійснюють за двома підходами: 1) “знизу-вверх” полягає у проведенні стрес-тестування

окремих видів ризику кожним банком самостійно на заданих сценарних умовах, а отримані результати надсилають до центрального банку країни; 2) “зверху-вниз” – наглядовий орган самостійно проводить стрес-тестування за власною методикою на основі агрегованих даних по банках країни, що дає змогу нівелювати проблему зіставлення методологій, які використовують різні банки [13, с. 66].

Наголосимо, що, застосування різноманітних економіко-математичних моделей дає змогу кількісно оцінити причинно-наслідкові зв'язки складних соціально-економічних систем, зокрема фінансової. Найпоширенішими є *VAR*-моделі (мультиваріативні динамічні економетричні моделі, які відображають лінійні взаємозв'язки між кількома часовими рядами та дають змогу описати взаємний вплив економічних і фінансових показників [826, с. 37]). Розрізняють дві їхні форми: *RVAR* (*Reduced form VAR*) та *SVAR* (*Structural VAR*). Моделі *RVAR/SVAR* є відображенням взаємозв'язку між авторегресійними процесами для випадку багатьох змінних. У структурній формі (*SVAR*) ці моделі здатні узагальнювати передавання диспропорцій у часі між окремими показниками, секторами економіки тощо. Наприклад, Банк Англії використовує *VAR*-модель, що дає змогу аналізувати ефекти структурних змін та отримувати короткотермінові прогнози, а Національний банк України використовує гібридну динамічно-стохастичну модель і структурну *VAR* (*ECM*) для аналізу ефективності грошово-кредитної політики [825]. На підставі аналізу індикаторів фінансової стабільності 100 країн за допомогою цієї моделі М. Чіхак та К. Шаек (*M. Cihak and K. Schaeck* [679, с. 131]) довели, що такі індикатори, як рентабельність власного капіталу банків та фінансовий леверидж небанківських корпоративних інституцій, є статистично вагомими у виявленні системних проблем фінансового сектора.

Порівняльний аналіз технологій оцінювання стану фінансового сектора засвідчив: незважаючи на значний розвиток економіко-математичного інструментарію, у більшості класичних моделей враховано лише вплив окремих чинників на показники діяльності фінансових інституцій і нівельовано взаємозв'язки між факторами й ефективністю [172, с. 75]. Тому оцінювання рівня безпеки й ефективності стратегії розвитку фінансового сектора доцільно проводити на засадах збалансованої системи показників.

Звернемо увагу й на той факт, що показники безпеки та ефективності роботи фінансових посередників і темпи їхнього розвитку

визначально залежать від швидкості відновлення реального сектора економіки, а його фінансові можливості – від кредитування. Ці чинники нині зумовлюють необхідність використання системно-структурного підходу, що передбачає комплексне вирішення взаємопов’язаних проблем фінансового і реального секторів національної економіки диференційованим застосуванням інструментів економічної політики держави [32]. В Україні дискусії щодо засад організації безпеки фінансового сектора поживалися після агресії та гібридної війни з боку Росії й підписання угоди про асоціацію з ЄС. На наш погляд, заходи з її реалізації доцільно спрямовувати на послаблення дії низки загроз. Зокрема, доцільно на:

➤ мікро- та мезорівні:

- ✓ продовжити поступово підвищувати вимоги до мінімального капіталу (нормативу Н1), оскільки порівняно з іншими країнами українська банківська система має дуже низький рівень капіталізації;
- ✓ забезпечити уніфікацію показників фінансової безпеки та методологію їхнього обчислення відповідно до міжнародних стандартів. Наприклад, у разі визначення проблемних кредитів МВФ також враховує “субстандартні” кредити на додаток до “сумнівних” і “безнадійних” НБУ. Зокрема, на інтернет-сторінці МВФ цей показник у березні 2010 р. становив 41,6 %, а в НБУ – лише близько 10 % [23, с. 19]. З огляду на це, вітчизняна офіційна статистика проблемних кредитів не піддається міжнародному порівнянню, а НБУ не вистачає важливого інструмента для відстеження якості кредитного портфеля банків, і він, фактично, приховує проблеми безпеки банківської системи країни [239, с. 174];
- ✓ створити спеціалізовану фінансову інституцію, яка акумулюватиме проблемні активи (непрацюючі кредити) банків на основі принципів, запроваджених у країнах ЄС щодо протидії банківським кризам;
- ✓ ретельніше контролювати якість активів у портфелях банків, запровадити в банках єдину систему управління ризиками відповідно до сучасних стандартів, яка міститиме макро- і мікропруденційний нагляд з посиленням ролі НБУ;
- ✓ підвищити ефективність діяльності та фінансову стійкість банків, поліпшивши якість корпоративного управління, у тому числі досягнення більшої прозорості, модернізація ризик-менеджменту, вдосконалення відносин органів управління банків, акціонерів і зацікавлених осіб;

- ✓ удосконалити норми пруденційного нагляду за позабалансовою діяльністю банків, зокрема, інвестиційною та посередницькою діяльністю з цінними паперами;
- ✓ наблизити діяльність вітчизняних банків до міжнародних стандартів, зокрема, сучасних вимог Базельського комітету та директив ЄС, а також запровадити перевірені світовою практикою підходи до банківського регулювання і нагляду та внести відповідні зміни в регуляторні акти НБУ;
- ✓ гарантувати вільний доступ до публічної інформації про фінансовий стан, власників і структуру управління банків;
- ✓ посилити законодавчий захист прав кредиторів. Причому, як стверджує МВФ [269], проблема полягає не стільки в недосконалості вітчизняного законодавства, скільки в його невиконанні;
- ✓ знизити доларизацію банківської системи за допомогою поглиблення диференціації нормативів обов'язкового резервування;
- ✓ поліпшити державне регулювання та прозорість діяльності аудиторів і рейтингових агентств;
- ✓ активізувати спрямування діяльності державних банків на реалізацію стратегії економічного розвитку країни (фінансування національно важливих проектів на конкурентних засадах);
- макро- та мегарівні:
 - ✓ забезпечити самостійність НБУ в нагляді за банківською системою та в монетарній політиці;
 - ✓ стимулювати розвиток інших сегментів фінансового ринку для розширення можливостей залучення коштів за допомогою нових фінансових інструментів;
 - ✓ послідовно зменшувати масштаби перенесення ризиків нефінансового сектора національної економіки на фінансовий, тобто подолати негативні тенденції в реальному секторі країни, що поліпшить платоспроможність основних клієнтів і партнерів банків та інших фінансових посередників;
 - ✓ підтримувати низькі темпи інфляції та гнучке керування валютним курсом;
 - ✓ переорієнтувати монетарну політику НБУ з підтримання номінальної стабільності на стимулювання економічного зростання [32]. З

цією метою поступово знижувати (зважаючи на макроекономічну ситуацію в країні) облікову ставку та розмір коштів банків на окремому рахунку в НБУ від суми обов'язкових резервів, що сприятиме зниженню процентних ставок і збільшенню кредитування реального сектора національної економіки;

- ✓ створити сприятливе макроекономічне інвестиційне середовище, що підвищить міжнародні рейтинги України;

Отже, забезпечення захисту фінансового простору від загроз є одним із пріоритетних напрямів діяльності держави, що законодавчо визначено та закріплено у відповідних документах у сфері національної безпеки, планування і вжиття конкретних заходів з протидії загрозам національним інтересам України і нейтралізації цих небезпек. Як впливає з нагальних потреб гарантування всебічної безпеки, першочерговим завданням є формування та розвиток комплексної системи стратегічного моніторингу стану фінансового сектора за міжнародними, зокрема європейськими стандартами. Від адекватної оцінки сучасного рівня фінансової безпеки багато в чому залежить повнота, своєчасність і результативність управлінських заходів із ліквідації, попередження й запобігання наявним та потенційним загрозам у фінансовому секторі, а відтак – і національній економіці України.

Безумовно, за роки незалежності в Україні реалізовано низку практичних заходів з підвищення рівня безпеки банківської системи, який, на жаль, в умовах глобалізації та інтеграційних процесів постійно потребує посилення відповідно об'єктивним вимогам часу. Сьогодні головним суб'єктом забезпечення захисту фінансового сектора є держава. Отже, забезпечення фінансової безпеки України загалом – складна і багатогранна проблема, якій треба приділяти постійну увагу, і на сучасному етапі є нагальна потреба розроблення єдиної цілісної концепції безпеки та захисту від екстремальних процесів, яка насамперед буде спрямована на піднесення рівня довіри населення до фінансових посередників і розвиток національної економіки.

6.2. Пріоритетні напрями та проблемні аспекти інтеграції вітчизняного фінансового ринку в глобальний фінансовий простір

Сучасний розвиток світових ринків, у тому числі фінансових, вирізняється поширенням процесів глобалізації та інтеграції. Фінансова глобалізація зумовлена такими явищами: технічний прогрес, зокрема розвиток інформаційних технологій та віртуалізація фінансових операцій, що дає змогу здійснювати міжнародні фінансові угоди в режимі реального часу й значно зменшити витрати на транспорт і комунікацію; посилення транснаціонального характеру діяльності бізнесу; лібералізація міжнародного переміщення фінансового капіталу; макроекономічна стабілізація й реформи в низці країн, що розвиваються, які створили сприятливе середовище для іноземних власників тимчасово вільних грошових коштів; розвиток процесів сек'юритизації активів і поява нових фінансових інструментів; формування єдиного фінансового простору в регіональних інтеграційних об'єднаннях (утворення спільних наднаціональних фінансових інституцій, уніфікація законодавства, стандартів тощо) [217]. У підсумку на світовому фінансовому ринку зростає конкуренція: з одного боку, між різними фінансовими посередниками, а з іншого, – між самими національними фінансовими ринками, що призвело до активізації процесів злиття й поглинання та появи транснаціональних фінансових установ.

Україна обрала чіткий курс на євроінтеграцію та взяла на себе зобов'язання законодавчо, регулятивно й адміністративно реформувати власну економіку за принципами та правилами Євросоюзу. Фінансовий ринок відіграє важливу роль в економіці країн ЄС, тому реформування вітчизняного фінансового простору матиме значний вплив на динаміку інтеграційних процесів до європейських структур. У цьому контексті дослідження впливу Угоди про асоціацію між Україною та Європейським Союзом, а також директив ЄС на вітчизняний фінансовий ринок є актуальним і необхідним для його реформування в оптимальний спосіб. Наприклад, характерні риси сучасного європейського та світового фінансового ринку такі: 1) наявність інституту взаємного визнання учасників (фінансових посередників, інвесторів) ринку в країнах, що приєднуються до директив ЄС; 2) відкритий

характер правових норм, тобто можливість детального формування правил і вимог на рівні національного законодавства; 3) порівняно високий рівень інтеграції фінансових інститутів країн ЄС, розвиток відносин між ними та на рівні наднаціональних утворень у рамках Євросоюзу; 4) формування новітніх, максимально універсальних рішень і механізмів правового регулювання усіх сегментів фінансового ринку; 5) високий рівень розвитку компенсаційних механізмів (підвалини закладають на рівні директив; конкретні рішення (фонди) формують на рівні країн-членів); 6) вільний режим переміщення фінансового капіталу у межах ЄС [123].

Перспективи розвитку вітчизняного фінансового ринку й аналіз особливостей процесів євроінтеграції та фінансової глобалізації дає змогу виділити найбільш пріоритетні, стратегічні напрями його інтеграції в світовий фінансовий простір, які розглянемо нижче.

Посилення захисту акціонерів та інвесторів є вкрай важливим з огляду на доволі часте використання вітчизняними компаніями таких двох джерел надходження коштів – кредиторів та акціонерів. Саме це передбачене ст. 387 Угоди про асоціацію між Україною і ЄС [475].

Надзвичайно важливим для сучасного етапу розвитку фінансового ринку України є питання захисту прав акціонерів у разі злиття, поглинання та реорганізації акціонерних товариств. На практиці поняття “поглинання” застосовують до випадків придбання великого пакета акцій [317, с. 60]. Норми щодо придбання великого пакета акцій передбачені законодавством, однак цього недостатньо для того, щоб забезпечити отримання акціонерами ринкової вартості їхніх вкладень в акції товариств, які є об’єктом придбання. У законодавчій і нормативно-правовій базі необхідно передбачити положення про таке: уточнення кола акціонерних товариств, на які повинні поширюватися правила про поглинання; визначення чітких вимог до документів, що містять пропозицію про придбання; порядку здійснення пропозиції та термінів її прийняття; обумовлення обов’язків ради директорів під час поглинання; порядку зміни і відкликання пропозиції; регулювання способів захисту від поглинання, зокрема, визначення переліку питань, рішення за якими в процесі поглинання можуть бути ухвалені тільки загальними зборами акціонерів (наприклад, придбання товариством розміщених акцій, розміщення додаткових акцій тощо); можливості подання

конкурентної пропозиції про придбання після оприлюднення публічної пропозиції, у тому числі “обов’язкової пропозиції”. З огляду на це потрібне також внесення змін у законодавство в частині визначення правил щодо розкриття інформації в процесі поглинання, а також у Кодекс про адміністративні правопорушення для введення адміністративної відповідальності за порушення процедури поглинання.

Згідно з принципами Організації економічного співробітництва та розвитку, важливим показником, який визначає ступінь захисту прав акціонерів, є наявність ефективних засобів правового захисту від порушень, що не потребують значних витрат коштів і часу. Довіра дрібних акціонерів зростає, якщо правова система передбачає механізми, які дають змогу їм звертатися до суду, коли вони мають вагомі підстави вважати, що їхні права було порушено [311].

Одним зі способів захисту прав акціонерів є відповідні норми статуту та внутрішніх положень товариства, особливо в тих країнах, де простежується слабкий захист прав акціонерів на законодавчому рівні. З метою залучення інвестицій деякі з українських акціонерних товариств уже почали вносити такі зміни до установчих документів. До статуту АТ можна внести, наприклад, рівне переважне право для власників простих акцій, прийняття загальними зборами рішень про укладання значних угод, а також угод, у яких члени правління та спостережної ради АТ мають особистий інтерес (угоди, в укладанні яких є особиста зацікавленість). Ці заходи зменшили б побоювання інвесторів і кредиторів щодо розмивання часток акціонерів, вилучення активів та інших порушень.

Крім того, організатори торгівлі можуть вимагати від акціонерних товариств включення до внутрішніх документів положень про захист прав акціонерів як умову внесення таких товариств до лістингу. Отже, інвестори відразу, без додаткового аналізу, знатимуть, що внутрішні документи товариств, акції яких пройшли процедуру лістингу на фондовій біржі або торговельно-інформаційній системі (принаймні найвищого котирувального рівня), надають необхідний захист прав акціонерів. Ці товариства, відповідно, матимуть більші можливості щодо залучення коштів на фінансовому ринку.

Для успішної реалізації євроінтеграційних прагнень України важливим є підвищення ролі державних регуляторів і саморегулювальних

організацій фінансового ринку в захисті прав акціонерів та кредиторів. Доцільно, щоб такі організації мали право звертатися до суду для захисту прав та інтересів акціонерів, особливо дрібних. Водночас потрібно усунути перешкоди для їхнього звернення, звільнивши від сплати державного мита за судовими позовами та надавши пріоритет розглядові таких справ. Доречним також буде поширення практики врегулювання правових конфліктів за допомогою медіаторів, третейських судів та фінансового омбудсмена, до функцій якого належатиме альтернативне (позасудове) вирішення суперечок між фінансовими установами та їхніми клієнтами.

До інших заходів захисту прав акціонерів (інвесторів) належать такі: забезпечення керівництвом АТ умов для підвищення рівня захисту прав акціонерів завдяки належній та повсякчасній увазі до їхніх інтересів; забезпечення фінансової прозорості та відкритості АТ; розроблення/придбання сучасних програм для ефективної роботи менеджменту АТ та систем контролю й аналізу якості роботи персоналу; підвищення рівня корпоративної культури як керівництва АТ, так і акціонерів; навчання членів наглядових рад і правлінь АТ; поширення найліпшої практики корпоративного управління.

Отже, в Україні необхідно забезпечити ефективну систему захисту законних інтересів акціонерів та кредиторів підвищенням інформаційної прозорості ринку, гарантованим виконанням укладених угод, удосконаленням обліку прав власності щодо цінних паперів та запровадженням компенсаційних механізмів відповідно до вимог законодавства ЄС.

Забезпечення вільного переміщення фінансового капіталу. Відповідно до глави 7 ст. 145 Угоди про асоціацію з ЄС [475], Україна взяла на себе зобов'язання вживати заходи щодо забезпечення вільного руху капіталу (по рахунку операцій з капіталом і фінансовому рахунку платіжного балансу) між країнами, які є сторонами цієї Угоди. Базовим правовим актом ЄС, який визначає правила його забезпечення, є Директива Ради ЄС 88/361/ЄЕС від 24 червня 1988 р. [540].

В Україні останніми роками розпочато впровадження правил ЄС щодо вільного переміщення капіталу, лібералізоване валютне законодавство, триває поступове скасування/послаблення постійних і тимчасових валютних

обмежень, регулярно відбувається перегляд процедур щодо проведення валютних операцій у бік оптимізації та спрощення (дебюрократизації);

НБУ затвердив і оприлюднив усі нормативно-правові акти, які є основою для нової ліберальної системи валютного регулювання, передбаченої Законом України “Про валюту і валютні операції” [370]. Нова система складається з восьми основних постанов Правління Національного банку, які замінили попередню базу з 56 нормативно-правових актів у сфері валютного регулювання, що стосуються умов і порядку торгівлі валютою і банківськими металами, їхнього переміщення, а також контролю за цими процесами. Норми цих документів спрямовані на дерегуляцію інвестицій, спрощення проведення транскордонних операцій з валютними цінностями і розширення переліку доступних валютних операцій [300].

У межах нової системи валютного регулювання НБУ також виконує перехід від тотального валютного контролю за кожною операцією до валютного нагляду, побудованого за принципом “більше ризиків – більше уваги, менше ризиків – менше уваги”. Банки зможуть послабити нагляд за більшістю операцій бізнесу, які не матимуть ознак сумнівних операцій (незбіжність обсягів операцій з обсягами звичайної ділової активності, невідповідність суті операції змісту діяльності клієнта, використання в розрахунках компаній-оболонок тощо).

Нова система валютного регулювання залишає НБУ право запроваджувати заходи захисту у сфері валютних операцій у разі виникнення обставин, що загрожують стабільності фінансового простору. Зокрема, це може бути регулювання обов’язкового продажу частини валютних надходжень і граничних термінів розрахунків за операціями експорту–імпорту, запровадження лімітів на здійснення окремих валютних операцій, визначення правил виконання операцій, пов’язаних з переміщенням капіталу. Ці норми мають лише превентивний характер – уведення нових обмежень на валютному ринку з 7 лютого 2019 р. не передбачене. Метою Національного банку, як і раніше, є поступове зняття всіх валютних обмежень і перехід до режиму вільного руху капіталу.

Водночас, на думку О. Сльозко [436], за такого режиму існує ризик того, що афілійовані компанії одна одній надаватимуть кредити або ж купуватимуть цінні папери для оптимізації та ухилення від оподаткування.

На рівні держави транснаціональні компанії за відповідних умов можуть синхронно вивести велику кількість коштів одночасно, що призведе до значного падіння вітчизняних валютного, фондового й кредитного ринків. Для запобігання таким діям необхідно запровадити системний, всеохопний моніторинг грошових потоків.

На нашу думку, важливою метою органів регулювання, передусім НБУ, є визначення балансу між забезпеченням динамічного розвитку вітчизняних фінансових посередників (з певними елементами протекціонізму й допомоги) і виконанням завдань щодо захисту інтересів кредиторів та емітентів. Цього можна досягнути завдяки впровадженню низки заходів, а саме: поступового зниження і скасування вимог з обов'язкового продажу валютного виторгу; зниження та/або скасування ліміту на репатріацію дивідендів; скасування заборони на купівлю іноземної валюти за кредитні кошти; поетапне скасування всіх обмежень на проведення форвардних операцій та операцій з валютними свопами; скасування обмежень щодо репатріації коштів від продажу облігацій і нелістингових цінних паперів; підвищення і подальше скасування ліміту на інвестиції юридичних (з 7 лютого 2019 р. – 2 млн євро/рік) та фізичних осіб (з 7 лютого – 50 тис. євро/рік) за кордон; відкриття доступу небанківських фінансових установ на валютний міжбанківський ринок та надання їм дозволу на продаж валюти в режимі он-лайн.

В Україні необхідно розробити, затвердити та проводити активну реалізацію концепції валютної лібералізації, що передбачатиме поетапне скасування тимчасових і постійних валютних обмежень (з прив'язкою до макроекономічних передумов), та дорожню карту її імплементації, яка міститиме таке: лібералізацію умов здійснення операцій за всіма рахунками платіжного балансу – поточним, капіталу та фінансовим, зокрема, передусім, прямих іноземних інвестицій, портфельного інвестування та кредитних операцій юридичних осіб; розвиток валютного ринку, удосконалення його інструментарію та збільшення ліквідності; лібералізацію вкладення капіталу за кордон та розміщення резидентами (юридичними та фізичними особами) валютних цінностей на рахунках за межами України; оптимізацію режимів рахунків нерезидентів в Україні.

Отже, Україні варто поступово лібералізувати переміщення вітчизняного капіталу, враховуючи вплив об'єктивних передумов для таких змін у

національній економіці. Держава має послідовно й наполегливо відстоювати власну позицію, спираючись на чинні міжнародні стандарти та фахові оцінки реалізації різних варіантів співробітництва з ЄС. А стосовно розвитку фінансового ринку, то зняття всіх наявних обмежень і перехід до режиму вільного руху капіталу стане підґрунтям для полегшення ведення бізнесу та поліпшення інвестиційного середовища в Україні, припливу іноземного капіталу, що стимулюватиме економічне зростання.

Створення нових і вдосконалення наявних фінансових інструментів. Активні процеси глобалізації, підвищення мінливості цін на товарному і фінансовому ринках, посилення конкуренції в промисловому і фінансовому секторах економіки, реалізація соціальних програм, пов'язаних з пенсійним, медичним забезпеченням населення, масові іпотечні програми, що створюють потреби в рефінансуванні довготермінових позик банківською системою, – усі ці чинники створили умови для суттєвого прогресу не тільки в теорії фінансів, а й у практичних аспектах функціонування фінансового ринку. Цей прогрес постійно втілюється в нових можливостях формування новітніх (інноваційних) фінансових інструментів, які є гнучкими і можуть бути сконструйовані під індивідуальні фінансові потреби з бажаними цільовими характеристиками, що підвищує ефективність і знижує ризики в діяльності фінансових і промислових корпорацій. З'явився новий прикладний напрям “Фінансовий інжиніринг”, який, об'єднуючи новітні досягнення у сфері фінансової теорії і практичний досвід роботи багатьох фахівців на фінансових ринках, пропонує технології створення новітніх фінансових інструментів [331]. Фінансовий інжиніринг – це цілеспрямоване розроблення та реалізація нових фінансових інструментів та/або нових фінансових технологій, а також творчий пошук нових підходів до вирішення поточних проблем за допомогою вже відомих фінансових інструментів і технологій [517].

Традиційні фінансові інструменти, широко використовувані у світі для стимулювання економічного зростання, уже значно вичерпали свій потенціал. Свідченням цього є активна експансіоністська політика розширеного кредитування фінансовими інституціями, що призвела до нагромадження значної кількості боргів у економіці та, зрештою, до світової кризи. Великі боргові тягарі країн і суб'єктів господарювання значно звужують їхні можливості щодо залучення нового фінансування, що призводить до

втрати фінансовими посередниками власних джерел розширення та зростання. У цьому разі активне застосування фінансових інструментів для цих цілей призвело до дисбалансу заощаджень і споживання [397, с. 60].

Сьогодні постала проблема пошуку джерел стимулювання економічного зростання. Тому надзвичайно важливим є пошук тих інструментів активізації заощаджень і споживання, які не міститимуть соціально-економічних суперечностей. Для цього найближчими роками необхідно створити широкий спектр інструментів фінансового ринку, що забезпечать заощадникам і позичальникам коштів різноманітність варіантів з погляду витрат, ризику, віддачі, термінів, ліквідності. Збільшення обсягів емісії і різновидів цінних паперів, ускладнення інструментів і технологій фінансового ринку приведуть до посилення ролі фінансових посередників, які є сполучною ланкою в переміщенні капіталу від його власників до позичальників. Крім того, для розвитку фінансових інструментів, підвищення їхньої надійності та привабливості треба розробити програми випуску спеціальних середньо- та довготермінових державних облігацій, програми випуску пенсійних облігацій, налагодити систему ліцензування рейтингових агентств та сертифікації її фахівців, а також:

- запровадити випуски середньо- (до п'яти років) і довготермінових (понад п'ять років) державних боргових цінних паперів та визначити вагомі гарантії за ними для заохочення розміщення в такі фінансові інструменти коштів недержавних пенсійних фондів, інститутів спільного інвестування, а також інших інституційних інвесторів (банків, страхових компаній, траст-фондів тощо) та домогосподарств;
- передбачити випуск спеціальних державних пенсійних облігацій з довгими “горизонтами” вкладення (десять і більше років) та плаваючою/гнучкою купонною ставкою для розміщення в них коштів з нагромаджувальної пенсійної системи;
- удосконалити законодавче регулювання функціонування ринку деривативів, похідних цінних паперів та інших нових фінансових інструментів;
- розробити нормативно-правову базу для запровадження спеціальних облігацій, які конвертують у капітал акціонерного товариства або списують у разі послаблення його фінансового стану;

- поліпшити механізми конвертації валютної ліквідності банків у гривневу, запровадити інструменти хеджування ризиків зміни процентної ставки та валютного курсу;
- сприяти емісії боргових цінних паперів з високим інвестиційним рейтингом;
- модернізувати систему рейтингування цінних паперів та емітентів створенням необхідної нормативно-правової бази, системи ліцензування цього виду професійної діяльності та формуванням конкурентного середовища на ринку послуг з рейтингування.

Упровадженню нових видів фінансових інструментів в Україні повинен передувати всебічний їхній аналіз, формування параметрів та умов випуску на засадах концепції фінансового інжинірингу та з урахуванням світової практики. Під час стимулювання розвитку ринку через інноваційні фінансові інструменти максимальну увагу необхідно приділити заходам, спрямованим на підвищення стандартів діяльності та зміцнення дисципліни, забезпечення максимальної прозорості нових фінансових інструментів і належного контролю над їхніми ринками з боку регулятора.

Впровадження фінансових інновацій. Структурні перетворення у фінансовій сфері на початку XXI ст. пов'язані зі щораз більшими масштабами використання інтернету та мобільних пристроїв для надання фінансових послуг. У цьому разі фінансові посередники дедалі більше відходять від вузької спеціалізації та розширюють сферу діяльності. На противагу традиційним фінансовим посередникам частіше створюють компанії з тотожними функціями, які використовують високоінноваційні технології, пропонують уже наявні фінансові послуги за привабливішими умовами та витратами для клієнтів або розробляють нові технічні рішення та платіжні інструменти. Такі компанії отримали назву “*FinTech*” та цифрових екосистем. До цієї категорії належать як численні технологічні стартапи, так і великі фінансові організації, які намагаються поліпшити й оптимізувати послуги (див. п. 1.2).

Сьогодні ці компанії швидко розвиваються в світі та Україні, про що свідчать дані рис. 6.2. Активно діють понад 100 вітчизняних *FinTech*-компаній, з них 43 % працюють на міжнародному ринку, 58 – засновані впродовж останніх трьох років, 63 – фінансовані винятково власним коштом, 63 – пройшли точку беззбитковості, 14 % мають штат понад 75

осіб. Наймасовіший ринковий сегмент в українському *FinTech* становлять платежі та грошові перекази. У цій сфері працює понад 30 % усіх стартапів.

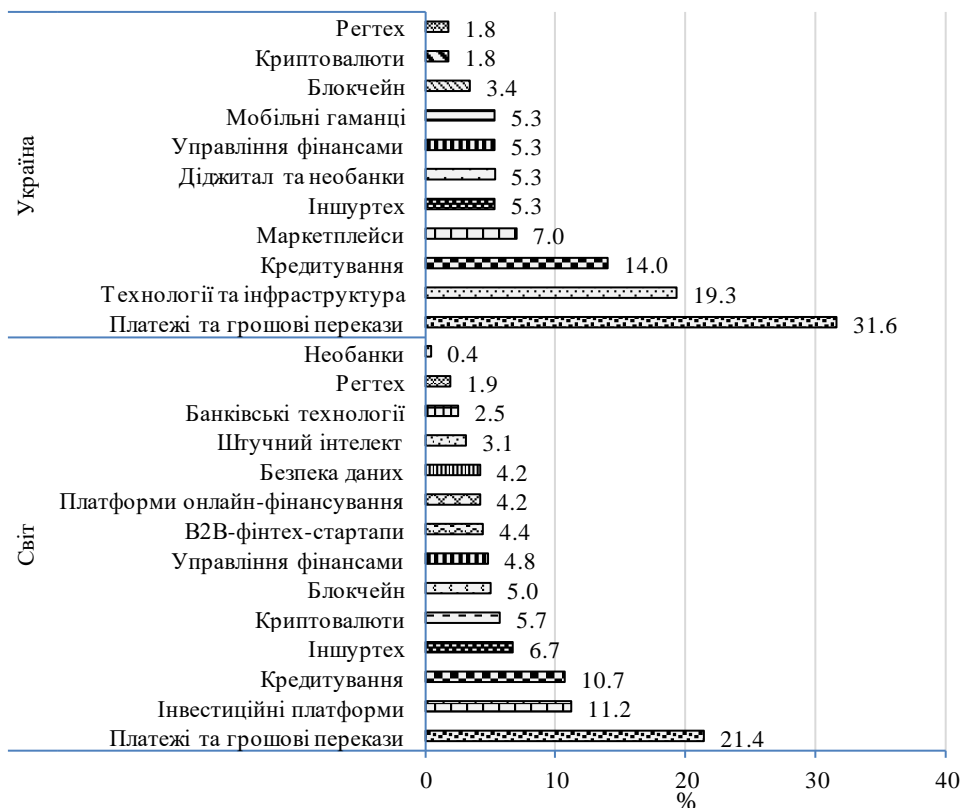


Рис. 6.2. Напрями діяльності *FinTech*-стартапів у світі та в Україні

Джерело: побудовано автором на основі [332; 507, с. 16].

Щодо процесу регулювання ринку *FinTech* в Україні зазначимо, що його підтримував НБУ з ухваленням Комплексної програми розвитку фінансового сектора України до 2020 р. (затверджена Постановою від 18 червня 2015 р. № 391) [180], у якій визначено низку ініціатив, а саме: курс на безготівкову економіку 2020; перехід на стандарти *ISO 20022*; обмін документами в електронному форматі з використанням електронного підпису; скасування штампів, печаток та паперових копій; зберігання документів в електронному форматі; віддалена ідентифікація особи; можливість замовлення фінансових послуг онлайн; електронне візування сканкопій та

підпис касових документів; можливість використання системи “*Bank ID*” для дистанційної ідентифікації клієнтів банків; захист прав користувачів фінансових послуг; підвищення фінансової грамотності населення; нові правила для стимулювання ліцензування нових гравців у секторі платежів.

Наголосимо, що як головний реформатор фінансового сектора НБУ підтримує впровадження інновацій та розбудову фінтех-ринку України й активно працює в цьому напрямі, зосередивши активність у роботі над низкою проектів, здатних стимулювати розвиток інноваційних фінансових послуг в Україні. Зокрема, ідеться про таке: старт фундаментального оновлення системи законодавчого регулювання українського ринку платежів та переказу коштів, що передбачатиме імплементацію норм європейської директиви *PSD2* у національному законодавстві, а це посилить конкуренцію на фінансовому ринку та сприятиме розвитку технологій; роботу системи віддаленої ідентифікації *BankID* НБУ, що спрощує отримання банківських та інших фінансових послуг; модернізацію Системи електронних платежів НБУ, що дасть змогу проводити платежі у форматі, наближеному до 24/7 у національному масштабі та з застосуванням міжнародних стандартів *IBAN* і *ISO 20022*.

НБУ ініціював створення проекту “Сприяння розвитку *FinTech* в Україні”. Серед передумов появи проекту назвемо низку недавніх стартапів, що впроваджують різноманітні ініціативи у сфері *FinTech*, а також попит користувачів на інноваційні послуги. Потенційно пріоритетними напрямками розвитку *FinTech* в Україні стануть інтернет-банкінг (без банківських відділень), платежі, діджитал-кредитування (*P2P*, *B2P* і кредитування фінансових компаній), страхування (автомобілів, туристичне) тощо [424].

Незважаючи на ранню стадію розвитку *FinTech* в Україні, у 2018 р. простежено значне зростання цього тренду. Потужна інфраструктура у вигляді високого проникнення мобільного зв'язку та смартфонів разом з технологічно грамотним населенням сприятиме розвитку *FinTech* у країні. Продовження гармонізації вітчизняного правового поля з Директивами Європейського Союзу щодо електронних грошей, віддаленого відкриття рахунків, багаторівневої ідентифікації клієнтів (*KYC*), *PSD2*, відкритих *API* та використання третіх сторін як агентів може значно пришвидшити розвиток *FinTech*-індустрії в Україні.

Основними заходами, які сприятимуть розвитку інноваційних технологій у фінансовому просторі держави, є такі: формування в суспільства бачення про те, що трансформаційні зміни на фінансовому ринку під впливом впровадження цифрових і фінансових технологій є пріоритетним завданням стратегії розвитку; забезпечення інтегрування цифрових технологій до інституційної структури фінансового ринку та постійний моніторинг нових ідей; розроблення нормативно-правового документа, який би забезпечив регулювання інфраструктури платіжного ринку в частині діяльності *FinTech* компаній та створив передумови для адаптації нормативно-правової бази з метою використання новітніх *IT*-технологій у сфері функціонування фінансового ринку, здійснення контролю за впровадженням учасниками фінансового сектора відповідних стандартів *IT*-безпеки; забезпечення створення “регулятивних пісочниць” для стимулювання розвитку *FinTech* компаній і спеціалізованої інфраструктури (хакатони, хаби, інтернет-платформи); формування в системі інституційного регулювання фінансового ринку аналітичного потенціалу даних, який дасть змогу проводити моніторинг та діагностувати характер фінансових операцій; визначення балансу між кадрами і технологіями на підставі зіставлення потреб цифрової економіки та можливостей формування в персоналу затребуваних компетенцій; створення інформаційних фінтех-потралів, проведення тематичних конференцій і семінарів не лише для обговорення трендів, а й для продуктивного нетворкінгу з лідерами світової та національної фінансових індустрій, а також пошуку всього необхідного для власного стартапу та бізнесу – інвестора, партнера, співробітника чи саму ідею.

Отже, швидкий розвиток технологій привів до виникнення інноваційних фінансових інструментів та послуг, появи електронних грошей і створення віртуальних фінансових посередників, а також значно вплинув на поведінку економічних суб’єктів на фінансовому ринку, що привнесло якісні зміни у фінансове посередництво в напрямках поступового посилення ролі небанківських фінансових установ, концентрації і централізації капіталу у фінансовому секторі, посилення конкуренції між банківськими та небанківським фінансовими інституціями, універсалізації фінансової діяльності та появи інтегрованих посередників – фінансових супермаркетів і транснаціональних фінансових конгломератів.

Посилення вимог щодо платоспроможності та ліквідності учасників фінансового ринку зумовлене низькою довірою населення України до діяльності фінансових посередників, високою часткою низьколіквідних та проблемних активів у їхніх балансах, що погіршує надійність і можливість мобільно (вчасно та в повному обсязі) відповідати за зобов'язаннями, а також необхідністю посилення захисту прав споживачів фінансових послуг.

Світова фінансова криза 2008 р. стала не лише випробуванням механізму регулювання і нагляду за діяльністю банків (Базель I, Базель II), а й поштовхом до його удосконалення та координації зусиль органів банківського нагляду різних держав щодо регулювання банківської діяльності і реформування міжнародної системи банківського нагляду. Адже в умовах глобалізаційних процесів для банків України стає усе більш важливим транснаціональний характер їхньої діяльності, що потребує модернізації контролю з боку НБУ та запровадження сучасних міжнародних стандартів нагляду. З огляду на це у вітчизняній банківській системі розпочався процес переходу до вимог нового стандарту – Базель III (табл. 6.1) [761, с. 337]. Запровадження стандартів відбуватиметься поступово і поетапно упродовж 2013–2019 рр. (додаток 58).

Зазначимо, що нові банківські стандарти капіталу і ліквідності (Базель III) прийнято в листопаді 2010 року на саміті G 20 у Сеулі, головною метою яких є підвищення якості, прозорості й удосконалення структури банківського капіталу, розширення практики покриття ризиків капіталом і стимулювання заходів щодо створення резервних його запасів. Зазначені вимоги передбачають: загальне збільшення рівня капіталізації банків, буфери капіталу, коротко- і середньотермінові нормативи ліквідності та коефіцієнт левириджу, контрциклічне регулювання. Базель III є доповненнями до попередніх документів та удосконалює їх, а не відмінняє [761, с. 338]. Оновлені вимоги Базель III фундаментально зміцнюють міжнародні банківські стандарти та мають низку переваг над Базель II (додаток 59), що стосуються посилення вимог до: величини і якості власного капіталу, механізму регулювання; та достатні часові рамки для переходу на нові стандарти.

Запровадження нових банківських стандартів капіталу і ліквідності (Базель III) розпочалось у світі з 1 січня 2013 р. Звернемо увагу, що упродовж періоду запровадження Базель III у світі за оцінками аналітиків швей-

Таблиця 6.1

Вимоги до капіталу та ліквідності банків згідно з Базелем III

Нові вимоги	Зміст вимог
<i>Вимоги до капіталу</i>	
Буфер консервації капіталу	Формується в нестресовий період для покриття збитків та недопущення порушення мінімальних вимог до достатності капіталу в майбутньому. Активація передбачена у 2020 р., буфер становитиме 0,625 % з поетапним збільшенням до 2,5 % до початку 2023 р.
Контрциклічний буфер	Активується в період кредитної експансії, знижується або деактивується в періоди економічного спаду. Знижує проциклічність фінансової системи. Залежно від фази економічного циклу може коливатися від 0 до 2,5 %
Буфер системної важливості	Посилює стійкість системно-важливих установ. Визначається залежно від категорії системної важливості банку від 1 до 2 %
Буфер системного ризику	Зниження вразливості до довготермінових структурних (нециклічних) системних ризиків. Цей буфер сьогодні не передбачений нормами НБУ
Коефіцієнт левериджу	Мінімальне відношення капіталу першого рівня до всіх активів (балансових і позабалансових), незважених на ризик. Планується запровадження в майбутньому, мінімальний рівень не визначено
Додаткові ваги ризику для окремих типів кредитів	Збільшення обсягу капіталу на покриття можливих збитків за окремими типами кредитів. Потенційно може бути застосоване до валютних кредитів у майбутньому
<i>Вимоги до ліквідності</i>	
Коефіцієнт покриття ліквідністю (<i>LCR</i>)	Визначає, скільки високоякісних ліквідних активів має утримувати банк, щоб покрити чисті відтоки коштів протягом 30 днів у кризовий період. Запроваджено у грудні 2018 р.
Коефіцієнт чистого стабільного фінансування (<i>NSFR</i>)	Визначає мінімальну частку стабільного (довготермінового) фондування залежно від ліквідності та залишкової терміновості активів. Спонукає банки переорієнтуватися на довготермінові джерела фінансування. Запровадження плановане у 2020 р.

Джерело: [75].

царського банку *UBS* банкам необхідно залучити додатковий капіталу суми 375 млрд дол. США, тобто до 2019 р. банківські установи щорічно повинні залучати близько 40 млрд дол. США [284, с. 7]. Наголосимо, що подальше

впровадження вимог Базель III в Україні, потребує розроблення практичних рекомендацій щодо удосконалення вітчизняного банківського регулювання, основними з яких, на нашу думку, є:

- створення на національному рівні методологічних документів, які регулюють цей процес;
- здійснення стрес-тестування вітчизняних банків НБУ та міжнародними рейтинговими агентствами для відповідного оцінювання необхідного обсягу додаткового капіталу;
- забезпечення належної фінансової, матеріально-технічної та кадрової бази банків для використання складних економічно-математичних моделей, які рекомендує Базельський комітет та впровадження сучасних систем управління ризиками;
- використання незалежних аудиторів для нагляду за комерційними банками;
- проведення різноманітних навчань у вигляді тренінгів для працівників департаменту банківського нагляду НБУ та представників банківських установ за підтримки Європейського союзу та Базельського комітету зокрема;
- збільшення нормативу адекватності регулятивного капіталу відповідно до темпу його зростання за вимогами Базель III тобто на 31%, а саме з 10 до 13%;
- запровадження нормативу покриття ліквідності (*LCR*) та показника чистого стабільного фінансування (*NSFR*) замість нормативу поточної ліквідності (Н5) і короткострокової ліквідності (Н6), значення яких повинне становити більше 100%;
- підвищення рівня капіталізації банків шляхом злиття та поглинання тощо.

Незважаючи на дискутування щодо доцільності існування нових Базельських стандартів і їх запровадження у вітчизняну банківську практику, на нашу думку, Базель III, а згодом Базель IV, повинен стати важливою передумовою появи на ринку фінансово стійких і надійних банків, з власними стратегіями та бізнес-моделями, які повноцінно виконуватимуть функції фінансового посередника відповідно до потреб економічного розвитку незалежно від імовірних збурень у вітчизняному фінансовому просторі в умовах глобалізаційних та інтеграційних процесів [761, с. 341].

Що ж стосується страхових компаній, то нині в Україні діє Положення про обов'язкові критерії і нормативи достатності капіталу та платоспроможності, ліквідності, прибутковості, якості активів та ризиковості операцій страховика, затверджене Нацкомфінпослуг (НКФП) від 07 червня 2018 р. № 850 [362]. Цей документ, який готували відповідно до міжнародного досвіду та в тісній співпраці з представниками об'єднань страховиків і актуаріїв, передбачає підходи з визначення нормативних вимог до якості капіталу страховиків, які відповідають прийнятим у світовій практиці моделям, зокрема принципу 17 “Адекватність капіталу” Основних принципів ведення страхової діяльності Міжнародної асоціації органів страхового нагляду (*IAIS*), вимогам до платоспроможності відповідно до Директиви № 2009/138/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 25 листопада 2009 р. (*Solvency II*) і рекомендаціям Органу нагляду в сферах страхування Європейського Союзу (*EIOPA*).

Згідно з документом, страховики будуть зобов'язані на будь-яку дату дотримуватися визначених критеріїв ліквідності, прибутковості та якості активів, нормативу платоспроможності й достатності капіталу, нормативу ризикованості операцій та нормативу якості активів. У цьому разі передбачено, що страховик, який є власником суттєвої (істотної) участі в страховика (страховиків), зобов'язаний буде на будь-яку дату дотримуватися також нормативу платоспроможності й достатності капіталу власника суттєвої участі. Положенням НКФП передбачено поетапний термін (два роки) приведення розміру нормативу платоспроможності й достатності капіталу страхових компаній до так званої подушки безпеки. На нашу думку, аналогічні вимоги потрібно запровадити й до всіх інших небанківських фінансових установ з урахуванням специфіки їхньої діяльності та світового досвіду.

Отже, для підвищення рівня платоспроможності й ліквідності фінансових посередників необхідно таке: розробити та впровадити вимоги до капіталізації, платоспроможності й ліквідності банків відповідно до принципів Базель III, страхових компаній – до принципів *Solvency II* та відповідних норм ЄС; розробити стратегію макропруденційної політики, спрямовану на мінімізацію системних ризиків; налагодити систему регулярної оцінки якості активів банків і небанківських фінансових установ для визначення необхідності реструктуризації діяльності, достатності капіталу

та ліквідності, забезпечити проведення регулярних стрес-тестів та виконання планів докапіталізації.

Забезпечення прозорості фінансового ринку, яка передбачає доступність для всіх учасників ринку до значних обсягів достовірної інформації про фінансові послуги та суб'єктів, що їх надають, про цінні папери та їхніх емітентів. У цьому випадку для забезпечення розвитку фінансового ринку фінансові посередники та їхні регулятори повинні дотримуватись високих стандартів розкриття інформації, зокрема в частині прозорої структури власності, фінансового стану, ділової репутації. Високий рівень прозорості формує належну довіру кредиторів та інвесторів, адже достовірність, об'єктивність та актуальність розкритої інформації про різні аспекти діяльності компанії зменшує рівень невизначеності та знижує ймовірність виникнення негативних наслідків [595, с. 32].

У низці досліджень [665; 688] зазначено, що компанії з високим рівнем інформаційної прозорості залучають на ринку кошти дешевше, мають більшу ринкову капіталізацію, більшу ліквідність та більше приваблюють інституційних інвесторів. Єдиного переліку критеріїв, відповідаючи яким, конкретна компанія чи вид економічної діяльності можуть бути інформаційно прозорими, нема, оскільки немає визначених вимог у її оцінюванні. Сьогодні на світовому ринку функціонують декілька рейтингових агенцій, рейтинги яких беруть до уваги практично всі суб'єкти міжнародного фінансового ринку. Найбільш впливовими серед них є *Standard & Poor's (S&P)*, *Moody's* та *Fitch Ratings*. Кожне з них має свою методику оцінки інформаційної прозорості і рейтингову систему [107, с. 67].

Для оцінювання рівня інформаційної прозорості компаній застосовують метод анкетування. Це відбувається для того, щоб ретельно вивчити кожен критерій розкриття інформації. Як свідчать результати досліджень, найбільш детально і якісно сформованим показником є індекс інформаційної прозорості, розроблений службою рейтингів *Standart&Poor's*, який ґрунтується на таких критеріях [75; 665].

1. Інформація про структуру власності (кількість і номінальна вартість емітованих акцій, інформація про найбільших акціонерів, власників значних пакетів акцій, пакети акцій у власності менеджменту і членів органів управління компанією).

2. Перелік прав акціонерів (зміст Кодексу чи Положення про корпоративне управління, порядок скликання акціонерами позачергових загальних зборів, документально оформлена дивідендна політика, політика розкриття інформації та ін.).

3. Фінансові дані (облікова політика, річна звітність відповідно до міжнародних стандартів і наявність висновку незалежного аудитора, список афілійованих осіб, сегментний аналіз за видами діяльності, методи оцінки активів).

4. Операційна інформація (інформація про види діяльності компанії, обсяги виробництва в натуральних показниках, показники виробництва для порівняння компанії з конкурентами, показники ефективності діяльності).

5. Інформація про Раду директорів і менеджмент (список членів ради директорів, дані про їхні місця праці й посади на конкретний час, про роль ради директорів у роботі компанії, список комітетів при раді директорів).

6. Дані про винагороду Ради директорів і менеджменту (форма винагороди, процес ухвалення рішень про неї, інформація про її прив'язку до результатів роботи компанії, детальна інформація про розмір винагороди).

Сьогодні назріла потреба в розробленні методології, за основу якої потрібно взяти принцип повного і своєчасного публічного розкриття суттєвої для інвесторів інформації. За базу оцінювання треба брати інформацію з доступних джерел (річні звіти, інтернет-сторінки, статистична інформація фінансово-кредитних установ, відомості регуляторів фінансового сектора), яка стосується всіх його суб'єктів (банків, страхових компаній, недержавних пенсійних фондів, кредитних спілок, ломбардів, довірчих товариств, фінансових компаній, інститутів спільного інвестування). Водночас необхідно розробити методику визначення інтегрального рівня інформаційної прозорості та можливість робити порівняння в розрізі окремих суб'єктів, сегментів, а також для фінансового ринку загалом та провадити пошук резервів щодо підвищення рівня розкриття інформації.

Незалежні дослідження у сфері інформаційної прозорості фінансового ринку допоможуть виявити недоліки в розкритті інформації і визначити орієнтири для поліпшення прозорості. Їх можна використати як для окремих сегментів ринку, так і на загальнодержавному рівні (для оцінки рівня чинних у країні нормативних вимог до розкриття інформації та їхньої відповідності міжнародним стандартам).

З метою забезпечення прозорості діяльності та звітності учасникам фінансового ринку потрібно складати та подавати фінансову звітність згідно зі стандартами МСФЗ. Регуляторам сегментів фінансового ринку необхідно вдосконалити й уніфікувати звітність, яку їм подають, запровадити стандарт звітності *FINREP*, а також забезпечити впровадження Угоди ОЕСР “Про обмін інформацією з питань оподаткування” та дотримуватися “Десяти основних принципів обміну інформацією”, що їх поширюють міністри фінансів країн-членів “Групи семи”. Крім того, важливо запровадити рекомендації Організації економічного співробітництва та розвитку щодо протидії зменшенню податкової бази і переміщенню прибутків за кордон та впровадити єдиний стандарт обміну фінансовою інформацією. Для цього треба вдосконалити контроль за трансфертним ціноутворенням на фінансовому ринку, упровадити звітність у розрізі країн для міжнародних фінансових груп, правила оподаткування контрольованих іноземних компаній, а також ужити заходи щодо запобігання зловживанням у зв’язку із застосуванням договорів про уникнення подвійного оподаткування.

Розвиток гарантійно-компенсаційних механізмів. Упровадження компенсаційних схем стосовно діяльності на фінансовому ринку зумовлене необхідністю приведення чинного законодавства України до вимог законодавства Європейського Союзу, а саме Директиви 97/9/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 3 березня 1997 р. “Про схеми компенсації інвесторам” [385]. Зазначений документ передбачає, що всі держави-члени повинні мати розроблені схеми компенсацій для інвесторів, які б гарантували узгоджений мінімальний рівень захисту принаймні для невеликого інвестора у випадку недоступності інвестицій (коли професійний інвестор буде неспроможним виконати свої зобов’язання перед клієнтами свого інвестора). Причому кожна держава-член має забезпечити, щоб на її території були впроваджені й офіційно визнані одна або більше схем компенсації для інвесторів. В Україні сьогодні є лише один подібний механізм – Фонд гарантування вкладів фізичних осіб.

Гарантійно-компенсаційні механізми повинні діяти на засадах таких міжнародно визнаних принципів: чіткого дотримання правових норм функціонування компенсаційних інституцій; ефективного контролю діяльності компенсаційних фондів з боку регулятора ринку; визнання отримувачами

прибутку компенсаційних фондів непрофесійних інвесторів (головно, фізичних осіб), тоді як інвестор і фінансова установа можуть урегулювати свої взаємини в судовому порядку; поширення компенсаційних механізмів тільки на клієнтів ліцензованих фінансових установ; виплати компенсації в обмеженій кількості випадків, пов'язаних, головно, з втратою фінансовою установою здатності виконувати свої зобов'язання перед третіми особами. Також звертаємо увагу на директиву 94/19/ЄС Європейського Парламенту та Ради “Щодо схем гарантування депозитів” від 30 травня 1994 р. (у ЄС відшкодовують суми до 100 тис. євро), яка обумовлює імплементацію таких підходів в Україні [469, с. 111].

Зазначимо, що гарантійно-компенсаційні фонди є тільки одним з елементів системи захисту законних інтересів і прав інвесторів, механізм яких потрібно застосовувати в крайньому випадку. Інституції гарантійно-компенсаційного механізму створюють, головно, фінансові установи, що працюють на одному сегменті фінансового ринку. Розроблена концептуальна схема функціонування гарантійно-компенсаційних фондів в Україні зображена на рис. 6.3.

Важливим питанням, яке потребує належного вирішення, є відносини з формування фінансових ресурсів фондів, якими можуть бути: реєстраційні збори, які сплачують їхні учасники; поточні внески учасників; штраф та пеня за несплату або несвоєчасну сплату поточних внесків; надходження від розміщення коштів фонду; внесок держави у разі створення (на засадах повернення); позики, залучені відповідно до законодавства; благодійні внески юридичних і фізичних осіб як резидентів, так і нерезидентів; кошти, отримані за програмами міжнародної фінансової допомоги; кошти, отримані від продажу майна за підсумками ліквідації учасника фонду; інші надходження, не заборонені чинним законодавством.

Окрім питання про формування джерел фінансових ресурсів, особливої уваги потребують питання стосовно напрямів їхнього розміщення. Важливо також розробити такий механізм розподілу та використання коштів, у якому сукупні фінансові ресурси буде розосереджено в декількох структурних підрозділах, кожен із яких матиме власне призначення і напрям їхнього використання. До активів фондів можуть належати грошові кошти, цінні папери, нерухомість, банківські метали.

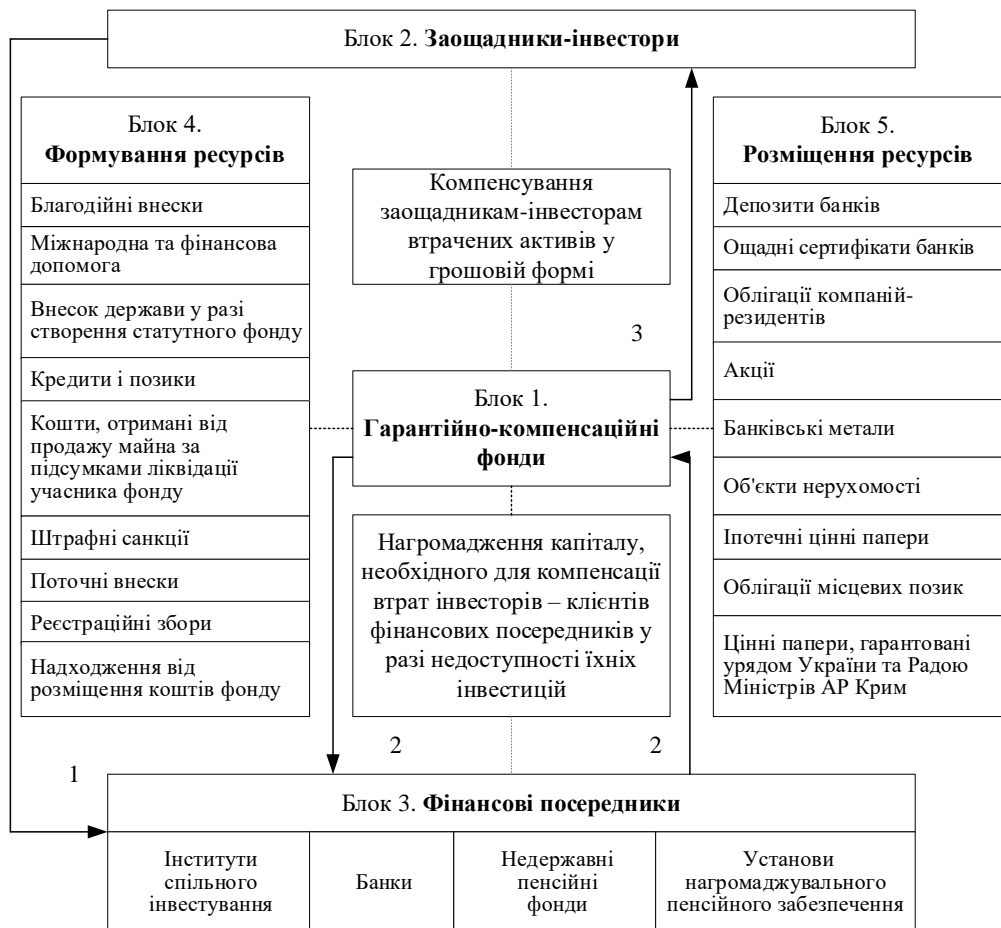


Рис. 6.3. Структура гарантійно-компенсаційного механізму на фінансовому ринку в Україні

Примітки: 1 – відносини між заощадниками-інвесторами та фінансовими посередниками; 2 – взаємодія між фінансовими посередниками і гарантійно-компенсаційним фондом; 3 – відносини між гарантійно-компенсаційним фондом та заощадниками-інвесторами з приводу виплат.

Джерело: розроблено автором.

Що стосується інвестицій фондів у цінні папери, то, на нашу думку, їх доцільно робити в такі цінні папери, погашення та отримання доходу за якими гарантовано Кабінетом Міністрів України (ОВДП), а також акції та облігації українських емітентів, які пройшли лістинг на фондовій біржі, що відповідає регуляторним вимогам, і перебувають в обігу на фондовій біржі

або кредитний рейтинг яких відповідає інвестиційному рівню за національною шкалою, визначеною законодавством України. Для стимулювання створення гарантійно-компенсаційних фондів на фінансовому ринку необхідне розроблення законодавства і нормативної бази, яка б регулювала правовий статус та порядок управління такими фондами, а також сферу діяльності й відповідні обмеження щодо напрямів та обсягів розміщення ними коштів аналогічно, як для страхових компаній або недержавних пенсійних фондів.

Підготовка фахівців відповідно до сучасних практик функціонування фінансового ринку. Оскільки фінансовий ринок України і надалі перебуває на етапі інституційного розвитку, то рівень підготовки й етичні принципи фахівців, які працюють у цій сфері, є важливим елементом забезпечення його стабільного розвитку. Чинна модель підготовки фахівців потребує доопрацювання задля того, щоб стимулювати їхній постійний професійний розвиток і вдосконалення, а також відповідати ліпшим світовим практикам і потребам сучасного ринку [182].

На наш погляд, для фінансових посередників найбільш вигідною є система додаткової професійної освіти, яка дасть змогу отримати або поглибити вже набуті знання і практичні навички відповідно до власних потреб у стислі терміни та з мінімальним відривом від виробництва. У цьому разі ефективною вважають форму освіти, яка забезпечує навчання на основі конкретної економічної ситуації (проблеми) і можливостей слухачів, у тому числі конкретних проблем фінансового ринку, рівня базової підготовки, часових і фінансових можливостей. Більшого ефекту можна досягнути завдяки застосуванню активних методів навчання, стимулюванню спільної роботи, взаємозбагаченню знань слухачів, реалізації особистих контактів з різними організаційними структурами, які можуть виявитися корисними в їхній діяльності.

Не менш важливою формою підготовки спеціалістів у сфері фінансового ринку є організація закордонних стажувань керівників і провідних спеціалістів банків, небанківських фінансових установ, працівників органів фінансових регуляторів. Також необхідне підвищення професійного рівня викладання науково-педагогічних кадрів і консультантів, зайнятих підготовкою, перепідготовкою і підвищенням кваліфікації цих спеціалістів, проведення наукових досліджень актуальних проблем у сфері фінансового ринку спільно із закордонними спеціалістами та впровадження

результатів цих досліджень у навчальний процес з метою перейняття та застосування в українській системі бізнес-освіти міжнародного досвіду. Проте маємо усвідомити, що практика в Україні та за кордоном є різною, тому цілковите перенесення іноземного досвіду в країну неможливе. Тож такі заходи, як міжнародний обмін спеціалістами, стажування ліпших працівників і керівного складу компаній в закордонних установах і корпораціях, участь у міжнародних конференціях, семінарах, тренінгах і курсах можуть не завжди виявитись ефективними.

Отже, доцільним є вивчення іноземного досвіду підготовки, перепідготовки та підвищення кваліфікації викладачів і консультантів, безпосередньо зайнятих у цьому процесі, здатних освоїти за участю міжнародних організацій та іноземних партнерів новітні програми і технології навчання з їхньою адаптацією до реальних умов фінансового ринку в Україні. Однією з передумов реалізації цього механізму має стати створення системи інформаційно-консалтингових центрів для пошуку й опрацювання інформації щодо нових закордонних навчальних партнерів, програм стажування та науково-практичних конференцій, семінарів, тренінгів і симпозіумів, що є надзвичайно важливим не лише в разі набуття нових знань і практичних навиків, а й для цільового досягнення ефекту від коштів, витрачених на підготовку фахівців.

Для України найбільш пріоритетними є такі напрями і підходи навчання, атестації та сертифікації фахівців фінансового ринку:

- розроблення проекту концепції кадрового забезпечення вітчизняного фінансового ринку з позицій визнаних і науково обґрунтованих у світовій практиці завдань, пріоритетів і принципів діяльності щодо формування, розвитку та використання людських ресурсів;
- запровадження сучасних критеріїв щодо необхідних знань локального законодавства та компетенцій у фахівців, які працюють на тому чи іншому сегменті фінансового ринку, забезпечення постійного і комплексного оновлення професійно-кваліфікаційних вимог та освітньо-кваліфікаційних характеристик різних рівнів підготовки фахівців;
- надання можливості самостійно обирати навчальні заклади / бізнес-школи / он-лайн програми для підготовки, а також зараховувати результати

успішно складених іспитів та отриманих сертифікатів визнаних міжнародних професійних організацій та асоціацій (*CFA, CIIA, SFDR* та ін.);

- поширення сучасних форм навчання, зокрема, очно-заочної, дистанційної, які дали б змогу, не відриваючи на тривалий період працівників, забезпечувати належну якість підготовки завдяки достатній кількості навчальних занять під безпосереднім керівництвом викладачів;
- організація систематичного підвищення кваліфікації науково-педагогічних працівників, у тому числі у професійних учасників фінансового ринку, з метою набуття практичного досвіду, апробації наукових здобутків і напрацювань;
- поглиблення співпраці з міжнародними професійними організаціями та асоціаціями (*ACIIA, CFA, CISI* та ін.) щодо використання навчальних програм, запозичення досвіду організації іспитів та наповнення тестових завдань питаннями практичного спрямування;
- створення умов для дотримання стандартів професійної етики в ході виконання операцій на фінансовому ринку завдяки розробленню та впровадженню етичних кодексів і стандартів професійної діяльності;
- запровадження моніторингу ефективності та якості підготовки, перепідготовки і підвищення кваліфікації працівників, у цьому разі об'єктом оцінювання постають уміння та знання, набуті особою внаслідок здобуття професійної освіти або підвищення кваліфікації.

Зрозуміло, що цей досвід доцільно врахувати під час реформування вітчизняної системи навчання й атестації фахівців фінансового ринку. Запровадження ліпших міжнародних практик щодо сертифікації фахівців в Україні є важливою умовою підвищення привабливості національного ринку для інвесторів та його подальшого розвитку, а їхнє впровадження буде підтримувати євроінтеграційний напрям розвитку країни. Крім того, комплексна модернізація фінансового ринку в умовах інтеграції у світовий фінансовий простір повинна ґрунтуватися на вирішенні й інших завдань, а саме:

- забезпечення консолідованого нагляду за фінансовим ринком завдяки об'єднанню державних органів у єдиний мегарегулятор з метою уникнення дублювання функцій різних регуляторів, повноважень під час ухвалення рішень, зменшення ризику втрати ефективності нагляду за фінансовою стабільністю;

- проведення інституційної реформи сегментів ринку, що передбачає утворення нових потужних спеціалізованих фінансових інституцій (інвестиційних банків, інституцій для фінансування інноваційного розвитку), підвищення ролі інститутів спільного інвестування, пенсійних фондів і страхових компаній;
- консолідація біржової системи України та створення високотехнологічної єдиної платформи для торгівлі цінними паперами, яка відповідає міжнародним вимогам, забезпечує тісний зв'язок між організаторами торгівлі та депозитарно-кліринговою системою з метою мінімізації ризиків;
- прозору (за європейськими аналогами) процедуру лістингу для залучення коштів корпораціями, яка запобігатиме невиконанню ними своїх боргових та інших зобов'язань;
- забезпечення низького рівня інфляції й підтримання стабільності банківської системи;
- посилення координації НБУ та Кабінету Міністрів України щодо вирішення завдань підтримання цінової стабільності;
- поступове підвищення дієвості використання процентної ставки як основного інструмента монетарної політики та гнучко керувати обмінним курсом національної валюти;
- підвищення політичної незалежності вітчизняного центрального банку;
- сприяння об'єднанню політичних сил і державних органів влади навколо довготермінової програми розвитку конкурентоспроможного фінансового ринку України, у якій необхідно зазначити терміни й методи реалізації реформ з детальним описом та інші.

Зазначимо, що фінансовий ринок досі відігравав, на жаль, незначну роль у реальному зростанні вітчизняної економіки. Проте з подальшою лібералізацією економічної політики та глибшою світовою інтеграцією потреба в розвиненому фінансовому ринку ставатиме щораз відчутнішою. За таких умов низький рівень його розвитку може стати на заваді довготерміновому економічному зростанню.

Як бачимо, тенденції суспільного розвитку свідчать, що в умовах глобалізації економіки майбутній розвиток фінансового ринку України фактично неможливий без його реформування. На наш погляд, це мають бути суттєві кроки, спрямовані на розвиток інституційної структури ринку, його

інфраструктури, захист прав акціонерів, збільшення прозорості (запровадження європейських принципів і стандартів розкриття інформації) та впровадження ефективної й відкритої регуляторної політики і відповідного нагляду.

Удосконалення підходів до організації функціонування фінансового ринку в Україні має відбуватися, як правильно зазначив відомий український учений І. Лютий, з урахуванням того факту, що держава повинна регулювати економіку, як наочно довела глобальна фінансова криза, однак процес державного втручання не повинен зводитись лише до регулювання – держава має визначати пріоритети її розвитку (у тому числі фінансового ринку). Сьогодні в Україні, як і загалом у світі, головне завдання – це розроблення та формування постійного механізму вдосконалення й розвитку фінансового ринку з урахуванням світових тенденцій сучасної епохи.

Нині глобалізація економіки й розвиток науки доводять безальтернативність стратегій об'єднання зусиль та концентрації ресурсів народів і країн на пріоритетних науково-технологічних напрямках та сферах з метою ефективного подолання наслідків світової фінансово-економічної кризи, протистояння новим викликам і загрозам, а також для досягнення стабільного поступального розвитку національної економіки на інноваційних засадах.

6.3. Нові вектори державного регулювання фінансового ринку України за умов поглиблення інтеграційних процесів

Процеси глобалізації та інтеграції створюють нові можливості доступу до іноземних інвестицій і новітніх технологій, підвищення конкурентоспроможності національного товаровиробника, енергонезалежності держави, виходу на нові ринки збуту й зниження рівня витратності бізнес-процесів. Для України інтеграція у світове господарство найперше означає втілення економічних, політичних, законодавчих і соціальних перетворень з метою забезпечення сталого соціально-економічного поступу. Водночас реалізація власної стратегії економічного зростання неможлива без урахування особливостей діяльності основних суб'єктів міжнародного фінансового ринку. Адже за умов перманентних системних зрушень і постійних

змін у регуляторних нормах, а також в інформаційно-технологічному середовищі для учасників економічних відносин важливо навчитись швидко реагувати на мінливість світового фінансового простору й адаптуватися до нього задля збереження конкурентних переваг і досягнення соціально-економічного ефекту.

Успішне функціонування фінансового ринку в умовах поглиблення глобалізаційних процесів неможливе за принципом “*laissez-faire*” (невтручання), а потребує активного та виваженого державного регулювання і нагляду, спрямованого на забезпечення розвитку, нівелювання негативних явищ і прихованих деліктів у сфері фінансових операцій. Адже країнам з економікою, що розвивається, рекомендують обмежувати формування фінансових дисбалансів і працювати над створенням стійких фінансових систем. Якщо ж ситуація виявиться гіршою від очікуваної, то фінансовим установам знадобиться рекапіталізація, а без високоефективного діючого механізму вирішити проблему навряд чи вдасться. Крім того, важливості набуло питання перегляду моделі регулювання фінансового ринку з можливістю побудови консолідованої (інтегрованої) її варіації, яка переважає в більшості європейських країн. Тому актуальними є теоретичні й прикладні дослідження, спрямовані на виявлення нових векторів регулювання вітчизняного фінансового ринку і нагляду за ним з метою формування необхідних умов його інтеграції у світовий фінансовий простір.

Зазначимо, що зростання впливу фінансового ринку на світову спільноту відбулося після появи нових гравців – транснаціональних компаній та банків, фінансових конгломератів тощо, що ускладнило процеси його регулювання і нагляду за ним. Адже глобалізація відкриває окремим країнам широкі можливості доступу до міжнародного фінансування і забезпечує таке: 1) зростання концентрації та ролі фінансових конгломератів, а також формування транскордонних диверсифікованих фінансових продуктів; 2) розмивання меж між банківськими послугами й іншими фінансовими послугами, а також поширення додаткових фінансових сервісів (альтернативні системи платежів, електронна торгівля фінансовими інструментами тощо); 3) цифровізацію технологічної пам’яті, що дає змогу за лічені секунди виконувати фінансові операції, незважаючи на територіальну віддаленість чи національну належність. На думку М. Гілберта (*M. Hilbert*) і

П. Лопеса (*P. Lopez*), значна частина технологічної пам'яті вже є в цифровому форматі (у 2007 р. цей показник становив 94 %) [312]. Усе це дає змогу використовувати регуляторний арбітраж, ухилення від оподаткування, а також може стати підґрунтям для махінацій, необґрунтованих банкруств і виведення активів [425]. Детальніше наслідки впливу на фінансовий ринок глобалізації як постійного процесу відображено у додатку 60.

Як бачимо з цього додатка, глобалізація має як переваги та можливості, так і певні слабини й небезпеки, пов'язані з непередбачуваністю міжнародного переміщення грошового капіталу. На думку Р. Болдвіна (*R. Baldwin*) [638], процеси глобалізації у своїй еволюції стикаються з певними обмеженнями або бар'єрами (торговими й комунікаційними витратами, безпосередніми особистими видатками людей (*face-to-face costs*)). Відтак виникає необхідність посилити й реформувати систему регулювання за нових явищ і процесів, які супроводжують глобалізацію національних фінансових ринків. Це зумовлено тим, що саме регулювання дає змогу упорядкувати поведінку економічних суб'єктів, як наголошував Дж. В. Вілсон (*G. W. Wilson*) [853]. Учений писав, що всі вони "більшою чи меншою мірою регульовані в частині того, що підпадають під різного роду обмеження, які або спонукають, або примушують до вчинення таких дій, які за інших обставин (умов) не були б учинені взагалі, або не в такий спосіб (не в такому обсязі, мірі)". Це твердження доповнив Дж. Джордана (*J. Jordana*) [743, с. 3–4], зазначивши, що регулювання передбачає систему авторитетних правил, які забезпечені механізмом діяльності публічного органу, що провадить моніторинг таких правил і нагляд за їхнім дотриманням.

Ф. Джиларді [716, с. 73], намагаючись відповісти на питання, звідки беруться незалежні регуляторні органи і чому уряди щораз більше покладаються на них, запропонував три можливі пояснення:

- 1) раціональний вибір, що спонукає органи влади підвищувати довіру до своєї політики та вирішувати проблему політичної невизначеності;
- 2) соціологічний аргумент, який виявляється в тому, що регулювання через певні регуляторні органи набуває відповідної форми;
- 3) історичний інституціоналізм, який ґрунтується на гіпотезі: як тільки установу (регулятор) створено і вона працює, то регулювання відбувається на засадах "позитивного відгуку (зворотного зв'язку)" або "збільшення прибутку (повернень)".

На думку науковця, у країнах, що розвиваються, незалежні регуляторні агентства розглядають як механізм, який гарантує інвестору впевненість і захист від опортуністичної поведінки урядів. Саме тому простежується тенденція, що вони ефективніше діють у тих сферах, де є регулятор.

Зазначимо, що досі основним є питання конфігурації регуляторних організацій, оскільки не існує всіма визнаної думки щодо того, яке влаштування системи нагляду і контролю найліпше і найбільш оптимальне. Формування системи регулювання фінансового ринку передусім зумовлене національними особливостями, об'єктивними і суб'єктивними чинниками сьогодення. Водночас імплементація будь-якої моделі не матиме успіху без уніфікації її основних засад у межах конкретної країни. Загалом у світовій практиці застосовують три моделі регулювання фінансового ринку – секторальну, модель “*twin peaks*” (перехресного регулювання, “двох вершин”) та інтегровану (концентрації всіх наглядових функцій у єдиному наглядовому органі).

Перша модель ґрунтується на чіткому розподілі зобов'язань і функцій наглядових органів між окремими секторами – банківським, фондовим та небанківським. Її апробовано в дев'яти країнах Європейського Союзу, Албанії, Білорусі, Україні, Чорногорії, Туреччині та ін. Перевагами моделі є простота її застосування, однак після фінансово-економічної кризи 2008 р. багато країн відійшло від застосування секторальної моделі через різноплярність підходу до регулювання за учасниками фінансових операцій.

Функціональна модель (або, як її ще називають, модель “двох вершин”) передбачає розподіл повноважень відповідно до завдань, які курують в усіх сегментах. Наприклад, пруденційний нагляд покладено на регулятора системного ризику, тоді як інший орган (*business conduct regulator*) відповідає за регулювання комерційних операцій на фінансовому ринку. Ця модель є найменш використовуваною у країнах світу. Найліпше її практичне втілення є в Нідерландах, де ця модель діє з 2002 р. Як зазначає Ф. Чана (*F. Tchana*) [829], Центральний банк Нідерландів після об'єднання з Радою із питань страхових компаній та пенсійних фондів став єдиним органом пруденційного нагляду, а нагляд за комерційними операціями на фінансовому ринку виконує окремий орган, який відповідає за інформаційну прозорість, моніторинг приватного бізнесу та надання достовірної інформації.

Інтегрована модель передбачає концентрацію майже всіх наглядових функцій у єдиному наглядовому органі, завдяки чому можна досягти ефективного нагляду на консолідованій основі, економії на масштабах, практично нівелювати конфлікти інтересів й уніфікувати підходи до різного роду фінансових структур. Вона переважає в країнах ЄС (Австрії, Великій Британія, Данії, Латвії, Німеччині, Швеції та ін.), а також функціонує в Азербайджані, Казахстані, Сербії, Японії. Проте навіть у структурі єдиного регулятора є відокремлені підрозділи, сфокусовані на певних типах фінансових інститутів. Як зазначає головний адміністратор у фінансових справах країн Організації економічного співробітництва і розвитку С. Лампкін (*S. Lumpkin*) [771], у цих країнах для регулювання діяльності фінансових конгломератів використовують чотири основні моделі в структурі мегарегулятора:

1) інституційну: нагляд виконують відповідно до інституційних груп, які можуть бути незалежними установами або підрозділами інших інституцій; застосовують у Республіці Корея;

2) операційну: нагляд проводять відповідно до виду діяльності незалежно від типу фінансової установи;

3) функціональну: нагляд відбувається за типом фінансового продукту / послуги;

4) змішану: нагляд умовно організовано на операційній основі, проте в межах регульовальної діяльності з чітким інституційним розподілом; функціонує в Данії, Сінгапурі, Великій Британії та Швеції.

Усі наведені вище моделі довели свою дієздатність, виявили сильні й слабкі сторони. Утім, доцільність їхнього апробування повинна бути узгоджена з національними особливостями, ступенем розвитку фінансового простору, готовністю фінансових посередників до відкритості, прозорості, системності регулювання.

В Україні питання реформування й модернізації системи чинного державного регулювання фінансового ринку обговорюють ще з 2004 р., однак воно й досі не має практичного вирішення. З метою приведення у відповідність норм вітчизняного законодавства до міжнародних директив і стандартів розроблено Комплексну програму розвитку фінансового сектора України до 2020 р. У цьому документі закріплено необхідність “зміцнення інституційної спроможності регуляторних органів та створення

відповідних умов для ефективного нагляду та впливу, зміцнення стійкості фінансового простору країни, зростання його кредитного та інвестиційного потенціалу” [180]. Крім того, у програмі аргументовано важливість:

- модифікації чинної системи регулювання фінансового ринку та нагляду за ним через упровадження принципів *Basel III*, *IOSCO*, *IAIS*, *EIOPA*, *Solvensy II*, *IFRS*, *IOPS*, *PSD 2* та ін.;
- проведення консолідованого нагляду на засадах принципу “*risk based supervision*”;
- поліпшення фінансових операцій з пов’язаними особами;
- підвищення прозорості й стабільності фінансового ринку, а також ефективності організаційної складової його регуляторів у контексті формування цільової моделі функціонування і дорожньої карти вдосконалення регуляторів;
- розроблення стратегії комунікації всіх регуляторів фінансового ринку і запровадження Системи фінансової звітності на основі стандарту *XBRL* [505], упровадження якої передбачено вже 2019 р. Відповідний Меморандум підписали очільники Міністерства фінансів України, Національного банку України, Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку та Національної комісії, що провадить державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг.

Оскільки зазначений документ стосується всього фінансового сектору країни, то вважаємо за доцільне деталізувати його власне у вимірі фінансового ринку та доповнити низкою заходів спрямованих на підвищення його стабільності й ефективності функціонування, які наведено у проекті Стратегії розвитку фінансового ринку України до 2025 року (додаток б1). Зокрема реформування системи державного регулювання фінансового ринку має враховувати такі організаційно-правові засади:

- по-перше, модифікацію чинних форм і моделей державного регулювання, що охоплює трансформацію вітчизняної моделі та цілей державного регулювання і нагляду, а також узгодження вітчизняного законодавства з питань функціонування фінансового ринку з міжнародними нормами і директивами ЄС;
- по-друге, модернізацію інструментарію і важелів державного регулювання на підставі оцінки дієвості інструментів впливу на учасників

ринку й адекватності імплементації міжнародних стандартів і норм регулювання фінансового ринку;

- по-третє, оптимізацію взаємодії між державними регуляторами, учасниками ринку, саморегулювальними організаціями, об'єднаннями споживачів фінансових послуг з метою досягнення максимальної його політико-фінансової незалежності, прозорості, відкритості й лібералізації.

Наголосимо, що останніми роками в Україні прийнято низку нормативно-правових актів, якими закладено основу розбудови системи регулювання вітчизняного фінансового ринку і нагляду за ним для її уніфікації й узгодження з міжнародними стандартами і директивами ЄС. До них належать Закони України: “Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо запобігання негативному впливу на стабільність банківської системи” від 4 липня 2014 р. № 1586-VII; “Про внесення змін до Закону України “Про банки і банківську діяльність” щодо визначення особливостей корпоративного управління в банках” від 4 липня 2014 р. № 1587-VII; “Про запобігання та протидію легалізації (відмиванню) доходів, отриманих злочинним шляхом, фінансуванню тероризму та фінансуванню розповсюдження зброї масового знищення” від 14 жовтня 2014 р. № 1702-VII; “Про заходи, спрямовані на сприяння капіталізації та реструктуризації банків” від 28 грудня 2014 р. № 78-VIII; “Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо відповідальності пов'язаних із банком осіб” від 3 березня 2015 р. № 218-VII; “Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо захисту прав інвесторів” від 7 квітня 2015 р. № 289-VIII; “Про внесення змін до Податкового кодексу України щодо кредитних зобов'язань” від 9 квітня 2015 р. № 321-VIII; “Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо умов повернення строкових депозитів” від 14 травня 2015 р. № 424-VIII; “Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо розбудови інституційної спроможності Національного банку України” від 18 червня 2015 р. № 541-VIII; “Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо вдосконалення системи гарантування вкладів фізичних осіб та виведення неплатоспроможних банків з ринку” від 16 липня 2015 р. № 629-VIII; “Про внесення змін до Закону України “Про цінні папери та фондовий ринок” стосовно державних деривативів щодо реструктуризації державного та

гарантованого державою боргу та його часткового списання” від 17 вересня 2015 р. № 701-VIII; “Про внесення змін до Закону України “Про заходи, спрямовані на сприяння капіталізації та реструктуризації банків” від 24 грудня 2015 р. № 913-VIII; “Про внесення змін до законів України “Про державну виконавчу службу” та “Про виконавче провадження” від 2 червня 2016 р. № 1403-VIII і № 1404-VIII; “Про фінансову реструктуризацію” від 14 червня 2016 р. № 1414-VIII (діє до 19 жовтня 2019 р.); “Про внесення змін до деяких законів України щодо усунення адміністративних бар’єрів для експорту послуг” від 3 листопада 2016 р. № 1724-VIII; “Про тимчасові особливості здійснення заходів державного нагляду (контролю) у сфері господарської діяльності” від 3 листопада 2016 р. № 1728-VIII; “Про споживче кредитування” від 15 листопада 2016 р. № 1734-VIII; “Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо відновлення кредитування” від 3 липня 2018 р. № 6027-Д.

Досі на стадії розгляду понад 30 законодавчих актів, ухвалення яких забезпечить реформування організаційно-інституційної структури вітчизняного фінансового ринку та поліпшить доступ до міжнародного фінансового ринку, дасть змогу відновити кредитування реального сектора економіки, активізує окремі сегменти ринку небанківських послуг, підвищить рівень корпоративного управління і захисту прав кредиторів, споживачів та інших учасників ринку. Як стверджує С. Ачкасова [630, с. 51], умовами для зміни державного регулювання страхового ринку відповідно до стандартів Європейського Союзу є не лише захист інтересів страхувальників і створення умов для розвитку ринку, а й потреба “забезпечити захист прав клієнтів, дотримання вимог законодавства, протидії монополізації і створення умов для справедливої конкуренції на страховому ринку”, що уособлює трансформацію його цілей.

Правомірно, що учасники фінансового ринку, як і страхового, мають відчутти системну державну підтримку, яка ґрунтується на принципах, розроблених та уніфікованих міжнародними інституціями у сфері контролю й нагляду. До цих організацій належать такі: Базельський комітет з питань банківського нагляду при Банку міжнародних розрахунків (*Basel Committee on Banking Supervision of the Bank for international Settlements (BCBS of BIS)*); Міжнародна організація комісій з цінних паперів (*International*

Organization of Securities Commissions (IOSCO)); Міжнародна асоціація страхового нагляду (*International Association of Insurance Supervision (IAIS)*); Міжнародна експертна група з розроблення фінансових заходів боротьби з відмиванням грошей (*Financial Action Task Force on Money Laundering (FATF)*); Комітет з питань платіжних та розрахункових систем (*Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS)*), з 2014 р. перейменованій у Комітет з питань платіжних та ринкових інфраструктур (*Committee on Payments and Market Infrastructures (CPMI)*); Комітет з глобальної фінансової системи (*Committee on the Global Financial System (CGFS)*) та ін. Ці установи аргументують чотири принципи державного регулювання – прозорість, платоспроможність, фінансову стійкість і відповідальність. На нашу думку, їх доцільно доповнити ще такими:

а) рівності умов регулювання різних фінансових посередників, які діють на одному сегменті фінансового ринку;

б) гармонізації цілей регулювання, які втілені в єдиній фінансовій і грошово-кредитній політиці;

в) мережевої організації регулювання фінансового ринку як синтезу інституційного, функціонального та цільового підходів до побудови системи регулювання. Яскравим прикладом цього є інтегральна модель регулювання, де чітко простежено всі аспекти архітектури регулювання з відповідними інститутами, покладеними на них функціональними повноваженнями і цілями.

Проте є низка інших чинників, які стримують еволюцію вітчизняного фінансового ринку в сучасний конкурентоспроможний фінансовий центр, а саме: недосконалість забезпечення ефективного державного контролю і нагляду; високі корпоративні ризики, зумовлені недостатнім рівнем захисту прав власності; незначні масштаби та капіталізація і висока волатильність; значний рівень регулятивних витрат і адміністративних бар'єрів тощо. Лише комплексне усунення цих чинників забезпечить розвиток та євроінтеграцію вітчизняного фінансового ринку.

Як свідчить світова практика, централізація дає змогу подолати низку невирішених досі проблем інституційно-організаційного характеру, нівелюючи конфлікти, які виникають чи можуть виникати між різними регулятивними структурами, підвищуючи водночас ефективність нагляду в

умовах функціонування на ринку фінансових груп, до складу яких входять банки, брокерські, страхові компанії й інші професійні учасники, та гарантуючи прозорість регулювання. З цієї причини першочерговим завданням, яке сьогодні потребує вирішення, є модифікація чинної моделі регулювання фінансового ринку з метою переходу до консолідованої її варіації, тобто створення мегарегулятора. Зрозуміло, що це питання дискусійне, оскільки пов'язане з низкою ризиків, які супроводжуватимуть цей процес. Передусім необхідно врахувати, що впродовж періоду проведення такої реорганізації механізм регулювання та нагляду функціонуватиме менш ефективно, а це потенційно може спричинити низку банкрутств і зловживань у фінансовій сфері. За таких умов уся відповідальність покладатиметься на системи та принципи самоконтролю й публічності діяльності фінансових посередників у країні. Водночас серед чинників, які актуалізують необхідність створення мегарегулятора, доцільно виділити такі:

а) забезпечення однакових вимог до діяльності учасників фінансового ринку, що дасть змогу мінімізувати обсяги переливу капіталу з жорсткіше регульованого сегмента ринку до менш регульованого в межах країни чи за кордон (дотримання принципу рівності умов регулювання);

б) процеси глобалізації, які сприяють створенню фінансових конгломератів і, відповідно, перенесенню ризиків декількох фінансових установ в одну. Сладна структура конгломерату без єдиного регулятора дає змогу штучно збільшувати капітал, поширювати конфіденційну інформацію про клієнта між учасниками об'єднання, застосовувати демпінгові ціни на послуги у фінансових пакетах тощо, що ускладнює процес регулювання за нормативами капіталу і ризику;

в) явище деконструкції – розподіл процесу отримання доданої вартості фінансових послуг на частини, кожна з яких надає інша структура. Тобто виникає низка структур, що вибирають найприбутковішу частину;

г) створення фінансових інновацій (нові продукти мають в основі дохідні активи і несуть вищий ступінь ризику, що збільшує вимоги до капіталу) та регуляційний арбітраж (один і той же продукт можна продавати в різних установах) потребують створення єдиної цілісної системи їхнього регулювання, однакового оподаткування, звітності або винесення продукту в окрему сферу.

Зазначимо, що зростання кількості та обсягів фінансових операцій і ускладнення нагляду за фінансовим ринком з огляду на появу конгломератів потребує розширення міжнародної співпраці органів фінансового нагляду. Ефективне поєднання належного нагляду на національному рівні в країні розміщення фінансової установи з дієвим наглядом на консолідованій основі в країні реєстрації потребує тіснішої співпраці, чого можна досягти в разі обміну інформацією, поглиблення знань про фінансові інструменти та зміцнення зв'язків з фінансовими групами.

Очевидно, що створення мегарегулятора не може відбуватися за умов кризи в банківській системі зокрема та фінансовій загалом. Саме тому передумовами його запровадження є виявлення, діагностика й подолання кризових явищ у вітчизняному фінансовому просторі. На нашу думку, під час такої роботи доцільно враховувати різні фази кризи (кожна з яких має особливості), оскільки без реалізації системи антикризових заходів створення мегарегулятора не дасть очікуваних результатів. Тому процес його заснування повинен передбачати, на наш погляд, конкретні дії (рис. 6.6).

Сучасна криза дала змогу виявити проблемні місця на вітчизняному фінансовому ринку (етап 1), а фактично вжиті заходи нівелювати основні загрози в короткотерміновому періоді (етап 2), проте для повного оздоровлення (етап 3), на наш погляд, потрібно:

- проводити політику інфляційного таргетування для отримання суб'єктами фінансового ринку можливості прогнозувати рівень інфляції;
- оздоровити структуру платіжного балансу країни (передусім змістити акценти з експорту сировини на експорт готової продукції та з імпорту готової продукції на імпорт капіталів і нових технологій);
- створити механізми стимулювання розвитку регіональної економіки та зміщення акцентів з торгівлі на реальне виробництво;
- змінити структуру видатків державного бюджету збільшенням частки бюджету розвитку і зменшенням споживання й трансферів;
- посилити нагляд за фінансовими установами щодо наявності адекватного власного капіталу, оцінки об'єктивної ризикованості операцій.

Деякі з перелічених заходів уже запроваджено в нормативно-правових актах, однак більшість з них лише задекларовано. Водночас на підставі аналізу світового досвіду механізмів регулювання фінансового ринку визначено,



Рис. 6.6. Етапи реформування фінансового нагляду та регулювання в Україні

Джерело: розроблено автором.

що створення ефективного мегарегулятора в Україні повинно стати стратегічним завданням для уряду в найближчій перспективі. На нашу думку, для успішної реалізації запропонованого етапу зміцнення необхідно:

- втілити декларований у законодавстві принцип прозорості й незалежності фінансового нагляду і регулювання;
- систематизувати банківське та фінансове законодавство ухваленням галузевого кодексу, який не суперечитиме відповідним міжнародним нормам;
- підвищити ефективність системи ризик-менеджменту у фінансових установах;
- визначити стратегію та виробити механізм залучення іноземного капіталу у вітчизняній структурі фінансового ринку;

- посилити роль фінансових інституцій у реалізації політики детінізації економіки зменшенням позабанківського обігу грошей та їхньою легалізацією;
- підвищити участь банків у посткризовому відновленні економіки, залучаючи кошти домогосподарств для кредитування реального сектора національної економіки.

На підставі аналізу досвіду розвинених країн щодо формування та функціонування мегарегуляторів аргументовано, що доцільними й оптимальними для України є два способи: 1) заснування окремого незалежного мегарегулятора (нова структура); 2) створення мегарегулятора на основі Національного банку України (оскільки вітчизняний фінансовий сектор є банкоцентричним) об'єднанням органів нагляду в різних сегментах фінансового ринку в єдину структуру [226, с. 15]. Різниця між цими варіантами полягає в технічному аспекті. За першим сценарієм можливі такі ризики: 1) втрати контролю над фінансовим ринком у період реорганізації наглядових структур; 2) низька ймовірність створення єдиної узгодженої організаційно-економічної системи мегарегулятора (створення нового програмного забезпечення, визначення посадових обов'язків персоналу, ризик втрати кваліфікованого персоналу та інформаційної цілісності наглядових структур).

Реалізація другого сценарію передбачає очевидну перевагу, яка полягає в тому, що центром новоствореного мегарегулятора буде НБУ, повноваження якого поступово розширюватимуться наглядом за небанківськими фінансовими установами. Це дасть змогу уникнути ризиків або їх мінімізувати. За реалізації першого варіанта потрібно наголосити на необхідності виділення в запропонованій стратегії додаткового перехідного етапу (назвемо його “організаційним”), оскільки новоутворений мегарегулятор потребуватиме значних затрат часу і ресурсів для початку функціонування. З огляду на зазначене та зважаючи на дефіцит державного бюджету, найдоцільнішим сьогодні в Україні є створення мегарегулятора на основі НБУ.

Однак зазначимо, що заснування мегарегулятора пов'язане з певними недоліками: адміністративно-бюрократичні перепони, використання корупційних схем у діяльності тощо. Проте у зв'язку з ускладненням фінансових операцій, конвергенцією фінансових посередників, глобалізацією і формуванням фінансових конгломератів та промислово-фінансових груп виникає

обґрунтована потреба у створенні єдиної наглядової структури, яка мінімізує ризики фінансового сектора економіки і дасть змогу запобігти настанню фінансових криз у майбутньому [210, с. 37].

Отже, модифікація моделі державного регулювання фінансового ринку і нагляду за ним в умовах глобалізації, конвергенції та консолідації, а також якісні зміни умов функціонування самих фінансових інститутів зумовили об'єктивну потребу вдосконалення його механізму. Авторське бачення його складових відображено у додатку 62. З нього бачимо, що на засадах принципів законності, незалежності, оперативності, системності, прозорості, справедливості, рівності умов регулювання фінансових посередників, гармонізації цілей регулювання та мережевої його організації формуються такі рівні забезпеченості цього механізму: нормативно-правовий, організаційно-інфраструктурний, методичний та аналітичний. Унаслідок їхньої взаємодії формуються умови ефективної реалізації методів, важелів та інструментів державного регулювання і саморегулювання на фінансовому ринку, які систематизовано у додатку 63.

Діяльність наведених у цьому додатку органів регулювання бізнес-процесів на фінансовому ринку і нагляду за ними має бути узгодженою та спрямованою на ведення єдиної державної політики з метою постійного моніторингу й оцінювання ризику втрати стабільності фінансовими посередниками, а також забезпечення пруденційного нагляду [248, с. 19], особливо за умов новітніх викликів і загроз. Цьому сприятиме також розвиток методичних засад системи оцінювання ймовірності виникнення внутрішніх і зовнішніх шоків. Нині з-поміж інструментів регулювання та пруденційного нагляду в Україні застосовують і ті, які мають запобіжний вплив на діяльність фінансових посередників. Водночас окремі з них є доволі радикального характеру. У сукупності вони визначають кількісні та якісні параметри діяльності регулятора. Динаміку інструментів державного регулювання вітчизняного фінансового ринку в розрізі основних його регуляторів наведено в додатку 64.

В Україні найдієвішими та найуживанішими останніми роками були такі інструменти державного регулювання: анульовані ліцензії; позапланові перевірки фінансових установ і суб'єктів первинного фінансового моніторингу (СПФМ); складені акти про правопорушення; штрафні санкції за порушення

норм законодавства і правил ведення бізнесу; звернення громадян, що надійшли до регулятора. У динаміці вони дають змогу оцінити дієвість державного впливу на суб'єктів фінансового ринку. Наприклад, усі три державні регулятори найчастіше використовували щодо фінансових посередників і посадових осіб штрафні санкції. Причому у 2013 р. НКЦПФР їх накладено майже 7,5 тис. од., а в наступні роки цей інструмент замінено анулюванням ліцензій: у 2015 р. скасовано 242 ліцензії на право ведення діяльності. Цього ж року НКФП анулювала 572 ліцензії (найбільше за досліджуваний період), а НБУ – 21 генеральну ліцензію. З 2014 р. різко зменшилась кількість позапланових і планових перевірок через дію мораторію на проведення органами державного нагляду (контролю) планових заходів у сфері господарської діяльності, який продовжено до 31 грудня 2018 р. Законом України “Про Державний бюджет України на 2018 рік” від 7 грудня 2017 р. за № 2246-VIII [373].

Отже, державні регулятори цілеспрямовано працюють у напрямі підвищення рівня фінансової дисципліни, інформованості учасників ринку і зацікавлених осіб (стейкхолдерів) щодо чинного законодавства, швидкого реагування на запити споживачів фінансових послуг й особистого прийому громадян, забезпечення зворотного зв'язку, прозорості інформації тощо. У цьому разі є низка моментів, які потребують вирішення: виведення регуляторів з-під мораторію на перевірки, що дасть змогу підвищити відповідальність осіб і фінансових установ за порушення норм законодавства; затвердження критеріїв, за якими оцінюють ступінь ризику від провадження господарської діяльності і визначають періодичність проведення регуляторами планових заходів державного нагляду (контролю); надання постановам про накладення штрафних санкцій статусу виконавчого документа [391].

Для підвищення ефективності функціонування та регулювання фінансового ринку, доцільним є створення державної системи інформації з питань фінансової глобалізації та євроінтеграції, головним завданням якої має бути допомога економічним суб'єктам зорієнтуватися в правилах і нормах глобального фінансового простору й висвітленні процесу їх імплементації у вітчизняне законодавство. Ця система повинна мати розширену мережу центрів консультування і підготовки кадрів на місцях.

Загалом глобалізація та інтеграція у світовий фінансовий простір ставлять нові вимоги перед учасниками вітчизняного фінансового ринку щодо такого:

1) посилення моніторингу й контролю за операціями з метою недопущення фінансових зловживань і порушень;

2) поліпшення системи ризик-менеджменту й корпоративного управління задля збереження конкурентних переваг;

3) удосконалення інформаційно-технологічного забезпечення надання фінансових послуг (формування баз даних для оцінки ризиків, упровадження мобільних додатків тощо);

4) запровадження сучасних заходів щодо захисту персональних даних, гарантування кібербезпеки;

5) дотримання єдиних правил і процедур виконання фінансових операцій;

б) постійне оновлення (інноваційність) асортименту фінансових послуг та механізмів їхнього просування на ринку для максимального задоволення потреб економічних суб'єктів.

З огляду на сучасні тенденції розвитку світового фінансового простору важливу роль у створенні ефективної системи державного регулювання вітчизняного фінансового ринку повинні відігравати саморегульовальні організації (СРО). Саме на них покладено завдання створення якнайвигідніших умов еволюції фінансових посередників і захисту їхніх прав перед державними органами влади й іншими економічними суб'єктами. Крім того, СРО мають сприяти формуванню висококонкурентного середовища й сумлінній діяльності всіх зацікавлених суб'єктів фінансового ринку, оскільки ці інституції глибоко усвідомлюють його потреби та можливості. У їхніх інтересах – розвивати галузь, очищаючи її від недобросовісних учасників і правопорушників.

Погоджуємося з думкою С. Січка [435, с. 495], який зазначає, що саморегулювання має низку переваг перед державним регулюванням, зокрема, такі: нижчий рівень бюрократизації, значно менше фінансове навантаження на державу, ліпший контроль за збереженням балансу інтересів професійної спільноти та інтересів суспільства, залучення галузевих фахівців до нормотворчого процесу, збільшення передумов для здорової конкуренції у професійній спільноті, мінімізація корупційних ризиків тощо. Тому в Україні необхідно розвивати й посилювати роль СРО як чинника

еволюції правової культури і з метою розширення інструментарію регулювання фінансового ринку. У цьому контексті в умовах сьогодення доцільно:

1) сформувати єдину концепцію і модель саморегулювання та розробити й ухвалити відповідні нормативно-правові акти (насамперед Закон України “Про саморегулювальні організації”), які чітко регламентуватимуть принципи побудови й основні засади діяльності таких організацій;

2) визначити процедуру делегування СРО повноважень щодо нагляду за добросовісністю конкуренції на відповідних сегментах фінансового ринку, у тому числі розробленням та впровадженням кодексів професійної етики, права на застосування заходів впливу [82, с. 79] тощо з метою уникнення дублювання функцій органів державного регулювання;

3) долучати СРО до правотворчих процесів на фінансовому ринку, а самим організаціям створити гарантійні (страхові) фонди задля додаткового убезпечення своїх членів від наслідків непередбачуваних викликів і загроз, які супроводжують господарську діяльність.

Уважаємо, що ефективне функціонування СРО забезпечить таке: зниження обсягу державних видатків, спрямованих на регулювання бізнес-процесів на фінансовому ринку; професійний контроль за добросовісністю його суб’єктів і зацікавлених осіб, за якістю послуг, а також їхнє “розумне регулювання”; підвищення відповідальності учасників СРО за наслідки власних дій; захист професійних інтересів своїх членів перед державними регуляторами й іншими структурами; оптимізацію взаємодії між державними регуляторами, учасниками ринку, саморегулювальними організаціями, об’єднаннями споживачів фінансових послуг з метою досягнення максимальної політичної та фінансової незалежності, прозорості, відкритості.

Отже, наголосимо, що для забезпечення розвитку вітчизняного фінансового ринку, гарантування його конкурентоспроможності та інтеграції у світовий фінансовий простір необхідне адекватне державне регулювання, особливо з появою нових гравців – транснаціональних банків та компаній, фінансових конгломератів тощо, що є наслідком процесів глобалізації, конвергенції та консолідації. Чільні місця в удосконаленні системи регулювання і нагляду має бути відведено:

1) державному регулятору, діяльність якого має відбуватись на таких засадах [742]: визначеному колі регуляторних обов’язків і повноважень, адміністративній автономії, політичній незалежності й громадській підзвітності;

2) саморегульовальним організаціям, що моніторять дотримання етичних норм діяльності та стандартів якості надання фінансових послуг, сприяють підвищенню правової культури в країні, долученню професійних учасників і громадськості до регулювання фінансового ринку.

Загалом новими векторами державного регулювання фінансового ринку України визначено: модифікацію діючих форм і моделей державного регулювання, зокрема перехід до нової інтегрованої моделі завдяки створенню мегарегулятора; узгодження вітчизняного законодавства з питань функціонування фінансового ринку з міжнародними нормами і директивами ЄС; модернізацію інструментарію і важелів державного регулювання; урахування учасниками і зацікавленими суб'єктами нових вимог, можливостей і перепон, які ставить перед ними глобалізація та лібералізація міжнародного переміщення капіталу; оптимізацію взаємодії між державними регуляторами, учасниками ринку, саморегульовальними організаціями, об'єднаннями споживачів фінансових послуг.

Водночас зважаючи на європейський курс розвитку України перед державою, сподіваємося у середньотерміновій перспективі, постане завдання набуття повноправного членства в ЄС, що передбачає обов'язкове виконання Маастрихтських критеріїв. Очевидно, що інтеграція України у міжнародний фінансовий простір відбуватиметься власне у контексті євроінтеграції, тому й пріоритетні напрями необхідно розглядати крізь призму такої інтеграції і досягнення державою відповідного рівня критеріїв конвергенції. Принагідно зазначимо, що критерії конвергенції (зближення) або Маастрихтські критерії – це умови, виконання яких дає державам ЄС право приєднатися до третього етапу інтеграції – Економічного й монетарного союзу. Договір про ЄС визначає п'ять критеріїв конвергенції, які стосуються цінової стабільності, дефіциту бюджету, державного боргу, стабільності національної валюти та процентних ставок, а саме:

- відношення державного дефіциту до валового внутрішнього продукту не повинно перевищувати 3%;
- стабільність цін і сталість середніх темпів інфляції протягом одного року до проведення оцінювання; при цьому показник росту інфляції не може більш ніж на півтора відсотки перевищувати відповідні показники трьох найкращих (з погляду цінової стабільності) країн-членів;

- відношення державного боргу до валового внутрішнього продукту не повинно перевищувати 60%;
- довготермінова номінальна процентна ставка не повинна перевищувати більш, ніж на два відсотки відповідні показники трьох найкращих (з погляду цінової стабільності) країн-членів;
- упродовж щонайменше двох років і без значного напруження з боку відповідної країни, нормальне відхилення величини обмінного курсу не повинно виходити за граничні значення, передбачені механізмом обмінного курсу країн-членів [263].

Завдання інтеграції до глобального фінансового простору, що стоїть перед Україною, вимагає врахування особливостей сучасної структури світової економіки, ретельного вибору і використання інструментів, які здатні забезпечити максимальну швидкість та ефективність такої інтеграції й одночасно мінімізувати можливі загрози. Тому для успішної інтеграції важливо врахувати досвід іноземних країн, передовсім ЦСЄ, щодо кроків поглиблення євроінтеграції. Гармонізація чинної вітчизняної нормативно-правової бази функціонування усіх секторів фінансового ринку із міжнародними стандартами є першочерговим завданням, реалізація якого є необхідною для ефективнішої кооперації його суб'єктів з іноземними партнерами, зокрема розвитку транскордонних фінансових кластерів.

Отже, формування передумов розвитку фінансового ринку та загалом національної економіки України відповідно до Маастрихтських критеріїв передбачає необхідність проведення структурних реформ не лише у фінансовому, а й у реальному секторі. Крім того, формування макроекономічних передумов євроінтеграції України повинно здійснюватися паралельно з активізацією діяльності мікрорівневих інтеграторів (у розрізі різних ринків, їх сегментів та навіть окремих економічних суб'єктів), що сприятиме її органічному залученню до європейського економічного середовища у середньотерміновій перспективі.

ВИСНОВКИ

Узагальнення теоретико-методологічних напрацювань і дослідження особливостей функціонування вітчизняного фінансового ринку в умовах глобалізації та інтеграції у світовий фінансовий простір дало змогу дійти таких висновків теоретичного, методологічного й науково-прикладного характеру:

1. Особливість функціонування ринкової економіки полягає в тому, що питання господарського життя вирішують взаємодією попиту і пропозиції, які формуються на різноманітних сегментах національного ринку. За сучасного розмаїття ринків економічних ресурсів пріоритетним є власне фінансовий ринок, який є важливою частиною фінансового простору держави і регулятором багатьох процесів в економічній системі країни й безпосередньо відображає ефективність функціонування всіх інших ринків та найбільшою мірою визначає рівень розвитку національної економіки.

Здійснений теоретико-методологічний аналіз праць учених-економістів дав змогу систематизувати та узагальнити наукові підходи до розуміння сутності, складових та функціонального призначення фінансового ринку, зокрема: уточнено співвідношення понять “фінансовий простір”, “фінансова система”, “фінансовий ринок”, “ринок фінансових послуг”, що дало можливість ґрунтовніше визначити місце і завдання фінансового ринку в національній економіці; виокремлено функціональний та інституційний підхід до тлумачення цього поняття; удосконалено, ґрунтуючись на економічній природі відносин, що виникають між суб’єктами фінансового ринку, класифікацію його сегментів відповідно до форм купівлі-продажу тимчасово вільних грошових коштів, а саме виділено такі: 1) ринок позикових коштів, де гроші (вітчизняні чи іноземні) передають на певний час за відповідну плату (два підсегменти: а) ринок кредитів, де укладають угоди про позику, які неможливо передати третій стороні (боргова розписка, простий вексель, кредитна угода тощо); б) ринок боргових цінних паперів (облігацій, казначейських зобов’язань, тратт тощо), які перебувають у вільному обігу); 2) ринок пайових цінних паперів (акцій), де грошові кошти передають назавжди, але також за відповідну плату (дивіденди).

2. Проведений аналіз моделі кругообігу грошей, ресурсів, товарів та послуг у відкритій економічній системі держави дав змогу виявити і відстежити напрями формування більшості грошових потоків, які опосередковують фінансові відносини між економічними суб'єктами в національній економіці, визначають особливості функціонування і розвитку основних видів ринків та їхнє обслуговування з урахуванням специфіки кожного з них. У роботі зазначено, що у разі виникнення дисбалансів (нестабільності) на національному фінансовому ринку, спричинених ендегенними чи екзогенними чинниками, в процес його функціонування змушений втрутитися центральний банк, у зв'язку з чим утворюється ще один грошовий потік - це може бути як поповнення обігу додатковою кількістю грошей через збільшення обсягів кредитування центральним банком фінансових посередників, так і вилучення їх надлишку.

3. Розроблено функціональну схему, яка відображає взаємозв'язки національного та міжнародного фінансових ринків, зокрема, уточнено форми міжнародного переміщення грошового капіталу за допомогою фінансового ринку, а саме: у формі позикового і підприємницького капіталу, а також у формі фінансової допомоги у вигляді сприяння розвитку – надання позикового та підприємницького капіталу на пільгових (неринкових) умовах. Відзначено, що отримана іноземна валюта в Україні доволі часто виконує функції грошей поряд з національною грошовою одиницею і є об'єктом купівлі–продажу на внутрішньому фінансовому ринку. Це можуть бути як банківські позики в іноземній валюті, так і випуск та продаж вітчизняних цінних паперів, номінованих в іноземній валюті, а відповідна частина сегментів національного фінансового ринку є внутрішнім євроринком.

Виявлено тенденції, які характеризують сучасний розвиток національних фінансових ринків – це глобалізація грошових потоків, фінансові інновації, суттєве зростання обсягів купівлі–продажу тимчасово вільних грошових коштів за допомогою цінних паперів, особливо урядами держав. Зазначені тенденції дають змогу заощадникам диверсифікувати вкладення, а позичальникам – джерела фінансування.

4. Критичний аналіз наявних класифікацій фінансових посередників дав змогу дійти до висновку, що вони не повною мірою відображають

специфіку функціонування фінансового ринку та його інфраструктуру, зважаючи на сутність та загальноприйняте визначення самого терміна “інфраструктура”. З огляду на це доведено, що усі покупці та продавці тимчасово вільних грошових коштів є суб’єктами фінансового ринку, а не елементами його інфраструктури. Водночас, якщо піднятися на вищий рівень агрегування, то з позиції фінансового простору всі фінансові посередники є складовими його інфраструктури.

Встановлено, що високий рівень конкуренції на фінансовому ринку приводить до появи фінансових інновацій, зміни функцій, інструментів та послуг фінансових посередників й елементів його інфраструктури. Відповідно трансформується структура самого ринку – відбувається інтеграція та конвергенція фінансових інститутів. У цьому контексті автором зроблено висновок, що фінансові інститути, з одного боку, є конкурентами в боротьбі за гроші заощадників, а з іншого, – конвергенцією уподібнюються й отримують спільні риси у своїй діяльності. Зважаючи на це в національній економіці формується синергетичний ефект: розвиток фінансових посередників сприяє зростанню фінансового ринку, а той – розширенню можливостей посередників у залученні тимчасово вільних грошових коштів, що виявляється в розробленні та впровадженні нових фінансових інструментів і продуктів.

5. Новітні досягнення науки і техніки на початку XXI ст. привели до появи на фінансовому ринку абсолютно нових посередників – фінтех-компаній, які використовують сучасні технології для створення нових або поліпшення традиційних програм, процесів, продуктів чи бізнес-моделей у галузі фінансових послуг. Встановлено, що регулятори не встигають за активним фінтех-рухом, і далеко не в усіх країнах, у тому числі й Україні, створена й діє відповідна нормативна база; особливо відстає законодавство від стрімкого розвитку криптовалют. Однак власне сучасна різноманітність фінансових інструментів та поява фінансових інновацій формують економічний поступ, зрештою, цивілізаційний розвиток і є визначальним феноменом глобальних трансформацій суспільства.

6. На основі ґрунтовного аналізу теорій міжнародного переміщення грошового капіталу зроблено висновок, що процеси глобалізації та інтеграції у міжнародному економічному середовищі дають змогу країнам,

що розвиваються, наздоганяти і навіть випереджати розвинені держави за умови відкритості їхніх господарських систем для зовнішнього світу. За допомогою моделі Г. Мак-Дугала охарактеризовано економічні ефекти від міжнародного переміщення капіталу у формі прямих інвестицій та доведено, що воно приводить до збільшення обсягів виробництва та доходів у світовому масштабі і сприяє покращенню рівня життя у країнах, які беруть у ньому участь. З'ясовано, що портфельні інвестиції сильніше залежать від економічної та політичної кон'юнктури, ніж прямі. Тому у роботі наголошено на необхідності пошуку інструментів протидії швидкому виведенню спекулятивного капіталу, адже, зважаючи на високий рівень інтегрованості фінансових ринків, масова втеча капіталу стає причиною економічних потрясінь як у самій державі, так і за її межами. Проте усунення бар'єрів для вільного переміщення грошового капіталу вигідне світу загалом і тим економічним суб'єктам, для яких це дає додаткові можливості, однак завдає шкоди тим, для яких означає жорсткішу конкуренцію.

7. Для оцінювання глибини інтегрованості фінансових ринків систематизовано відповідний методичний інструментарій, у межах якого всі методи оцінювання розділено на три групи показників: кількісні (оцінювання відкритості), якісні (інституційні, де юре, зокрема: оцінювання доступності за наслідками дерегуляції; уніфікації правил, принципів, підходів, законодавства; створення спільних координаційних або інтеграційних інституцій тощо) та цінові (оцінювання єдності за критерієм вирівнювання цін, тобто процентних ставок на ідентичні (гомогенні) фінансові інструменти). Наголошено, що у сучасних наукових дослідженнях ці показники, зазвичай, намагаються звести до єдиного інтегрованого гібридного індексу.

8. Аргументовано, що для досягнення визначеної мети та завдань наукового дослідження особливостей функціонування вітчизняного фінансового ринку потрібне комплексне застосування методології системного, інституційного, синергетичного, поведінкового та програмно-цільового підходів, що дасть змогу глибше пізнати це складне економічне явище, дати об'єктивну оцінку сучасним тенденціям його розвитку, чітко виокремити проблеми й обґрунтувати пріоритетні напрями та механізми забезпечення його розбудови. Дослідженням підтверджено, що формування

ринкових відносин в Україні спричинило докорінні зміни у вітчизняній економічній системі: з'явилися нові фінансові інститути, послуги (продукти), урізноманітнилися зв'язки економічних суб'єктів, а впровадження інформаційних технологій пришвидшило інтеграцію національної економіки у світове господарство. Загалом за умов цифрової економіки зріс рівень взаємозалежності країн і сформувався єдиний світовий економічний простір, який є найдинамічнішою складовою загального процесу глобалізації й відіграє щораз більшу роль у розвитку людської цивілізації. У контексті розглянутого наголосимо, що найшвидше інтеграція країн відбувається власне у фінансовій сфері внаслідок зростання масштабів міжнародного переміщення фінансового капіталу в різних формах через національні фінансові ринки, що змінило їхню структуру, інструменти й навіть самих фінансових посередників через конвергенції їхніх функцій і форм діяльності.

9. Встановлено, що процес функціонування та розвитку фінансового ринку – це безперервні, динамічні та багатопланові організаційно-структурні (зміна внутрішньої інституційної будови та системи зв'язків між його сегментами) й функціональні (зміна інституційних функцій і завдань) перетворення, які відбуваються за певної невизначеності та мінливості, що зумовлені постійною дією чинників, які не завжди піддаються чіткій формалізації та кількісній оцінці, з огляду на це проблематика його дослідження має багатоаспектний та міждисциплінарний характер. На наш погляд, застосування та поєднання різних підходів і методів наукового дослідження дасть змогу розвинути категорійно-понятійний апарат, глибше розкрити сутність та особливості сучасного стану фінансового ринку, виявити актуальні проблеми і розробити рекомендації щодо подальшого вдосконалення механізмів регулювання його розвитку як загалом, так і в розрізі окремих сегментів.

Акцентовано, що розвиток фінансового ринку має відбуватись у напрямі утвердження організованих економічних відносин і прозорої економічної політики держави, що сприятиме мінімізації ризиків різного походження і створенню сприятливого інституційного середовища в країні. Подальше вдосконалення інституційної структури ринку потребує від уряду проведення економічної політики, спрямованої на забезпечення адаптованих до вітчизняних реалій алгоритмів взаємодії економічних

суб'єктів і орієнтування їх на фінансування розвитку національної економіки. Досягнення цієї стратегічної мети можливе лише за умови правильного вибору цілей розвитку в різних сферах інституційного забезпечення і сприяння консолідації інтересів учасників економічних відносин в країні.

10. З'ясовано, що у сучасній економічній науці різносторонні методологічні підходи до дослідження фінансового ринку не суперечать, а доповнюють один одного, тим самим підкреслюючи його складність і багатомірність. Економічні суб'єкти застосовують мікро- та мезоекономічний інструментарій для врахування різноманітних чинників під час ухвалення фінансових рішень та оцінювання їх впливу на формування і зміну попиту, пропозиції та рівноважної ціни грошей на різних сегментах фінансового ринку. У макроекономічних концепціях вивчають та агрегують мотиви їхньої поведінки у процесі вибору між використанням грошей для задоволення власних поточних потреб і доцільністю їх надання в позику, а також вивчають можливості впливу на ці процеси держави, оскільки зміни у споживанні, заощадженні й інвестуванні в ринковій економічній системі можуть призвести до значних коливань рівнів національного виробництва, зайнятості й цін. Аргументовано доцільність використання мікро-, мезо- та макроекономічного інструментарію для дослідження особливостей функціонування фінансового ринку за умов інтеграції у світовий фінансовий простір та обґрунтовано, що у такому разі необхідна певна його модифікація з метою проведення аналізу зовнішньоекономічних зв'язків країни.

Наголошено, що незалежно від мотивів та причин, заощадження втілюються в різних активах, основними з яких є такі: фінансові, нерухоме майно, коштовності, твори мистецтва, обладнання тощо. Доведено, що на вибір економічним суб'єктом активу впливає: розмір заощаджень, рівень віддачі (рентабельність), ризиковість і ліквідність активу, вартість отримання інформації про актив. Крім того, раціональні заощадники диверсифікують активи формуючи їхній портфель задля зниження ризиків, а на їх спроможність зробити це впливають: 1) вартість отримання інформації про альтернативні активи; 2) трансакційні витрати купівлі-продажу активів та володіння ними; 3) законодавчі обмеження щодо диверсифікації та вкладення коштів.

11. Визначено, що на тлі сучасних соціально-економічних трансформацій у сфері фінансових відносин, як і в інших сферах, індивіди керуються переважно поведінковими чинниками. Тому новітні напрями досліджень зосереджені на їх з'ясуванні, а також ролі й можливості держави в запобіганні нераціональній поведінці суб'єктів фінансового ринку й мінімізації її наслідків. Наголошено на необхідності врахування та впровадження у практику отриманих результатів наукових досліджень у сфері теорії біхевіористських фінансів у систему як саморегулювання, так і державного регулювання фінансового ринку.

12. З огляду на те, що у сучасному світі функції грошей виконує не тільки готівка, а й її замітники – банківські, фінансові та віртуальні гроші, а інколи й іноземна валюта, то зі збільшенням заміників грошей внаслідок фінансових інновацій виникає проблема у визначенні межі між ними й іншими фінансовими активами. Виявлено, що критерії їх розмежування у сучасній науці не узгоджені досі, а тому визначення кількості грошей в економіці (грошової маси), теж стає проблемним. Власне через це для вимірювання кількості грошей використовують не один, а декілька грошових агрегатів, які містять різні за рівнем ліквідності складові.

Обґрунтовано, що метод простого сумування не відповідає базовим правилам агрегування, оскільки компоненти грошової маси не є досконалими взаємозамінниками, а їх “відносна ціна” не є постійною величиною. Тому, показники обчислені за цим методом у міру зменшення ліквідності їхніх компонентів щораз менш коректно відображають кількість грошей в економіці. З огляду на це, автором рекомендовано використовувати агрегати *Divisia* зі змінними вагами для обчислення агрегованих монетарних показників. Побудова індексу *Divisia* для України передбачає такі основні три етапи: формування переліку монетарних компонент, визначення їх вагової структури та власне здійснення розрахунку. Адже, щоб бути ефективною, монетарна політика України має ґрунтуватись на вимірниках, які максимально точно відображають дійсність.

13. У процесі дослідження виявлено принципові відмінності між концепціями попиту на гроші на макрорівні, зокрема: в одних теоріях попит на гроші є чутливим до змін процентної ставки, а в інших – ні; кількість мотивів, які спонукають власників доходу володіти готівковими коштами

у них теж є різною; розуміння доходу також є відмінним – в одних це поточний дохід, а в інших постійний (очікуваний середній дохід у довготерміновому періоді). Сучасна концепція попиту на гроші синтезувала усі досліджені підходи та розглядає попит на реальні грошові залишки як попит на номінальні залишки поділені на рівень цін.

Акцентовано, що пропозиція грошей у національній економіці залежить від двох компонентів: 1) грошової бази, на величину якої впливає те, скільки грошей випустить в обіг центральний банк (так звані “екзогенні гроші”), і 2) діяльності фінансового ринку, адже що вища процентна ставка, то більше прибутку може отримати заощадник чи фінансовий посередник у разі надання позики і відповідно щораз більшою буде пропозиція грошей (“ендогенні гроші”). Роль фінансового ринку у формуванні пропозиції грошей в національній економіці залежить від величини грошового мультиплікатора. Грошовий мультиплікатор – це відношення грошової маси до грошової бази. Що більша величина мультиплікатора, то більш ендогенною є пропозиція грошей (то вищою є її залежність від стану та рівня розвитку фінансового ринку). Що менше значення, то більш екзогенною є пропозиція грошей, (більшою мірою визначається центральним банком). У роботі наголошено, що фінансовий ринок впливає лише на величину грошового мультиплікатора, а центральний банк як на його величину, так і на грошову базу. У разі відсутності фінансово-кредитних посередників грошова маса дорівнювала б грошовій базі.

14. Проведене дослідження дало змогу встановити, що у довготерміновому періоді валютний курс залежить від динаміки співвідношення цін на експортні та імпорتنі товари, а в короткотерміновому - від динаміки процентних ставок на міжнародному та вітчизняному фінансовому ринку. На основі теоретичного аналізу концепцій функціонування фінансового ринку зроблено такі висновки: 1) розуміння змін у базових визначниках кредитування (купівлі-продажу тимчасово вільних грошових коштів), важливе для пояснення змін реальних процентних ставок у світі; 2) зміни процентних ставок і валютних курсів у короткотерміновому періоді взаємопов’язані й повинні досліджуватися разом.

15. За результатами аналізу еволюції вітчизняного ринку боргових цінних паперів виділено чотири етапи його формування, які супроводжу-

валися появою нових фінансових інструментів і фінансових інститутів, зміною форм організації діяльності фінансових посередників. Встановлено, що боргові цінні папери набули широкого застосування у практиці суб'єктів господарювання і держави як одне з найефективніших джерел отримання позикових грошових коштів; найбільшого поширення набули корпоративні та державні облігації, а також векселі. Виявлено чітку тенденцію до зростання допущених до торгів на фондових біржах державних облігацій (I та II рівень лістингу). Акцентовано, що концентрація великих пакетів ОВДП у портфелі НБУ, а також інших державних банків не сприяє формуванню ринкових показників їх дохідності, адже її рівень визначається фактично на основі домовленостей між урядом та державними банками. Приватні банки купують ОВДП зважаючи на можливість рефінансування з боку центрального банку під їх заставу.

Загалом особливості функціонування вітчизняного ринку боргових цінних паперів визначені низькими темпами економічного розвитку країни, високими процентними ставками, дефіцитом внутрішніх заощаджень через незадовільний рівень доходів домогосподарств, значним кредитним ризиком, недостатньою кредитною та корпоративною культурами, слабким рівнем захисту прав заощадників-інвесторів і, відповідно, їхньою невисокою довірою. Усе це позначається на структурі досліджуваного ринку, наборі боргових фінансових інструментів, діях регулятора тощо. Для пришвидшення інтеграції вітчизняного ринку боргових цінних паперів у європейський фінансовий простір та посилення його ролі у забезпеченні економічного зростання країни необхідним є таке: зважений підхід до використання урядом ОВДП з метою мінімізації макроекономічного ефекту “витіснення приватних інвестицій”; спрощення процедури участі в торгах не лише для нерезидентів, а й резидентів (у тому числі до торгівлі в режимі онлайн); вжиття заходів щодо зменшення фінансових ризиків, а також витрат на погашення й обслуговування державних боргових цінних паперів; посилення відкритості й прозорості операцій на ринку; модернізація технологічної складової операцій з цінними паперами тощо.

16. Встановлено, що ринок пайових цінних паперів і загалом фондовий ринок України перебуває на низькому рівні розвитку, обмежено забезпечує інвестиційні потреби компаній реального сектора економіки,

має спекулятивний характер через високу частку позалістингових цінних паперів і тому практично не сприяє переміщенню фінансового капіталу в конкурентоспроможні підприємства та галузі вітчизняної економіки. Такі обставини сьогодні суттєво ускладнюють інтеграцію вітчизняного фондового ринку у європейський та світовий фінансовий простір. В Україні на цьому сегменті фінансового ринку нагромадилося чимало проблем, які потребують негайного вирішення. Передусім це стосується розвитку фінансової інфраструктури, удосконалення механізму торгівлі цінними паперами, поліпшення захисту прав кредиторів та інвесторів, системи розкриття інформації, випуску й обігу фінансових інструментів тощо. Зволікання з модернізацією фондового сегменту вітчизняного фінансового ринку не дає змоги суттєво поліпшити фінансування реального сектора національної економіки та підвищити його роль у забезпеченні економічного зростання.

17. Визначено, що формування вітчизняного фінансового посередництва відбувалося поетапно та має специфічні закономірності й суперечності розвитку. Сьогодні діяльність професійних учасників вітчизняного фінансового ринку визначена основними тенденціями і закономірностями розвитку економіки країни, зовнішніми та внутрішніми викликами й загрозами, посиленням процесів глобалізації та конвергенції. Для підвищення ефективності їхньої діяльності на фінансовому ринку України в умовах зростання відкритості економіки необхідними є подальші кроки стосовно реформування всього фінансового сектора держави. Передусім це стосується відновлення довіри до професійних учасників фінансового ринку. У контексті вирішення цієї проблеми важливими заходами повинні стати такі: інформування домогосподарств про діяльність фінансових посередників та їхній фінансовий стан (забезпечення вільного доступу до їхньої фінансової звітності, виконання ними нормативів регуляторів, результатів стрес-тестування, програм санації тощо); активізація ролі держави в розвитку, підвищенні ліквідності й капіталізації фінансового ринку; впровадження привабливих та інноваційних видів фінансових послуг й інструментів, зокрема, дозволити всім фінансовим посередникам дистанційну ідентифікацію та верифікацію клієнтів з використанням електронного цифрового підпису, системи *BankID* або відеоверифікації,

що дасть їм змогу надавати фінансові послуги онлайн з дотриманням вимог фінмоніторингу; узгодження регулювання вітчизняного фінансового ринку зі світовими стандартами та євроінтеграційними прагненнями держави.

18. Міжнародні потоки грошового капіталу завдяки процесам глобалізації й інтеграції стали невід'ємною складовою вітчизняної економіки та відіграють важливу роль на фінансовому ринку. Залучення до системи міжнародних валютно-фінансових відносин потенційно може генерувати позитивні результати для України за умови виваженої економічної політики й ефективного механізму її реалізації. Для національних корпорацій і банків це означає розширення бази кредиторів та інвесторів, отримання довготермінових позик, зниження процентних ставок за кредитами, підвищення ліквідності фінансових інструментів, для уряду – пом'якшення фінансових обмежень і створення сприятливих умов для економічного зростання.

На підставі аналізу побудованих у роботі економіко-математичних моделей зроблено висновок, що фінансова інтегрованість є значно вигіднішою автаркії. Зокрема, збільшення на один долар внутрішнього кредитування приватного сектору банками приводить до зростання ВВП на 1,27 дол. США, а збільшення чистих вимог фінансових корпорацій до центральних органів державного управління (збільшення кредитування уряду) – на 1,05 дол., натомість кожен долар отриманих особистих грошових переказів приводить до зростання ВВП на 6,39 дол., а прямих іноземних інвестицій – на 8,81 дол. США, що підтверджує не лише вигоди від фінансової інтеграції, а й значніший її вплив на економічне зростання в Україні порівняно з внутрішнім кредитуванням.

19. Процеси глобалізації та інтеграції змінюють національні фінансові простори, що виявляється в різних аспектах їхнього функціонування. Одним з них є проникнення іноземних фінансових установ на внутрішній фінансовий ринок такими двома способами: 1) створення фінансової інституції з нуля; 2) злиття та поглинання наявної інституції. У першому разі виникає нова юридична особа, а в другому – відбувається заміна вітчизняних власників іноземними. Дослідження показало, що допуск у країнах Центральної та Східної Європи до національних фінансових систем іноземних фінансових посередників наприкінці ХХ ст. суттєво вплинув на розвиток їхньої фінансової інфраструктури й архітектури, що змінило національні фінансові парадигми.

З'ясовано, що іноземні банки на українському ринку суттєво відрізняються за бізнес-моделями та обсягами контрольованих активів. Одні, надають перевагу обслуговуванню корпоративних клієнтів, інших банків та уряду й у них відсутня розгалужена мережа відділень та притаманні якісніші кредитні портфелі, інші - працюють переважно в роздрібному сегменті ринку. На основі аналізу досвіду країн Центральної та Східної Європи встановлено, що збільшення присутності іноземного банківського капіталу за належного регулювання сприяє розвитку фінансового ринку, підвищується ефективність трансмісійного механізму грошово-кредитної політики за одночасного зниження процентних ставок.

У сучасних умовах української державності можемо констатувати, що події в країні завдали серйозного удару банкам та іншим фінансовим посередникам, що спричинило зниження ефективності функціонування більшості з них. Однак ті з них, у статутному капіталі яких є суттєва частка іноземного капіталу, отримавши підтримку закордонного інвестора, змогли не лише втримати, а й зміцнити власні позиції. Натомість банки без іноземного капіталу, здебільшого, потребують серйозної докапіталізації. Отже, наявність іноземного капіталу стала невід'ємним елементом розвитку вітчизняного фінансового ринку. Іноземні інвестори не лише вкладають власний капітал у національну економіку України, а й сприяють використанню успішного закордонного досвіду ведення фінансового бізнесу та усталенню ефективних економічних відносин з іноземними партнерами.

20. На підставі аналізу функціонування вітчизняного фінансового ринку з'ясовано, що: 1) рівень його доларизації як загалом, так і в розрізі сегментів є високим; 2) у разі знецінення національної грошової одиниці такий рівень становить загрозу стабільному функціонуванню фінансових посередників і банківської системи країни; 3) валютний дисбаланс активів і пасивів в банківській системі за період з 2008 р. значно зменшився, однак досі є значним; 4) іноземну валюту широко використовують економічні суб'єкти в тіньовому секторі економіки. Уважаємо такий рівень доларизації небезпечним для розвитку фінансової системи країни, а його зниження має стати одним з головних завдань Національного банку України.

Встановлено, що основними причинами доларизації в Україні є висока інфляція та різкі коливання валютного курсу національної грошової

одиниці. Фактично, висока інфляція паралізує фінансовий ринок, руйнує грошово-кредитну систему, що посилює “відтік” капіталу з країни, спричиняє витіснення з внутрішнього обігу національної грошової одиниці іноземною валютою, обмежує можливості фінансування державного бюджету. Загалом доларизація національних фінансових ринків відбувається через такі канали: 1) запозичення на міжнародному фінансовому ринку; 2) прихід іноземних банків; 3) інвестування за кордон, коли національний фінансовий ринок не є достатньо розвиненим, щоб створювати високоякісні та високоліквідні активи, доларизація забезпечує швидкий доступ до закордонних фінансових активів та оптимізацію доходної і ризикової структури інвестиційного портфеля; 4) різницю (спреди) процентних ставок у національній та іноземній валюті. Також доведено, що сьогодні Україна не використовує ефективно потенціал національного фінансового ринку (передусім його євросегменту) для забезпечення сталого розвитку вітчизняної економіки.

21. Питання фінансової безпеки є не просто однією з складових національної безпеки, а чи не найважливішою з поміж них, значення якої зростає в умовах інтеграції вітчизняного фінансового ринку до світового фінансового простору. У світовій практиці фінансову безпеку будь-якої держави визначає, передусім, її фінансова незалежність, оскільки без неї говорити про жодну іншу незалежність мабуть немає сенсу. Сьогодні, на жаль, Україна значно залежна від зовнішнього фінансування з боку міжнародних фінансових інституцій, економічних інтеграційних об'єднань, урядів окремих країн, суб'єктів міжнародного фінансового ринку. Зростання обсягів міжнародного переміщення фінансового капіталу, пожвавлення інтеграційних процесів має для національної економіки України як позитивні, так і негативні наслідки, що спонукає країну розробити ефективний механізм нівелювання зовнішньоекономічних ризиків та нових глобальних викликів й гібридних загроз.

Під час дослідження встановлено, що у сучасних умовах інтеграція найшвидше відбувається власне у фінансовій сфері (завдяки глобалізації, розвитку інформаційних технологій, розширенню асортименту фінансових інструментів, упровадженню інноваційних технологій в управління та діяльність фінансових посередників тощо), з огляду на що вітчизняний

фінансовий простір, у тому числі фінансовий ринок, потребує невідкладного реформування. Важливість фінансової безпеки, тобто безпеки фінансового простору країни та його складових зумовлена прямим впливом на розвиток усіх сфер життя суспільства, а недостатньо надійне функціонування однієї з ланок (сегментів) або учасників (фінансових посередників) здатне спричинити серйозні порушення і деформацію в усій фінансовій сфері та економічній діяльності держави.

Наголосимо, що більшість з складових фінансової безпеки знаходять своє практичне втілення власне на фінансовому ринку, саме на ньому взаємодіють усі суб'єкти національної економіки намагаючись досягти належного її рівня. Цілком природно безпеку (реальні й потенційні загрози) можна розглядати не лише за функціональним призначенням його складових (як є у Методичних рекомендаціях; більшість складових співпадають з сегментами фінансового ринку та ринку фінансових послуг), а й за рівнем агрегування (що дасть змогу більш системно підійти до вирішення проблеми фінансової безпеки держави), зокрема на: мікрорівні – безпека фінансових посередників; мезорівні – гарантування стабільності функціонування на рівні підсистем та окремих сегментів фінансового ринку і ринку фінансових послуг (нечесна конкуренція, цінові змови та поділ ринку, концентрація (монополізація) ринку тощо); макрорівні – макроекономічна нестабільність та загрози з боку інших сфер (галузей) національної економіки (наприклад, дефіцит державного бюджету, інфляція, безробіття, рецесія); міжнародному рівні – передусім небезпека імпорту закордонних і світових фінансових криз, залежності банківської системи від однієї країни чи їхніх об'єднань, зниження кредитного рейтингу держави тощо.

Забезпечення захисту фінансового простору від загроз є одним із пріоритетних напрямів діяльності держави, що законодавчо визначено та закріплено у відповідних документах у сфері національної безпеки, планування і вжиття конкретних заходів з протидії загрозам національним інтересам України і нейтралізації цих небезпек. Як впливає з нагальних потреб гарантування всебічної безпеки, першочерговим завданням є формування та розвиток комплексної системи стратегічного моніторингу стану фінансового сектора за міжнародними, передусім європейськими стандар-

тами. Від адекватної оцінки сучасного рівня фінансової безпеки багато в чому залежить повнота, своєчасність і результативність управлінських заходів із ліквідації, попередження й запобігання наявним та потенційним загрозам у фінансовому секторі, а відтак – і національній економіці України.

22. Україна обрала чіткий курс на євроінтеграцію та взяла на себе зобов'язання законодавчо, регулятивно й адміністративно реформувати власну економіку за принципами та правилами Євросоюзу. Фінансовий ринок відіграє важливу роль в економіці країн ЄС, тому реформування вітчизняного фінансового простору матиме значний вплив на динаміку інтеграційних процесів до європейських структур. У цьому контексті дослідження впливу Угоди про асоціацію між Україною та Європейським Союзом, а також директив ЄС на вітчизняний фінансовий ринок є актуальним і необхідним для його реформування в оптимальний спосіб. З огляду на це, пріоритетними напрямками інтеграції у світовий фінансовий простір визначено: захист інтересів вкладників, акціонерів, кредиторів; забезпечення вільного міжнародного переміщення фінансового капіталу; створення нових та вдосконалення існуючих фінансових інструментів, впровадження фінансових інновацій; посилення вимог щодо платоспроможності та ліквідності фінансових посередників, підвищення рівня їхньої прозорості; розвиток гарантійно-компенсаційних механізмів; підготовка фахівців у відповідності з сучасними новаціями функціонування фінансового ринку.

23. Новими та перспективними векторами державного регулювання фінансового ринку країни на сучасному етапі розвитку національної економіки України визначено: модифікацію його чинної форми і моделі, зокрема консолідацію та перехід до нової інтегрованої моделі завдяки створенню мегарегулятора; узгодження вітчизняного законодавства з питань функціонування фінансового ринку з міжнародними нормами і директивами ЄС; модернізацію інструментарію і важелів державного регулювання; урахування учасниками і зацікавленими суб'єктами (стейкхолдерами) нових вимог, можливостей і перепон, які ставить перед ними глобалізація та лібералізація міжнародного переміщення капіталу; оптимізацію взаємодії між державними регуляторами, учасниками ринку, саморегульовальними організаціями, об'єднаннями споживачів фінансових послуг. Усе це дасть

змогу досягти максимальної незалежності фінансового ринку від політичної кон'юнктури, підвищення його прозорості, відкритості та ліквідності, що сприятиме його ефективній інтеграції у світовий фінансовий простір.

Аргументовано, що доцільними й оптимальними для України є два способи реформування моделі регулювання фінансового ринку: 1) заснування окремого незалежного мегарегулятора (нова структура); 2) створення мегарегулятора на основі НБУ (оскільки банківський сектор переважає на вітчизняному фінансовому ринку). Створення мегарегулятора дасть змогу: забезпечити уніфіковані вимоги до діяльності учасників фінансового ринку, що мінімізує регуляторний арбітраж; ефективно наглядати за діяльністю фінансових конгломератів і, запобігти перенесенню ризиків між їхніми складовими; сприяти впровадженню фінансових інновацій. Також зроблено висновок про необхідність формування сучасної інтегрованої концепції саморегулювання та розроблення й ухвалення відповідних нормативно-правових актів (зокрема Закону України "Про саморегулювальні організації"); визначити процедуру делегування їм повноважень щодо нагляду за добросовісністю конкуренції на ринку, у тому числі розробленням та впровадженням кодексів професійної етики, права на застосування заходів впливу; долучати їх до правотворчих процесів, які стосуються фінансового ринку.

24. Інтеграція України у світовий фінансовий простір супроводжується: процесами злиття й поглинання українських фінансових установ іноземними конгломератами та зростання їх впливу на розвиток національної економіки; збільшенням обсягів міжнародного переміщення грошового капіталу; уніфікацією вимог до діяльності фінансових інституцій; універсалізацією пропонованих клієнтам фінансових послуг з їх осучасненням (фін-тех); зростання фінансової грамотності населення; розмивання меж між банківськими послугами й іншими фінансовими послугами; цифровізація (електронна торгівля), що дає змогу за лічені секунди виконувати фінансові операції, незважаючи на територіальну віддаленість чи національну належність.

Завдання інтеграції до глобального фінансового простору, що стоїть перед Україною, вимагає врахування особливостей сучасної структури світової економіки, ретельного вибору і використання інструментів, які здатні

забезпечити максимальну швидкість та ефективність такої інтеграції й одночасно мінімізувати можливі загрози. Тому для успішної інтеграції важливо врахувати досвід іноземних країн, передовсім ЦСЄ, щодо кроків поглиблення євроінтеграції. Формування передумов розвитку фінансового ринку та загалом національної економіки України відповідно до Маастрихтських критеріїв передбачає необхідність проведення структурних реформ не лише у фінансовому, а й у реальному секторі. Крім того, формування макроекономічних передумов євроінтеграції України повинно здійснюватися паралельно з активізацією діяльності мікрорівневих інтеграторів (у розрізі різних ринків, їх сегментів, окремих економічних суб'єктів), що сприятиме її органічному залученню до європейського економічного середовища у середньотерміновій перспективі. Результати дослідження інтеграції вітчизняного фінансового ринку у світовий фінансовий простір та формування нової парадигми його розвитку, гармонізація регулювання на національному і міжнародному рівнях забезпечить підвищення ефективності регуляторів в умовах глобалізаційних процесів. Реалізація запропонованих у роботі теоретичних, методологічних та практичних положень і рекомендацій дасть змогу сформувати сучасну багаторівневу систему регулювання розвитку фінансового ринку та своєчасно адаптувати його, й загалом національну економіку України до новітніх викликів і гібридних загроз глобальних трансформацій.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Абакуменко О. В. Кон'юнктура фінансового ринку України: методологія формування, оцінювання та регулювання : дис. ...доктора екон. наук. Суми, 2014. 471 с.
2. Абакуменко О. В. Методи і моделі оцінювання кон'юнктури фінансового ринку. *Чернігівський науковий часопис Чернігівського державного інституту економіки і управління. Сер. 1 : Економіка і управління*. 2013. № 1. С. 98–103. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Chnch_ekon_2013_1_15.
3. Азаренкова Г. М., Головка О. Г., Смирнов В. В. Фінансова стабільність розвитку банків: аналіз та перспективи : монографія. Київ : УБС НБУ. 2011. 191 с.
4. Академічний тлумачний словник української мови. URL: <http://sum.in.ua/s/konverghencija>.
5. Алексеєнко Л. М., Кулина Г. М. Модифікація операцій з цінними паперами на фінансовому ринку в умовах формування цифрової економіки. *Формування ринкової економіки в Україні*. 2018. № 40, ч. 1. С. 3–9. URL: https://econom.lnu.edu.ua/wp-content/uploads/2018/10/Form_Rynk_Econ_40_1_2018.pdf.
6. Алексеєнко Л. М., Олексієнко В. М., Юркевич А. І. Економічний словник: банківська справа, фондовий ринок (українсько-англійсько-російський тлумачний словник). Київ : Вид. дім “Максимум”. Тернопіль: Економічна думка, 2000. 592 с.
7. Алексеєнко Л. М. Ринок фінансового капіталу становлення, проблеми та перспективи розвитку : монографія. К.: Вид. дім “Максимум”. Тернопіль: Економічна думка, 2004. 424 с.
8. Аналіз банківської діяльності : підручник / А. М. Герасимович та ін. ; за ред. А. М. Герасимовича. Київ : КНЕУ, 2005. URL: <http://library.if.ua/book/1/103.html>.
9. Аналітична економія: макроекономіка і мікроекономіка : підручник : у 2 кн. / С. М. Панчишин та ін. ; за ред. С. М. Панчишина, П. І. Островерха. Кн. 1 : Вступ до аналітичної економії. Макроекономіка. Київ : Знання, 2009. 732 с.

10. Аналітичний огляд банківської системи України за I квартал 2018 року. URL: http://rurik.com.ua/documents/research/bank_system_1_kv_2018.pdf.
11. Аналітичні дані щодо розвитку фондового ринку. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/news/insights>.
12. Андрущенко П., Карчева Г. Підсумки діяльності комерційних банків України за I квартал 2001 року. *Вісник НБУ*. 2001. №6. С. 2–6. URL: <https://old.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=18283741>.
13. Анісімова Л. Стрес-тестування ризиків центральними банками. *Вісник КНТЕУ*. 2014. № 3. С. 63–75. URL: http://nbuv.gov.ua/j-pdf/Vknteu_2014_3_6.pdf.
14. Арістова А. М. Економічний аналіз діяльності фінансових посередників : навч. посіб. Київ ; Київ. нац. торг.-екон. ун-т., 2009. 331 с.
15. Аудит ефективності управління державними фінансами: теорія та практика : монографія / В. Ф. Піхоцький, О. І. Скаско, І. М. Крупка. Львів : Вид-чий центр ЛНУ імені Івана Франка, 2011. 362 с.
16. Багмет К. В. Банківсько-страхова інтеграція в забезпеченні розвитку фінансового сектору економіки : автореф ...канд. екон. наук : 08.00.08 Суми ; УАБС НБУ, 2012. URL: https://essuir.sumdu.edu.ua/bitstream/123456789/51229/1/bagmet_aref.pdf.
17. Базилевич В. Д. Осецький В. Л. Інституційний концепт модернізації фінансових інститутів. *Фінанси України*. 2013. № 5. С. 19–30. URL: http://finukr.org.ua/docs/FU_13_05_019_uk.pdf.
18. Базилевич В. Д. Розвиток фінансового ринку в сучасних умовах. *Фінанси України*. 2009. № 12. С. 5–12.
19. Бак Н. А. Фінанси : навч. посібник. Чернівці ; Чернівецький нац. ун-т, 2012. 352 с.
20. Банківська енциклопедія / С. Г. Арбузов, Ю. В. Колобов, В. І. Міщенко, С. В. Науменкова. Центр наукових досліджень Національного банку України ; Київ : Знання, 2011. 504 с. URL: <https://old.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=112997>.
21. Банківська система : підручник / за ред. М. І. Крупки. Львів : ЛНУ імені Івана Франка, 2013. 556 с.

22. Банківська справа : підручник /за заг. ред. І. О. Лютого. Київ : Вид.-поліграф. центр “Київський університет”, 2009. 384 с.
23. Банківський сектор в Україні: минулі події та майбутні виклики / Роберт Кірхнер, Рікардо Джуччі, Сайрус де-ла Рубія, Віталій Кравчук. Берлін/Київ, 2011. URL: http://www.ier.com.ua/files/publications/Policy_papers/German_advisory_group/2011/PP_02_2011_ukr.pdf.
24. Барановський О. І. Банківська безпека: проблема виміру. *Економіка і прогнозування*. 2006. № 1. С. 7–25. URL: <http://dspace.nbuv.gov.ua/bitstream/handle/123456789/19797/01-Baranovskyi.pdf?sequence=1>.
25. Барановський О. І. Іноземний капітал на ринках банківських послуг України, Росії та Білорусі. *Вісник НБУ*. 2007. № 9. С.12–21. URL: <https://old.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=52868>.
26. Барановський О. І. Сутність і різновиди фінансових криз. *Фінанси України*. 2009. № 5. С. 3–20.
27. Барановський О. І. Сутність і функціональне призначення фінансового сектору національної економіки. *Вісник Університету банківської справи*. 2017. № 2 (29). С. 3–13.
28. Барановський О. І. Філософія безпеки : монографія : у 2 т. Київ ; УБС НБУ, 2014. Т. 2. *Безпека фінансових інститутів*. 715 с. URL: <https://bit.ly/370jHOA>.
29. Барановський О. І. Фінансова безпека. НАН України ; Інститут економічного прогнозування. Київ : Фенікс, 1999. 338 с.
30. Бачо Р. Й. Ринки небанківських фінансових послуг: регулювання розвитку (інституційні та аналітичні аспекти) : монографія. Ужгород : ТОВ “РІК-У”, 2016. 448 с.
31. Белінська Я., Жаліло Я. Щодо впливу зростання присутності іноземного капіталу на банківську систему України URL: <http://www.niss.gov.ua/Monitor/July2009/01.htm>.
32. Белінська Я. Стабільність банківської системи: загрози та шляхи їх подолання. URL: <https://niss.gov.ua/doslidzhennya/ekonomika/stabilnist-bankivskoi-sistemi-zagrozi-ta-shlyakhi-ikh-podolannya>.
33. Береславська О. І. Валютна політика України: теорія та практика : монографія. Ірпінь: Національний університет ДПС України, 2010. 330 с.

34. Береславська О. І., Зимовець В. В., Шелудько Н. М. Доларизація кредитного ринку в Україні: причини і наслідки. *Економіка і прогнозування*. 2006. № 3. С. 117–130.. URL: http://eip.org.ua/docs/EP_06_3_117_uk.pdf.
35. Белєнський П. Ю. Шевченко-Маршель В. І., Другов О. О. Фінансовий ринок та його інфраструктура в умовах глобалізації (проблеми, перспективи, регіональні аспекти). Львів ; Ін-т регіон. дослідж. НАН України, 2006. 523 с.
36. Білоусова О. С. Взаємодія держави та підприємств у фінансовому забезпеченні економічного розвитку : монографія. Київ ; НАН України ; ДУ “Ін-т екон. та прогнозув. НАН України”, 2017. 340 с.
37. Білуха М. Т. Методологія наукових досліджень : підручник. Київ : АБУ, 2002. 480 с. URL: <https://www.twirpx.com/file/843718>.
38. Бірта Г. О., Бургу Ю. Г. Методологія і організація наукових досліджень : навч. посіб. Київ : Центр учбової літератури, 2014. 142 с. URL: <https://bit.ly/2StkBh1>.
39. Благун І. І. Особливості формування раціональної поведінки учасників фінансового ринку. *Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Серія Економіка*. 2017. № 5(33). С. 52–56. URL: [https://ecj.oa.edu.ua/assets/files/ZN_Vyp_5\(33\).pdf](https://ecj.oa.edu.ua/assets/files/ZN_Vyp_5(33).pdf).
40. Благун І. І. Цінові зв'язки між ринками акцій та облігацій. *Світ фінансів*. 2019. № 1 (58). С. 28–42.. URL: <http://sf.tneu.edu.ua/index.php/sf/article/view/1092>.
41. Блауг М. Економічна теорія в ретроспективі. Київ : Основи, 2001. 670 с.
42. Богоявленський О. В. Розвиток фінансового посередництва як фактор оптимізації інвестиційної поведінки населення. *Зовнішня торгівля: право, економіка, фінанси*. 2013. № 2. С. 110–114. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/uazt_2013_2_18.
43. Богута Н. Рейтинг банків. *Гроші*. 2016. №10. С. 12–22.. URL: <https://dengi.ua/magazine/1797264-rejting-nadezhnosti-bankov>.
44. Бойко Т. Free-float та акціонерний капітал публічних компаній в Україні. *Ринок цінних паперів України*. 2016. № 11–12. URL: <http://www.securities.usmdi.org/?p=22&n=100&s=988>.

45. Бойко Ю. О. Особливості концентрації банківського капіталу в Україні. *Світ фінансів*. 2009. № 4(21). С. 174–181. URL: <http://sf.tneu.edu.ua/index.php/sf/article/view/398/406>.
46. Бондар В. Сучасний стан і розвиток інвестиційного процесу в Україні. *Вісник НБУ*. 1997. № 12. С. 8–11. URL: <https://old.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=16222411>.
47. Бондаренко Д. В. Фінансовий ринок: підходи до визначення дефініції. *Проблеми і перспективи економіки та управління*. 2016. №2 (6), С. 357–364.
48. Бондаренко О. С., Адаменко І. П. Перспективи розвитку фінансових інститутів в економіці України. *Інвестиції: практика та досвід*. 2018. № 5. С. 8–11. URL: http://www.investplan.com.ua/pdf/5_2018/4.pdf.
49. Брус С. І., Бублик Є. О., Корнєєв В. В. Поведінкові фінанси і трансформація ринку фінансових послуг. *Вісник Інституту економіки та прогнозування*. 2012. № 9. С. 30–36. URL: <http://ief.org.ua/wp-content/uploads/2014/09/Visnuk2012.pdf>.
50. Буднік М. М., Мартюшева Л. С., Сабліна Н. В. Фінансовий ринок : навч. пос. Київ : Центр учбової літератури, 2009. 334 с.
51. Бурда М., Вишлош Ч. Макроекономіка: Європейський контекст / пер. з англ. / наукова ред. перекл. С. Панчишина. Київ: Основи, 1998. 682 с.
52. Бурковська А. В., Лункіна Т. І. Міжнародні кредитно-розрахункові та валютні операції в сучасних умовах : навч. посіб. Миколаїв : МНАУ, 2012. 247 с. URL: <https://bit.ly/2MWG6nL>.
53. Буряченко А. Світовий досвід випуску муніципальних позик. *Економіка та підприємництво*. 2002. Вип. 8. С. 128–133.
54. Б'юкенен Дж. М. Масгрейв Р. А. Суспільні фінанси і суспільний вибір: два протилежних бачення держави / пер. з англ. Київ : Вид. дім "КМ Академія", 2004. 175 с. URL: <https://bit.ly/39f2vGQ>.
55. Важинський С.Е., Щербак Т.І. Методика та організація наукових досліджень: навч. посіб. Суми: СумДПУ імені А. С. Макаренка, 2016. 260 с. URL: <https://www.twirpx.com/file/2136303>.
56. Валовий внутрішній продукт у фактичних цінах / Державна служба статистики України. URL: http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2003/vvp/vvp_kv/vvp_kv_u/arh_vvp_kv.html.

57. Варналій З. С. Фінансові інститути та їх значення у розвитку сучасного фінансового ринку України. *Економіка і регіон*. 2016. № 4. С. 15–21. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/econrig_2016_4_5.
58. Василик О. До концепції фондового ринку в Україні. *Банківська справа*. 1995. № 1. С. 5–7.
59. Василик О. Д. Теорія фінансів : підручник. Київ : НІОС. 2001. 416 с.
60. Васильєва В. В., Васильченко О. Р. Фінансовий ринок : навч. посіб. Київ : Центр учбової літератури, 2008. 368 с.
61. Васильченко З. М. Фінансово-економічне оздоровлення проблемних банків в умовах системної кризи. *Банківська справа*. 2016. № 1. С. 17–26.
62. Ватаманюк М. М. Особливості зовнішньої трудової міграції населення в Україні в умовах кризи та виходу з неї. *Науковий вісник НЛТУ України*. 2011. Вип. 21.14. С. 165–171 URL: https://nv.nltu.edu.ua/Archive/2011/21_14/165_Wat.pdf.
63. Ватаманюк О. З. Біхевіористський підхід у сучасній економічній теорії. *Економічна теорія*. 2006. № 1. С. 40–51. URL: http://etet.org.ua/docs/ET_06_1_40_uk.pdf.
64. Ватаманюк О. З., Ватаманюк М. М. Теорія і практика монетарної політики напередодні світової економічної кризи 2008–2009 років. *Формування ринкової економіки в Україні* Львів : Вид-чий. центр ЛНУ імені Івана Франка, 2013. Вип. 29. Ч. 1. С. 47–56. URL: http://old.econom.lnu.edu.ua/files/downloads/Form_Rynk_Econ/029_1_2013/Rorm_Rynk_Econ_29_1_2013.pdf.
65. Ватаманюк О. З. Заощадження в економіці України: макроекономічний аналіз : монографія. Львів : Вид. центр Львівського національного університету імені Івана Франка, 2007. 536 с.
66. Ватаманюк О. З. Раціональність поведінки людини в економічній науці: класичний та неокласичний підходи. *Економічна теорія та право*. 2018. № 2(33). С. 11–25. URL: <http://econtlaw.nlu.edu.ua/wp-content/uploads/2018/08/2-11-25.pdf>.
67. Вахненко Т. П. Міжнародний кредит у світовій валютно-фінансовій системі. *Фінанси України*. 2006. № 11. С. 143–154.
68. Версаль Н. І., Ставицький А. В. Тенденції доларизації банківського сектора України. *Економіка і прогнозування*. 2016. № 4. С. 106–117.

URL: http://www.irbis-nbuv.gov.ua/cgi-bin/bis_nbuv/cgiirbis_64.exe?C21COM=2&I21DBN=UJRN&P21DBN=UJRN&IMAGE_FILE_DOWNLOAD=1&Image_file_name=PDF/econprog_2016_4_9.pdf.

69. Вінокуров Я. Велика приватизація 2018 року переноситься на наступний рік. URL: <https://hromadske.ua/posts/velyka-pryvatyzatsiia-2018-roku-perenosytsia-na-nastupnyi-rik-fond-derzhmaina>.
70. Вірченко В. В. Інституційна структура фінансового ринку та її роль у комерціалізації результатів інтелектуальної діяльності. *Фінанси України*. 2013. № 5. С. 69–79. URL: <https://bit.ly/3ata3qP>.
71. Вірченко В. Синергетичний підхід в економічних дослідженнях. *Вісник Київського національного університету ім. Т. Шевченка. Економіка*. 110/2009. С. 34–36. URL: http://bulletin-econom.univ.kiev.ua/wp-content/uploads/2016/01/110_9.pdf.
72. Владичин У. В. Державне регулювання іноземного банківництва в Україні : монографія. Львів : ЛНУ імені Івана Франка, 2015. 594 с.
73. Вовк В. Особливості поведінки інвестора на фондовому ринку *Вісник Львівського університету. Серія економічна*. 2013. Вип. 50. С. 36–41. URL: <http://publications.lnu.edu.ua/bulletins/index.php/economics/article/view/6438/6438>.
74. Вовчак О. Д. Канцір І. А. Структуризація фінансового ринку України. *Вісник УБС НБУ*. 2012. № 2(14) С. 7–9.
75. Впровадження нових вимог до капіталу відповідно до норм Базеля та законодавства ЄС URL: <https://old.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=47725151>.
76. В Україні вперше купили квартиру за криптовалюту. URL: <https://bit.ly/2Nm2dWN>
77. Габбард Р. Г. Гроші, фінансова система та економіка : підручник / пер. з англ. ; наук. ред. пер. М. Савлук, Д. Олесевич. К.: КНЕУ, 2004. 889 с.
78. Гайдучький А. П. Мотиваційні чинники міжнародних інвестиційних процесів. *Фінанси України*. 2004. № 12. С. 50–57.
79. Галушак В. В. Особливості функціонування фінансового ринку України. *Сталий розвиток економіки*. Хмельницький, 2012. Вип. 6 (16). С. 310–313. URL: <https://bit.ly/2U5vERz>.

80. Ганусик Ю. Б. Доларизація економіки України та її вплив на інфляційні процеси. *Вісник АМСУ. Серія "Економіка"*. 2014. № 1 (51). С. 29–39. URL: <http://biblio.umsf.dp.ua/jspui/bitstream/123456789/234/1/7.pdf>.
81. Гарбар Ж. В. Аналіз сучасного стану ринку державних цінних паперів в Україні. *Економічний аналіз*. 2014. Т. 18. № 1. С. 136–146. URL: <https://www.econa.org.ua/index.php/econa/article/download/631/393>.
82. Гарбар Ж. В., Гарбар В. А. Саморегульвні організації в системі функціонування фінансового ринку. *Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія "Міжнародні економічні відносини та світове господарство"*. 2017. Вип. 15. Част. 1. С. 76–79. URL: http://www.visnyk-econom.uzhnu.uz.ua/archive/15_1_2017ua/15_1_2017.pdf.
83. Гарбар Ж. В. Фінансовий ринок : монографія. Київ : Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2015. 455 с.
84. Гаркуша Н. М., Цуканова О. В., Горошанська О. О. Моделі і методи прийняття рішень в аналізі та аудиті. Київ : Знання, 2012. 591 с. URL: <https://bit.ly/2CjAD6S>.
85. Геєць В. Іноземний капітал у банківській системі України. *Дзеркало тижня*. 2006. № 26 (605). С. 4–6. URL: http://dt.ua/ECONOMICS/inozemniy_kapital_u_bankivskiy_sistemi_ukrayini-47223.html.
86. Гетьман Д. О. Аналіз індикаторів оцінки фінансової конкурентоспроможності регіонів України. *Економіка і організація управління*. 2016. № 1 (21). С. 68–82. – URL: <http://jeou.donnu.edu.ua/article/view/2372/2406>.
87. Гладких Д. Проблеми і перспективи залучення іноземних інвестицій у банківську систему України. *Вісник НБУ*, 2005. № 10. С. 13–16. URL: <https://old.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=40078>.
88. Глущенко А. С. Фінанси : навч. посіб. Львів : "Магнолія 2006", 2014, 440 с.
89. Глущенко О., Райхерт Х. Причини інвестиційної дисфункціональності сучасних фінансових ринків. *Вісник Львівського університету. Серія економічна*. 2012. Вип. 48. С. 253–261. URL: <http://publications.lnu.edu.ua/bulletins/index.php/economics/article/view/6722/6725>.
90. Голуб А. Г., Семенюк Л. П., Смовженко Т. С. Гроші, кредит, банки : навч. посібник. Львів : Вид-во "Центр Європи", 1997. 206 с.

91. Гонtareва каже, що втрата довіри до банківської системи була неминучою. URL: <http://news.finance.ua/ua/news/-/386818/gontareva-kazhe-shho-vtrata-doviry-do-bankivskoyi-systemy-bula-nemynuchoyu>.
92. Гошовська О. В. Стратегічне управління підприємством на синергічних засадах : автореф. дис. ...канд. екон. наук : 08.06.01. Львів, 2002. 21 с.
93. Грабинська І., Лаба І. Вплив процесів транснаціоналізації виробництва на еволюцію економічних теорій міжнародного переміщення капіталу. *Збірник наукових праць ЧДТУ. Серія: Економічні науки*. 2015. Вип. 39. Частина II. С. 193–200. URL: <http://ven.chdtu.edu.ua/article/download/84476/80013>.
94. Грабинська І., Лаба І. Еволюція економічних теорій міжнародного переміщення капіталу. *Економічний простір*. 2015. № 99. С. 23–36.
95. Грабчук О. М., Лисяк Л. В. Джерела формування фінансових ресурсів державного сектора економіки України. *Бізнес Інформ*. 2018. № 8. С. 165–170. URL: https://www.business-inform.net/export_pdf/business-inform-2018-8_0-pages-165_170.pdf.
96. Гриценко Р. Економічна безпека банківської системи України. *Вісник Національного банку України*. 2003. № 4. С. 27–28. URL: <https://old.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=36641>.
97. Гроші і кредит : підручник / за ред. проф. Б. С. Івасів. Київ : КНЕУ, 1999.
98. Грошова база / НБУ. URL: https://old.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=123245&cat_id=123209.
99. Грошові агрегати / Національний банк України. URL: https://old.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=123272&cat_id=123209.
100. Грошово-кредитна статистика НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/statistic/sector-financial/data-sector-financial#1ms>.
101. Гуторов О. І. Методологія та організація наукових досліджень : посібник. Харків : ХНАУ, 2017. 57 с. URL: <https://bit.ly/2OESoDd>.
102. Двігун О. А., Крупка І. М. Фінансовий ринок України в умовах відкритої господарської системи. *Аналітична записка відділу регіональної політики*. Київ: НІСД, 2017. 25 с. URL: http://www.niss.gov.ua/content/articles/files/finansovuy_runok-7ebc0.pdf.

103. Дема Д. І. Абрамова І. В., Недільська Л. В. Фінансовий ринок : навч. посібник / за заг. ред. Д. І. Деми. Житомир : ЖНАЕУ, 2017. 448 с. URL: http://ir.znau.edu.ua/bitstream/123456789/8390/1/Finansovu%20runok_2017_448.pdf.
104. Джаман М. О. Теорія економіки регіонів : Навчальний посібник / Київ : Центр учбової літератури, 2014. 384 с.
105. Дзюблюк О., Владимир О. Іноземний капітал у банківській системі України: вплив на розвиток валютного ринку та діяльність банків. *Вісник НБУ*. 2014. № 5. С. 26–33. URL: <https://old.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=4881650>.
106. Дзюблюк О. В., Михайлюк Р. В. Фінансова стійкість банків як основа ефективного функціонування кредитної системи : монографія. Тернопіль, 2009 310 с. URL: http://library.tneu.edu.ua/files/EVD/finansova_stiyk_bankiv_dzublyck.pdf.
107. Довгань Ж. Вплив транспарентності на фінансову стійкість банківської системи України. *Українська наука : минуле, сучасне, майбутнє*. 2011. Вип. 16. С. 66–72. URL: <https://bit.ly/3hvwIGi>.
108. Дробницька О. Р. Проблемні кредити банків: сучасний стан та можливості управління ними через процес сек'юритизації активів. *Інноваційна економіка*. 2013. № 6 (44). С. 267–272. URL: <https://bit.ly/2WV8FbK>.
109. Дрозько А. О., Любіч О. О. Стан і перспективи розвитку банків з іноземним капіталом в Україні. *Фінанси України*. 2018. № 6. С. 91–106. URL: http://finukr.org.ua/docs/FU_18_06_091_uk.pdf.
110. Дуда Б. Деякі особливості державного регулювання валютного ринку України. URL: <https://news.finance.ua/ua/news/-/314011/deyaki-osoblyvosti-derzhavnogo-regulyuvannya-valyutnogo-rynku-ukrayiny>.
111. Д'яконова І. І. Міжнародні фінанси: навч. посібник. Київ : “Центр учбової літератури”, 2012. 548 с. URL: https://essuir.sumdu.edu.ua/bitstream/123456789/50327/7/Diakonova_Mizhnarodni%20finansy.pdf.
112. Економічна енциклопедія. URL: <https://bit.ly/2CJLiHK>.
113. Економічна теорія: вступ, макроекономіка, мікроекономіка / за ред. О. З. Ватаманюка. Львів : “Інтелект-Захід”, 2011. 656 с.

114. Економічні нормативи. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/supervision-statist/data-supervision#2>.
115. Енциклопедія банківської справи України. / редкол. : В. С. Стельмах (голова) та ін. Київ: “Молодь”, “Ін Юре”, 2001. 680 с.
116. Енциклопедія фінансових ідей / гол. ред. В. В. Фещенко ; уклад. Н. Л. Гузей та ін. Київ : Укр. агентство фін. розвитку, 2012. 440 с.
117. Еш С. М. Фінансовий ринок : навч. посіб. 2-е вид. Київ : Центр учбової літератури, 2011. 528 с.
118. Євроінтеграційний розвиток фінансової системи України / за ред. І. Я. Чугунова. Київ : Акад. фін. упр., 2009. 471 с.
119. Єрмошенко М. Фінансова безпека держави: національні інтереси, реальні загрози, стратегія забезпечення. Київ : Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2001. 309 с.
120. Єфименко Т. І., Конопльов С. Л. Інституціональні аспекти реформування державних фінансів. *Фінанси України*. 2016. № 6. С. 7–30. URL: http://finukr.org.ua/docs/FU_16_06_007_uk.pdf.
121. Єфименко Т. І. Фіскальний простір і стабілізація державних фінансів. *Фінанси України*. 2017. № 9. С. 7–24.
122. Житар М. О. Стан та перспективи розвитку фондового ринку в умовах фінансової нестабільності економіки України. *Економіка і організація управління*. 2016. № 1 (21). С. 93–101. URL: <http://jeou.donnu.edu.ua/article/viewFile/2374/2408>.
123. Жук Є. Зарубіжна практика регулювання фінансових ринків. *Інформаційно-аналітичний портал українського агентства фінансового розвитку “Україна фінансова”*. URL: http://www.ufin.com.ua/analit_mat/drn/020.htm.
124. Заблоцький Т. Контрольні карти Шефарда для дохідності портфелю акцій. *Вісник Львівського університету. Серія економічна*. Вип 43. 2010. С. 270–279.
125. Заблоцький Т. М. Моделювання в управлінні портфелем фінансових активів : монографія. Львів: ЛНУ імені Івана Франка, 2016.– 440 с.
126. Загородній А. Г., Вознюк Г. Л., Смовженко Т. С. Фінансовий словник. 4-те вид., випр. та доп. Київ : Т-во “Знання”, КОО; Львів : Вид-во Львів. банк. ін-ту НБУ, 2002. 566 с.

127. Загородній А. Г., Вознюк Г. Л. Фінансово-економічний словник. 3-тє вид., доп. та перероб. Львів : Вид-во Львівської політехніки, 2011. 844 с.
128. Задоя А. О., Ткаченко І. П. Структура та функції сучасного фінансового ринку. *Фінанси України*, 1999. № 5. С. 3–10.
129. Зайцев О. В. Основи фінансового інструментарію : підручник. Суми : Сумський державний університет, 2016. 523 с.
130. Звіт Аудиторської палати України до Кабінету Міністрів України за 2011 рік. URL: <http://www.apu.com.ua/zvit-do-kmu>.
131. Звіт про виконання Програми управління державним боргом за 2018 рік. URL: <https://bit.ly/2V4VKTg>.
132. Звіт про роботу Фонду державного майна України та хід приватизації державного майна у 2018 році. URL: http://www.spfu.gov.ua/userfiles/pdf/zvit-2018-final_13714.pdf.
133. Звіт про фінансову стабільність. НБУ, червень 2017 р. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/FSR_2017R1.pdf?v=4.
134. Звіт щодо виконання Стратегічного плану діяльності НКЦПФР як головного розпорядника бюджетних коштів за 2017 рік. URL: <https://bit.ly/2KC2C2p>.
135. Зеленська О. О., Зеленський С. М., Алешугіна Н. О. Системний, синергетичний та біхевіористичний підходи у дослідженні проблем продовольчої безпеки. *Науковий вісник ЧДІЕУ*. 2014. № 3(23). С. 23-30. URL: <http://journals.uran.ua/nvgeci/article/view/37910/34060>.
136. Зимовець В., Багацька К. Капіталізація реального сектору економіки України: тенденції та наслідки. *Світ фінансів*. 2018. № 1 (54). С.7–21. URL: <http://sf.tneu.edu.ua/index.php/sf/article/view/1039/1044>.
137. Зінченко Ф. Міжнародний ринок боргових цінних паперів. *Зовнішня торгівля: економіка, фінанси, право*. 2016. № 2. С. 99–116. URL: [http://zt.knteu.kiev.ua/files/2016/2\(85\)/10.pdf](http://zt.knteu.kiev.ua/files/2016/2(85)/10.pdf).
138. Зовнішній борг України на кінець 2018 року (за методологією шостого видання Керівництва з платіжного балансу та міжнародної інвестиційної позиції). URL: <https://old.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=19241238>.

139. Зоценко О. К. Ринок акцій у забезпеченні макрофінансової стабільності в Україні : автореф. дис. ...канд. екон. наук. Чернігів, 2017. 20 с. URL: http://stu.cn.ua/media/files/pdf/dis/aref_zocenko.pdf.
140. Зубок М. І. Безпека банків. Київ, 2002. 306 с.
141. Іванов В., Науменкова С. Економіко-правові колізії дослідження фінансових ринків. *Вісник КНУ імені Тараса Шевченка. Серія Економіка*. 2013. № 12 (153). С. 35–41. URL: http://www.library.univ.kiev.ua/ukr/host/10.23.10.100/db/ftp/visnyk/ekonom_153_2013.pdf.
142. Івахненко В. М. Курс економічного аналізу : навч. посіб. Київ : Знання-Прес, 2000. 207 с.
143. Івашко О. А. Теорія фінансів : навч. посібник. Луцьк: Вежа-Друк, 2014. 404 с.
144. Ігнатюк А. І., Шолойко А. С. Тенденції розвитку страхових ринків після світової фінансової кризи. *Фінанси України*. 2018. № 8. С. 7–19. URL: http://finukr.org.ua/?page_id=17&year=2018&issueno=8&begin_page=7&mode=get_art&flang=uk.
145. Інвестиційний банкінг : навч. посібник / кол. авторів ; за ред. д-ра екон. наук, проф. Б. І. Пшика. Київ : ДВНЗ “УБС”, 2017. 490 с.
146. Інвестиції в основний капітал за джерелами фінансування / Державна служба статистики України. URL: http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2007/ibd/iokjf/iokjf_u07.htm.
147. Іноземний банківський капітал в Україні. *Цінні папери України*. 2011. № 24. URL: http://www.securities.org.ua/securities_paper/review.php?id=669&pub=5179.
148. Іноземні банки закривають свій бізнес в Україні. URL: <https://bit.ly/2X62MHN>.
149. Іноземні банки йдуть з українського ринку. URL: <https://bit.ly/3bKze7y>.
150. Інтеграційні процеси на фінансовому ринку України : монографія / А. О. Єпіфанов та ін. ; ред. А. О. Єпіфанов. Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2012. 258 с. URL: http://lib.uabs.edu.ua/library/Books_academy/1166_2012.pdf.
151. Інфляція та фінансові механізми її регулювання / за ред. чл.-кор. НАН України А. І. Даниленка. Київ : Ін-т екон. та прогнозув., 2007. 400 с.

152. Інформація про стан і розвиток кредитних установ України. URL: <https://www.nfp.gov.ua/ua/Informatsiia-pro-stan-i-rozvytok-kredytnykh-ustanov-Ukrainy.html>.
153. Інформація про стан і розвиток ломбардів України. URL: <https://www.nfp.gov.ua/ua/Informatsiia-pro-stan-i-rozvytok-lombardiv-Ukrainy.html>.
154. Інформація про стан і розвиток недержавного пенсійного забезпечення України. URL: <https://www.nfp.gov.ua/ua/Informatsiia-pro-stan-i-rozvytok-nederzhavnoho-pensiinoho-zabezpechennia-Ukrainy.html>.
155. Інформація про стан і розвиток фінансових компаній, лізингодавців та ломбардів України. URL: <https://www.nfp.gov.ua/ua/Informatsiia-pro-stan-i-rozvytok-finansovykh-kompanii-lizynhodavtsiv-ta-lombardiv-Ukrainy.html>.
156. Іонін Є. Є., Овчинникова М. М., Управління портфелем акцій інвестиційного фонду. *Фінанси України*. 2010. № 11. С. 71–79. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Fu_2010_11_8.
157. ІСУ і Нацкомфінпослуг підбили підсумки року на страховому ринку України. URL: https://www.ukrinform.ua/rubric-other_news/2605097-icu-i-nackomfinposlug-pidbili-pidsumki-roku-na-strahovomu-rinku-ukraini.html.
158. Калівошко О. М. Кредитні спілки в Україні: членський аспект. *Облік і фінанси*. 2018. № 3(81). С. 98–104. URL: <http://www.afj.org.ua/ua/article/596>.
159. Калінеску Т. В., Костирко Л. А., Загірняк Д. М., Антіпов О. М. Фінансовий ринок : навчальний посібник. Луганськ : вид-во СНУ ім. В. Даля, 2008. 343 с.
160. Капелюш А. А. Біхевіористичні аспекти реалізації фінансових відносин на фінансовому ринку. *Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів* : [монографія] / за заг. ред. С. В. Онішко. Ірпінь : Вид-во Нац. ун-ту ДПСУ України, 2016. 452 с. URL: http://ir.nusta.edu.ua/jspui/bitstream/123456789/2431/1/2275_IR.pdf.

161. Капітальні інвестиції за джерелами фінансування за 2010–2018 роки / Державна служба статистики України. URL: http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2007/ibd/iokjf/iokjf_u10-13_bez.htm.
162. Карлін М. І. Фінанси України та сусідніх держав : навч. посіб. Київ : Знання, 2007. 589 с.
163. Карпенко Г. В., Данькевич А. П. Фінансові інновації: питання теорії та можливості впровадження в економіку країни. *Фінанси України*. 2008. №9. С. 111–118.
164. Карпінський Б. А., Шира Т. Б. Фінанси: термінологічний словник. Київ : Вид. дім “Професіонал”, 2007. 608 с.
165. Квасницька Р. С. Інвестиційний потенціал інститутів фінансового ринку України : монографія. Хмельницький : ПП “Монускрипт”, 2015. 314 с.
166. Кирилич Ю. В. Вплив фінансової лібералізації на макроекономічну стабільність країн Європейського Союзу / автореф. дис. ...канд. екон. наук. Львів, 2014. 20 с. URL: <https://bit.ly/2Sadduf>.
167. Кирилич Ю. В. Деякі підходи до визначення індексів фінансової лібералізації. *Вісник Львівського університету. Серія економічна*. 2013. Вип. 49. С. 67–81. URL: <http://publications.lnu.edu.ua/bulletins/index.php/economics/article/download/6548/6549>.
168. Кіреєв О., Герасименко Ю. Система комерційних банків України : підсумки півріччя. *Вісник НБУ*. 1998. № 9. С. 11–12. URL: <https://old.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=16222392>.
169. Кіреєв О., Рибальченко В. Валютне регулювання в Україні та перспективи його розвитку. *Вісник НБУ*. 1995. № 4. С. 5–14. URL: <https://old.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=73480>.
170. Клименко К. В. Напрями реформування ринку капіталу в Україні. *Наукові праці НДФІ*. 2018. № 1. С. 108–118. URL: http://npndfi.org.ua/docs/NP_18_01_108_uk.pdf.
171. Клименко О. В. Теоретичне визначення сутності й структури фінансового ринку. *Інвестиції: практика та досвід*. 2013. № 19. С. 42–45.

172. Князь С. В., Прохоренко В. П. Технології оцінювання економічної ефективності реалізації стратегії розвитку фінансового сектору. *Управління системою економічної безпеки: від теорії до практики* : тези доп. Львів: ЛьвДУВС, 2018. С. 73–76.
173. Коваленко В. В. Оцінювання надійності банківських та небанківських фінансових установ. *Інфраструктура ринку*. 2017. Вип. 8. С. 145–152. URL: <https://bit.ly/2xbBsOS>.
174. Коваленко М. А., Чесноков В. Л. Фінансовий словник : навч. посібник. 2-ге вид., вип. і доповн. / наук. ред. к.е.н., проф. Коваленко М. А. Херсон: Вид-во: “Олді-плюс”, 2009. 382 с.
175. Коваленко Ю. М. Фінансовий ринок і ринок фінансових послуг: сутність, сегменти, суб’єкти. *Фінанси України*. 2013. № 1. С.101–112.
176. Ковальчук С. В., Форкун І. В. Фінанси : навч. посібник. Львів : “Новин Світ 2000”. 2009. 568 с.
177. Козик В. В., Панкова Л. А., Даниленко Н. Б. Міжнародні економічні відносини : навчальний посібник. Київ : Знання, 2008. 406 с.
178. Колісник М. К., Маслак О. О., Романів Є. М. Фінансовий ринок : навч. посібник. Львів: Вид-во Львівської політехніки, 2004. 192 с.
179. Колодізев О. М. Методологічні засади фінансового забезпечення управління інноваційним розвитком економіки : монографія. Харків: ФОП Лібуркіна Л. М. ; ВД “ІНЖЕК”, 2009. 240 с.
180. Комплексна програма розвитку фінансового сектору України до 2020 року : затверджена Постановою Правління НБУ від 18.06.2015 р. № 391. URL : <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/v0391500-15>.
181. Коновал С. Е. Розвиток фінансових ринків: світовий досвід. *Науковий вісник Національного лісотехнічного університету України*. 2006. Вип. 16.3. С. 186–195.
182. Концепція “Підготовка та атестація фахівців фондового ринку та керуючих активами: прозорість і відповідність сучасним вимогам та міжнародним стандартам” від 21.12.2017 р., рішення НУЦПФР № 909. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/documents/pgotovka-ta-atestatsya-fahvtsv-fondovogo-rinku-ta-keruyutchih-aktivami-prozorsty-vdpovdnsty-sutchasnim-vimogam-ta-mz>.

183. Концепція розвитку цифрової економіки та суспільства України на 2018–2020 роки. Схвалено розпорядженням Кабінету Міністрів України від 17 січня 2018 р. № 67-р. URL: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/67-2018-%D1%80>.
184. Корнєєв В. В. Кредитні та інвестиційні потоки капіталу на фінансових ринках. Київ : НДФІ, 2003. 376 с.
185. Корнєєв В. В. Особливості вітчизняного ринку акцій і корпоративних відносин на сучасному етапі. *Ринок цінних паперів України*. 2003. № 7–8. С. 29–34. URL: <http://securities.usmdi.org/?p=22&n=13&s=124>.
186. Корнєєв В. В. Поведінкові фінанси та інвестування в експлоатаній економіці. URL: <http://iee.org.ua/ua/publication/211>.
187. Корнєєв В. В. Фінансові посередники як інститути розвитку : монографія. Київ : Основа, 2007. 192 с.
188. Корнєєва Ю. В. Первинне публічне розміщення акцій як інструмент приватизації великих державних підприємств. *Фінанси України*. 2017. № 6. С. 38–55.
189. Корнилюк Р. З. Іноземні банки в Україні: виживають сильніші. *Реальна економіка*. 2013. 30.01. URL: <http://real-economy.com.ua/publication/22/33205.html>.
190. Корнилюк Р. З. З України тікають західні банки. *Реальна економіка*. 2012. 24.01. URL: <http://real-economy.com.ua/publication/22/2091.html>.
191. Корнилюк Р. З. Рейтинг материнських іноземних банків 2015 *Forbes Україна*. URL: <https://news.finance.ua/ua/news/-/349171/rejtyng-materynskyh-inozemnyh-bankiv-2015>.
192. Корнилюк Р. З. Українські банки в тенетах іноземного капіталу. *Економічна правда*. URL: <http://www.epravda.com.ua/publications/4a0914d48ee17>.
193. Король М. М., Стасиш О. Р. Валютний ринок України : стан, проблеми й перспективи. *Сталий розвиток економіки*. 2015. № 3. С. 65–70. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/sre_2015_3_1.
194. Костюк О, Костюк О. Іноземний капітал у банківському секторі України в контексті трансформації моделі бізнесу європейських банків. *Вісник НБУ*. 2014. № 6. С. 28–35. URL: <https://old.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=4881651>.

195. Котляр В., Смирнова О. Моделювання поведінки інвесторів на фінансовому ринку. *Зовнішня торгівля: економіка, фінанси, право*. 2016. № 5. С. 93-105. URL: [http://zt.knteu.kiev.ua/files/2016/5\(88\)/9.pdf](http://zt.knteu.kiev.ua/files/2016/5(88)/9.pdf).
196. Кравець В. І. Інституційна структура фінансового ринку України : автореф. дис. ...канд. екон. наук : 08.00.08. Київ, 2011. 22 с. URL: <https://bit.ly/2NX0sz5>.
197. Краснова І. В. Управління активами на інтегрованих фінансових ринках / автореф. дис. ...докт. екон. наук. Київ, 2018. 39 с. URL: <https://bit.ly/2RLGW9E>.
198. Краснова І. В. Фондовий ринок в Україні : стан та перспективи розвитку. *Проблеми економіки*. 2014. № 1. С. 129–134. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Рekon_2014_1_19.
199. Кредісов В. Роль біхеворіальних чинників у побудові ринкової інституційної системи. *Економіка України*. 2003. № 12. С. 46–50.
200. Кремень В. М. Діяльність фінансових конгломератів на фінансовому ринку України : автореферат дис. ... канд. екон. наук: 08.00.08. Суми, 2009. 25 с.
201. Криниця С. О. Теоретичні основи взаємодії фінансових посередників. *Фінансовий простір*. 2014. №4. С. 118-124. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Fin_pr_2014_4_17.
202. Криховецька З. М. Фінансовий ринок: навчальний посібник. 3-є вид., переробл. та доповн. Івано-Франківськ, 2014. 430 с.
203. Кротюк В., Кіреєв О., Карчева Г. Аналіз діяльності банків України за 9 місяців 2002 року та проблеми забезпечення їх сталого розвитку. *Вісник НБУ*. 2002. № 12. С. 2–10. URL: <https://old.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=20008543>.
204. Крупка І. М. Актуальні проблеми функціонування банків на вітчизняному фінансовому ринку. *Формування ринкової економіки в Україні*. 2016. Вип. 35. Ч. 1. С. 269–279. URL: <https://bit.ly/3duYnV9>.
205. Крупка І. М. Аналіз функціонування вітчизняного організованого ринку цінних паперів та перспективи його розвитку / *Фінансовий бізнес в Україні та світі: стан, проблеми і перспективи розвитку*: зб. матер. міжнар. наук.-практ. конференції, 26 жовтня 2018 р. Львів :

- ЛНУ імені Івана Франка. 2018. С. 171–176. URL: http://dspace.tneu.edu.ua/bitstream/316497/33326/1/8_Conference_FinBiz_abstracts_BSB.pdf.
206. Крупка І. М., Барилюк І. В. Організація діяльності та здійснення монетарної політики центральними банками зарубіжних країн / Центральний банк і грошово-кредитна політика : підручник / М. І. Крупка та ін. ; за ред. д-ра екон. наук, проф. М. І. Крупки. Львів : ЛНУ імені Івана Франка, 2016. С. 332–392.
207. Крупка І. М., Богач Ю. І. Особливості регулювання іноземного портфельного інвестування у КНР. *Сучасні виклики розвитку світової економіки*: матер. IV міжнар. наук.-практ. конференції, 19–20 листопада 2015 р. Київ.: Київ. нац. ун-т імені Тараса Шевченка, 2015. 261 с. С. 95–99. URL: http://econom.univ.kiev.ua/wp-content/uploads/science/conferences/2015/Marketing/materials_2015.pdf.
208. Крупка І. М., Богач Ю. І. Порівняльний аналіз систем інвестиційних пільг у країнах Вишеградської групи. *Вісник Львівського університету. Серія економічна*. 2017. Випуск 54. С. 101–112.
209. Крупка І. М. Вплив фінансового капіталу трудових мігрантів на розвиток національної економіки України. *Науковий вісник Національного університету біоресурсів і природокористування України. Серія Економіка, аграрний менеджмент, бізнес*. 2014. № 200, Ч. 3. 290 с. С. 222–230. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/nvnauc_econ_2014_200%283%29__37.
210. Крупка І. М. Державне регулювання вітчизняного ринку фінансових послуг у контексті євроінтеграційних процесів. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка*. 2014. № 8(161). 123 с. С. 36–39. URL: <http://bulletin-econom.univ.kiev.ua/archives/1820>.
211. Крупка І. М. Детермінанти розвитку страхового ринку України в умовах глобалізації. *Моделювання регіональної економіки*. 2013. № 2(22). С. 243–254. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Modre_2013_2_24.
212. Крупка І. М. Економічна природа, роль та значення фінансового ринку в економічній системі. *Світ фінансів*. 2011. № 2. С. 40–48. URL: <http://sf.tneu.edu.ua/index.php/sf/article/view/528/536>.

213. Крупка І. М. Інноваційно-інвестиційна діяльність в Україні та конкурентоспроможність національної економіки. *Вісник Львівського університету. Серія економічна*. 2007. Вип. 37(1). С. 640–650. URL: http://old.econom.lnu.edu.ua/files/downloads/Visnyk_Econom/037_2007/Visnyk_Econom_037_2007_vol1.pdf.
214. Крупка І. М. Інфляція та її вплив на розвиток фінансового ринку. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка*. 2010. № 119. С. 58–63. URL: http://bulletin-econom.univ.kiev.ua/wp-content/uploads/2016/01/119_18.pdf.
215. Крупка І. М. Інфляція та стабілізація грошового обігу. *Гроші та кредит* : підручник / за ред. д-ра ек. наук, проф. М. І. Крупки. Львів : ЛНУ імені Івана Франка, 2011. С. 95–144.
216. Крупка І. М. Інфляція та формування антиінфляційної політики в Україні. *Вісник Львівського університету. Серія економічна*. 2010. Вип. 44. С. 324–342.
217. Крупка І. М. Концептуальні основи інтеграції фінансового ринку України в глобальний фінансовий простір. *Вісник Львівського університету. Серія економічна*. Вип. 42. 2009. С. 325–341. URL: http://old.econom.lnu.edu.ua/files/downloads/Visnyk_Econom/042_2009/Visnyk_Econom_042_2009.pdf.
218. Крупка І. М. Макроекономічний аналіз інвестування у трансформаційній економіці України : монографія. Львів: Вид-чий центр ЛНУ імені Івана Франка, 2007. 465 с.
219. Крупка І. М. Міжнародний рух капіталу і проблеми розвитку економіки України. *Вісник Львівського університету. Серія економічна*. 2008. Вип. 40. С. 287–295. URL: http://old.econom.lnu.edu.ua/files/downloads/Visnyk_Econom/040_2008/index.html.
220. Крупка І. М. Особливості розвитку фінансового ринку України в умовах глобалізаційних процесів. Національні фінансові системи в умовах глобалізації : монографія / за ред. І. О. Лютого. Івано-Франківськ : Галицька Академія, 2008. 306 с. С. 97–123.
221. Крупка І. М. Особливості та перспективи іноземного інвестування в економіку України. *Вісник Київського університету. Економіка*.

2009. № 111. С. 30–33. URL: http://www.library.univ.kiev.ua/ukr/host/10.23.10.100/db/ftp/visnyk/ekonom_111_2009.pdf.
222. Крупка І. М., Павлик Х. Б. Конкурентоспроможність економіки України на світовому товарному та фінансовому ринках. *Формування ринкової економіки в Україні* : наук. зб. Львів : ЛНУ імені Івана Франка, 2012. Вип. 26. Ч. 1. С. 327–340. URL: http://old.econom.lnu.edu.ua/files/downloads/Form_Rynk_Econ/026_2012/Form_Rynk_Econ_26_2012_p1.pdf.
223. Крупка І. М., Пікулик М. Міграція трудових ресурсів з України : вплив на реальний і фінансовий сектори національної економіки. *Вісник Львівського університету. Серія економічна*. 2012. Вип. 48. С. 139–152. URL: http://old.econom.lnu.edu.ua/files/downloads/Visnyk_Econom/048_2012/Visnyk_Econom_048_2012.pdf.
224. Крупка І. М. Поведінкові аспекти функціонування фінансового ринку. *Формування ринкової економіки в Україні*. 2017. Вип. 37. Ч. 1. С. 285–298. URL: <https://bit.ly/31BSH9e>.
225. Крупка І. М. Пріоритетні напрями державного регулювання конкурентоспроможності національної економіки України. *Науковий вісник НЛТУ України*. 2011. Вип. 21.14. С. 242–253. URL: https://nv.nltu.edu.ua/Archive/2011/21_14/242_Kru.pdf.
226. Крупка І. М., Сіверська Л. Б. Стратегія реформування нагляду та регулювання фінансового ринку України. *Формування ринкової економіки в Україні* : наук. зб. Львів : ЛНУ імені Івана Франка, 2011. Вип. 23. Ч. 2. С. 12–18.
227. Крупка І. М. Соціально-психологічні аспекти активізації інвестиційної діяльності в умовах ринкової трансформації економіки України. *Вісник Львівського університету. Серія економічна*. 2005. Вип. 34. С. 617–629.
228. Крупка І. М. Становлення та періодизація розвитку вітчизняного ринку боргових цінних паперів. *Світові тенденції та перспективи розвитку фінансової системи України* : зб. матер. міжнар. наук.-практ. конференції, 25–26 вересня 2018 р. / за заг. ред. д-ра екон. наук, проф. І. О. Лютого ; Київ : Київ. нац. ун-т імені Тараса Шевченка,

2018. С. 163–168. URL: http://econom.univ.kiev.ua/wp-content/uploads/2018/09/wtpdfsu_conference18_materials.pdf.
229. Крупка І. М. Стан та проблеми розвитку сегменту аудиторських послуг фінансового ринку України в умовах глобалізації. *Zeszyty naukowe Państwowej wyższej szkoły techniczno-ekonomicznej im. Ks. Bronisława Markiewicza w Jarosławiu. Współczesne problemy zarządzania (Rynki finansowe i finanse przedsiębiorstw)*. 2013. № 1. С. 109–119.
230. Крупка І. М. Сучасні аспекти лібералізації міжнародного фінансового ринку у КНР. *Фінансові інструменти просторово-територіального розвитку* : зб. матер. II міжнар. наук.-практ. конференції, 23–24 березня 2017 р. Черкаси : Черкаський державний технологічний університет ; ФОП “Чабаненко Ю.А.”, 2017. С. 74–79.
231. Крупка І. М. Сучасні реалії розвитку ринку боргових цінних паперів України. *Фінансова система країни: тенденції та перспективи розвитку* : зб. матер. міжнар. наук.-практ. конференції, 11–12 жовтня 2018 р. Острог : Національний університет “Острозька академія” ; Вид-во Нац. ун-ту “Острозька академія”, 2018. С. 189–192.
232. Крупка І. М. Тенденції та перспективи розвитку фондового ринку України. *Перспективи розвитку и пути совершенствования фондового рынка* : тез. докл. III всеукр. научно-практ. конференции, 10–13 ноября 2011 г. Симферополь: Таврич. нац. ун-т имени В. И. Вернадского, 2011. С. 73–76.
233. Крупка І. М. Теоретико-методологічні основи дослідження фінансового ринку. *Бізнес Інформ*. 2018. № 4. С. 286–296. URL: https://www.business-inform.net/annotated-catalogue/?year=2018&abstract=2018_04_0&lang=ua&stqa=39.
234. Крупка І. М. Теоретико-організаційні аспекти валютно-курсової політики в умовах лібералізації валютного ринку України. *Формування ринкової економіки в Україні*. 2018. Вип. 40. Ч. 1. С. 254–264. URL: https://econom.lnu.edu.ua/wp-content/uploads/2018/10/Form_Rynk_Econ_40_1_2018.pdf.
235. Крупка І. М. Теоретичні основи міжнародного переміщення капіталу. *Формування ринкової економіки в Україні*. 2013. Вип. 29.

- Ч. 1. С. 274–284. URL: http://old.econom.lnu.edu.ua/files/downloads/Form_Rynk_Econ/029_1_2013/Rorm_Rynk_Econ_29_1_2013.pdf.
236. Крупка І. М. Фінансовий потенціал капіталу трудових мігрантів України. *Вісник Житомирського технологічного університету. Економічні науки*. 2015. № 2(72). С. 221–228. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Vzhdtu_econ_2015_2_33.
237. Крупка І. М. Фінансові інвестиції у трансформаційній економіці України : теоретичний аспект. *Науковий вісник Буковинської державної фінансової академії: Економічні науки*. 2006. Вип. 7. С. 149–155.
238. Крупка І. М. Фінансові інновації у забезпеченні розвитку фінансового ринку та національної економіки в умовах глобалізації. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка*. 2013. № 4(145). С. 35–37. URL: http://bulletin-econom.univ.kiev.ua/wp-content/uploads/2015/11/145_12.pdf.
239. Крупка І. М. Фінансово-економічна безпека банківської системи України та перспективи розвитку національної економіки. *Бізнес інформ*. 2012. № 6. С. 168–175. URL: https://www.business-inform.net/export_pdf/business-inform-2012-6_0-P.-168_175.pdf.
240. Крупка І. М. Фінансовий ринок України та міжнародні фінансові потоки. *Фінанси України*. 2009. № 12. С. 104–116. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Fu_2009_12_15.
241. Крупка І. М. Функціонування банків з іноземним капіталом на вітчизняному фінансовому ринку. *Світові тенденції та перспективи розвитку фінансової системи України* : зб. матеріалів міжнар. наук.-практ. конф., (Київ, 27–28 жовтня 2016 р.) Київ : Київ. нац. ун-т імені Тараса Шевченка., 2016. 284 с. С. 165–168. URL: <http://www.econom.univ.kiev.ua/wp-content/uploads/science/conferences/2016/WTPDFSU/Proceedings.pdf#page=165>.
242. Крушельницька О. В. Методологія та організація наукових досліджень : навч. посібник. Київ : Кондор, 2003. 192 с. URL: <https://bit.ly/2SdkaZT>.
243. Кудряшов В. П. Використання ОВДП в управлінні державними запозиченнями. *Фінанси України*. 2018. № 5. С. 22–40. URL: http://finukr.org.ua/docs/FU_18_05_022_uk.pdf.

244. Кузнецова Н. С., Назарчук І. Р. Ринок цінних паперів в Україні: правові основи формування та функціонування. Київ : Юрінком Інтер, 1998. 528 с.
245. Куришко Д. Націоналізація Приватбанку у питаннях і відповідях. URL: <https://www.bbc.com/ukrainian/news-38370169>.
246. Курій Л. О. Макро- і мікроекономічні наслідки впливу грошових переказів міжнародних трудових мігрантів на економічний і людський розвиток. *Вісник Запорізького університету. Економічні науки*. 2012. № 1(13). С. 161–165. URL: <http://web.znu.edu.ua/herald/Iss.s/2012/eco-1-2012/161-165.pdf>.
247. Кучер Г. Розвиток ринку внутрішніх державних боргових зобов'язань України. *Вісник КНТЕУ*. 2011. № 2. С. 47–58. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Vknteu_2011_2_6.
248. Левченко В. П. Стратегічні напрями поліпшення інструментарію державного регулювання і нагляду за ринком небанківських фінансових послуг України. *Вісник Університету банківської справи*. 2017. № 3(30). С. 14–22. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/VUbsNbU_2017_3_4.
249. Лесовін О. Якісний розвиток фондового ринку неможливий без стратегії. URL: <http://dt.ua/articles/58948>.
250. Лизун М. В. Переваги та недоліки доларизації економік для країн, що розвиваються. *Економічний вісник Запорізької державної інженерної академії*. 2017. Вип. 3(09). С. 18–22. URL: http://nbuv.gov.ua/j-pdf/evzdia_2017_3_5.pdf.
251. Линенко А. В., Ренгевич Ю. Ю. Вплив іноземного капіталу на функціонування банківської системи України. *Вісник Запорізького національного університету*. 2011. №1(9). С. 235–241. URL: http://visnykznu.org/Iss.s/2011/eco_2011_1/2011_1/235-241.pdf.
252. Ліневич Ю. Місце іноземних банків у процесі кредитування економіки країн Центральної та Східної Європи. *Вісник НБУ*. 2006. № 4. С. 31–35. URL: <https://old.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=42103>.
253. Ліпич М. А. Поведінкові фінанси: концептуалізація поняття. *Вісник Одеського національного університету. Економіка*. 2014. № 3. Т. 19.

- С. 54–58. URL: <http://www.visnyk-onu.od.ua/index.php/uk/arkhiv-vidannya?id=73>.
254. Ліцензійні умови провадження господарської діяльності з надання фінансових послуг (крім професійної діяльності на ринку цінних паперів): Затверджено постановою Кабінету Міністрів України від 7 грудня 2016 р. № 913. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/913-2016-%D0%BF/ed20161207#n19>.
255. Лондар С. Л., Тимошенко О. В. Фінанси : навч. посіб. Вінниця : Нова Книга, 2009. 384 с. URL: <https://bit.ly/2OE0yL6>.
256. Лубкей Н. П. Державні цінні папери як інструмент боргової політики держави. *Глобальні та національні проблеми економіки* : електрон. наук. фахове вид. 2016. № 14. С. 824–828. URL: <http://global-national.in.ua/archive/14-2016/164.pdf>.
257. Лук'яненко І. Г., Фарина О. І. Макрофінансова стабільність : моделі та методи оцінки. Київ: Нац. ун-т “Києво-Могилян. акад.”; НаУКМА, 2016. 185 с. URL: <https://bit.ly/3bdtkNq>.
258. Лук'янов В. С. Глобалізаційні перспективи розвитку сучасних фінансових ринків. *Світові тенденції та перспективи розвитку фінансової системи України* : зб. матер. X міжн. наук.-практ. конференції, 24–25 жовтня 2013 р. Київ : Київ. нац. ун-т імені Тараса Шевченка. 2013. С. 231–234.
259. Лук'янов В. С. Дискусійні аспекти трактування фінансового ринку в сучасних наукових узагальненнях. *Економічний часопис-XXI*. 2012. № 5–6. С. 36–39.
260. Луцишин З. О. Формування новітньої архітектури світопорядку (на прикладі світової валютно-фінансової системи). *Університет міжнародні відносини ЮНЕСКО* : матер. міжнар. конференції, 5–6 грудня 2002 р. ; тези доп. Київ : Київ. нац. ун-т імені Тараса Шевченка ; Інститут міжнародних відносин. 2002. Вип. 37. Ч. 1. С. 35–37.
261. Любкіна О. Формування сучасної теорії фінансових ринків: основні проблеми та напрями розвитку. *Вісник Академії праці і соціальних відносин Федерації профспілок України*. 2014. № 3–4. С. 70–76. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/VAPSV_2014_3-4_13.

262. Лютий І. О., Крупка І. М. Пріоритети розвитку та суперечності функціонування вітчизняного ринку акцій. *Наукові праці НДФІ*. 2019. № 2 (87). С. 45–66.
263. Маастрихтські критерії. URL: <https://bit.ly/2UT2XqM>.
264. Майовець Є., Флюд Х. Розвиток фінансових ринків як передумова економічного зростання в Україні. *Формування ринкової економіки в Україні*. 2009. Вип. 19. С. 88–91.
265. Майорова Т. В. Концепція формування державної фінансово-кредитної політики в інвестиційній сфері. *Економічний часопис-XXI*. 2015. № 1–2(1). С. 70–73. http://soskin.info/userfiles/file/2015/1-2_1_2015/Mayorova.pdf.
266. Марена Т. В. Сучасні комплексні методика оцінки рівня конкуренто-проможності фінансових ринків. *Вісник Маріупольського державного університету. Серія “Економіка”*. 2013. Вип. 5. С. 44–49. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Vmdu_ek_2013_5_8.
267. Марчук В. П. Фінансова доларизація в Україні та шляхи її зниження. *Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України* : зб. наук. праць. 2009. Вип. 24. С. 66–77. URL: https://essuir.sumdu.edu.ua/bitstream-download/123456789/57212/5/Marchuk_Finansova_dolaryzatsiia.pdf.
268. Маслова С. О., Опалов О. А. Фінансовий ринок : навч. посібник. 3-є вид., виправлене. Київ : Каравела, 2004. 344 с.
269. МВФ назвав основні проблеми українських банків. URL: http://24tv.ua/home/showSingleNews.do?mvf_nazvav_osnovni_problemi_ukrayinskih_bankiv&objectId=199032.
270. Методичні рекомендації щодо розрахунку рівня економічної безпеки України. Затверджено Наказом Міністерства економічного розвитку і торгівлі України 29.10.2013 № 1277. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/v1277731-13>.
271. Методологічний коментар. URL: <https://bank.gov.ua/statistic/sdds/methodological-commentary-sdds>.
272. Методологічний коментар до статистики зовнішнього сектору / НБУ. <https://bank.gov.ua/ua/files/JEqOfTyUFYQsHkW>.
273. Методологічні пояснення. URL: http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2005/zd/zd_rik/zd_u/zd_met.html.

274. Методологія наукових досліджень : навч. посіб. / В. І. Зацерковний, І. В. Тішаєв, В. К. Демидов. Ніжин : НДУ ім. М. Гоголя, 2017. 236 с. URL: <https://bit.ly/2SmKIq8>.
275. Миськів Г. В. Функціонування та розвиток кредитного ринку України : дис. ...д-ра екон. наук. Київ, 2016. 532 с. URL: http://www.ubs.edu.ua/images/2016/PDF/diser_miskiv.pdf.
276. Миськів Г. В. Функціонування та розвиток кредитного ринку України: теорія, методологія, практика : монографія. Львів : Растр-7, 2015. 360 с.
277. Михальчишина Л. Г. Цінні папери: види та систематизація для облікових цілей. *Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету*. 2015. Вип. 12. С. 258–261. URL: <http://repository.vsau.org/getfile.php/11539.pdf>.
278. Мишкін Ф. С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків / пер. з англ. С. Панчишин, Г. Стеблій, А. Стасишин. Київ : Основи, 1998. 963 с.
279. Міжнародна економіка : підручник / Козак Ю. Г. та ін. ; за ред. Ю. Г. Козака, Д. Г. Лук'яненка, Ю. В. Макогона. 3-тє вид. Київ : Центр учбової літератури, 2009. 560 с. URL: <https://subject.com.ua/pdf/199.pdf>.
280. Міжнародні стандарти фінансової звітності / Міністерство фінансів України. URL: <https://bit.ly/2PH9X57>.
281. Міжнародні фінанси : підручник / Рогач О. І. та ін. ; за ред. О. І. Рогача. Київ : Либідь, 2003. – 784 с.
282. Мінфін заробить на продажі державних банків. URL: <http://real-economy.com.ua/news/4922.html>.
283. Міщенко В. І., Сомик А. В., Лисенко Р. С. Особливості дії трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в умовах кризи. Київ : Центр наукових досліджень НБУ ; УБС НБУ, 2010. 96 с.
284. Міщенко В., Незнамова А. Базель III: нові підходи до регулювання банківського сектору. *Вісник Національного банку України*. 2011. № 1. С. 4–9. URL: <https://old.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=73121>.
285. Модель гіперінфляції Кейгана. URL: <https://bit.ly/2L12xpr>.
286. Модель Манделла-Флемінга. URL: https://studme.com.ua/1065091313826/ekonomika/model_mandella_fleminga.htm#61.

287. Модернізація фінансової системи України в процесі євроінтеграції : у 2 т. / за ред. О. В. Шлапака, Т. І. Єфименко ; Київ : ДННУ “Акад. фін. упр.”, 2014. Т. 2 781 с.
288. Мозговий О. М., Оболенська Т. Є., Мусієць Т. В. Міжнародні фінанси : навч. посіб. Київ : КНЕУ, 2005. 557 с.
289. Мозговий О. М. Фондовий ринок : навч. посібник. Київ : КНЕУ, 1999. 316 с.
290. Мозговий О. М. Фондовий ринок України. *Фінанси України*. 1996. № 5. С. 42–56.
291. Мошенець О. Мисливці за КЕШем. URL: <https://news.finance.ua/ua/news/-/260353/myslyvtsi-za-keshem>.
292. Мошенський С. З. Сутність, функції та структура сучасних фінансових ринків в контексті гармонізації національних фінансових систем країн ЄС та України. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка*. 2008. № 102. С. 33–38.
293. Мунтіян В. І. Економічна безпека України : монографія / Київ : Вид-во КВІЦ, 1999. 464 с.
294. Нагайчук Н. Г. Інвестиційний потенціал страхового ринку України. *Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України*. 2014. № 38. С. 205–212. URL: <https://bit.ly/2Uk4hBW>.
295. Населення України. Трудова еміграція в Україні / Е. М. Лібанова та ін. ; за ред. Е. М. Лібанової. Київ : Ін-т демографії та соціальних досліджень ім. М. В. Птухи НАН України, 2010. 233 с. URL: http://www.idss.org.ua/monografii/poznyak_2010.pdf.
296. Науменкова С. В., Міщенко С. В. Ринок фінансових послуг : навч. посіб. Київ : Знання, 2010. 532 с.
297. Науменкова С. В. Підходи до вибору інструментів убезпечення від системних ризиків. *Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики*. 2017. Вип. 1. С. 60–70. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Fkd_2017_1_10.
298. Науменко В. Спроба оцінити надійність. *Вісник Національного банку України*. 1998. № 4. С. 35–38. URL: <https://old.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=16222387>.

299. Нацбанк хоче вдвічі знизити рівень доларизації економіки. *Економічна правда*. 2019. 12 квітня. URL: <https://www.epravda.com.ua/news/2019/04/12/646959>.
300. Національний банк затвердив нову систему валютного регулювання та оприлюднив дорожню карту валютної лібералізації. URL: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=85295172&cat_id=55838.
301. Національний банк змінив критерії розподілу банків на групи. URL: https://old.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=43805377.
302. Національний банк України вдосконалив методологію складання статистики платіжного балансу. URL: https://old.bank.gov.ua/control/uk/publish/printable_article?art_id=4995391&showTitle=true.
303. НБУ відмовився від стрес-тестування банків. URL: http://24tv.ua/home/showSingleNews.do?nbu_vidmovivsya_vid_strestestuvannya_bankiv&objectId=181042.
304. Непран А. В. Ресурси ринку капіталу в системі інвестиційного фінансування реального сектору економіки України. *Фінанси України*. 2012. № 5. С. 99–109. URL: http://finukr.org.ua/docs/FU_12_05_099_uk.pdf.
305. Нічосова Т. В. Корпоративні облігації на фінансовому ринку України : автореф. дис. ...канд. екон. наук. Київ 2009. 22 с.
306. Нові критерії для розподілу банків на групи. URL: <http://www.visnuk.com.ua/uk/news/100004086-novi-kriteriyi-dlya-rozpodilu-bankiv-na-grupi>.
307. Обушна Н. І. Особливості категоріального апарату інституціональної теорії у площині державного управління. *Менеджер*. 2016. № 1(70). С. 40–48. URL: <https://bit.ly/3628rB2>.
308. Огляд банківського сектору / НБУ. 2019. Лютий. URL: <https://old.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=88238661>.
309. Огляди сектору депозитних корпорацій (НБУ та банків). URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial/data-sector-financial>.
310. Огляд страхового ринку / Нацкомфінпослуг. URL: <https://www.nfp.gov.ua/ua/Ohliad-strakhovoho-rynku.html>.

311. Однакове ставлення до акціонерів та захист їхніх прав / Organization for Economic Cooperation and Development, OECD, 1922110. URL: <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/1922110.pdf>.
312. Окремі аспекти формування національної стратегії забезпечення переходу до високотехнологічного розвитку. URL: http://www.niss.gov.ua/content/articles/files/ekonom_rozv-7ed57.pdf.
313. Окремі дані про депозитні корпорації (крім Національного банку України). URL: <https://bank.gov.ua/files/6-Banks.xlsx>.
314. Олейніков О. О. Забезпечення фінансової безпеки в умовах зростання частки іноземного капіталу в банківській сфері України. URL: <http://www.inventure.com.ua/main/analytics/security/govsecurity/zabezpechennya-f456nansovo-bezpeki-v-umovah-zrostannya-chastki-456nozemnogo-kap456talu-v-bank456vsk456i-sfer456-ukrani>.
315. Онікієнко О. В., Передерієва С. О. Сутність фінансового ринку, його роль у фінансовій системі та перспективи розвитку. *Вісник Східноукраїнського національного університету імені Володимира Даля*. 2014. № 8(215). С. 127–134.
316. Опарін В. М. Фінанси (Загальна теорія) : навч. посібник. 2-ге вид., доп. і переробл. Київ : КНЕУ, 2001. 240 с.
317. Орлова Н., Мохова Ю. Проблеми захисту прав акціонерів та шляхи їх вирішення. *Схід*. 2011. № 2(109). С. 58–61. URL: <http://dspace.nbuv.gov.ua/bitstream/handle/123456789/33089/14-Orlova.pdf?sequence=1>.
318. Осадчий Є. С. Банки з іноземним капіталом на ринку України: проблеми та перспективи розвитку. *Стратегія економічного розвитку України*. 2013. № 33. С. 94–102. URL: <https://core.ac.uk/download/pdf/32610934.pdf>.
319. Основи методології та організації наукових досліджень: навч. посіб. / за ред. А. Є. Конверського. Київ : Центр учбової літератури, 2010. 352 с. URL: <https://bit.ly/2H6hqqL>.
320. Основні показники діяльності банків / Офіційний сайт Національного банку України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/supervision-statist/data-supervision#1>.

321. Основні показники діяльності банків України на 1 лютого 2008 року. *Вісник НБУ*. 2008. № 3. С. 68. URL: <https://old.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=52874>.
322. Основні показники діяльності банків України на 1 січня 2015 року. *Вісник НБУ*. 2015. № 2(228). С. 59. URL: <https://old.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=14286594>.
323. Основні показники діяльності банків. URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/banks/stat>.
324. Осовська Г. В., Юшкевич О. О., Завадський Й. С. Економічний словник Київ : Кондор, 2009. 358 с.
325. Отенко І. П., Азаренков Г. Ф., Іващенко Г. А. Фінансовий аналіз : навч. посіб. Харків : ХНЕУ ім. С. Кузнеця, 2015. 156 с. URL: <https://bit.ly/2GVa5u2>.
326. Офіційний сайт ПАТ АБ “УКРГАЗБАНК”. URL: <http://www.ukrgasbank.com>.
327. Офіційний сайт ПАТ “КРЕДОБАНК”. URL: <http://kredobank.com.ua>.
328. Павленко І. І., Варяниченко О. В., Навроцька Н. А. Міжнародна торгівля та інвестиції: навч. посіб. Київ : Центр учбової літератури, 2012. 256 с. URL: https://cul.com.ua/preview/mign_torg_ta_invest_Pavlenko.pdf.
329. Павлик Х. Б., Крупка І. М. Методологічні аспекти обчислення грошових агрегатів в Україні та світі. *Формування ринкової економіки в Україні: Фінансово-економічні аспекти розвитку України в умовах глобалізації*; зб. наук. праць. 2010. Львів: ЛНУ імені Івана Франка. Вип. 21. С. 348–352.
330. Палехова В. А. Макроекономіка : навч. посібник. 2-ге вид., доп. та перероб. Миколаїв: Вид-во МДГУ ім. Петра Могили, 2005. 304 с. URL: <http://lib.chdu.edu.ua/index.php?m=2&b=205>.
331. Пантелєєва Н. М. Інноваційні інструменти залучення фінансових ресурсів для розвитку національної економіки. *Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики*. 2012. № 3 URL: <http://fkd.org.ua/article/view/25160>.
332. Паперник С. FinTech в Україні: чому потрібно розвивати ринок фінансових технологій? *Юридична газета*. 2017. № 46. URL :

<https://yur-gazeta.com/publications/events/fintech-v-ukrayini-chomu-potribno-rozvivati-rinok-finansovih-tehnologiy.html>.

333. Пасічник Ю. В. Вплив доларизації економіки на розвиток фінансового ринку. URL: http://finconf.nusta.com.ua/docs/700aae3a7aaddff2b0ef86f569bc458c/tez/Pasichnyk_tezi.doc.
334. Пахомова І. Г., Фатєєва Л. А. Оцінка сучасного стану, проблем та перспектив фондового ринку України. *Ефективна економіка*. 2014. № 7. URL: <http://www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=3180>.
335. Пелехатий А. О. Основи фінансово-бюджетної грамотності : навч. посібник. Львів. 2018. 120 с.
336. Петренко І. П. Видова систематизація боргових цінних паперів. URL: <https://www.sworld.com.ua/simpoz7/13.pdf>.
337. Петровська І. О., Клиновий Д. В. Фінанси (з елементами статистики фінансів) : навч. посіб. Київ : ЦУЛ. 2002. 300с.
338. Петроє О. Інституціональний підхід як методологічна основа дослідження та аналізу соціальних систем в державному управлінні / зб. наук. пр. НАДУ. 2012. № 2. С. 189–200. URL: <https://bit.ly/3aX9gyO>.
339. Писаренко Ж. В., Кузнєцова Н. П. Формування механізму страхового посередництва в фінансових конгломератах. *Вісник Санкт-Петербурзького університету. Сер. 5: Економіка*. 2011. Вип. 4. С 76–87.
340. Питання функціонування та вдосконалення інфраструктури фондового ринку України: Інформаційно-аналітичні матеріали / за ред. О. І. Кіреєва, М. М. Шаповалової, Н. І. Гребеник. Київ : Центр наукових досліджень НБУ, 2005. 132 с.
341. Підсумки діяльності кредитних спілок за 2017 р. URL: https://www.nfp.gov.ua/files/OgliadRinkiv/KS/ks_2017.pdf.
342. Підсумки діяльності кредитних спілок за 2018 р. URL: https://www.nfp.gov.ua/files/OgliadRinkiv/KS/ks_2018.pdf.
343. Підсумки діяльності кредитних установ за 2013 р. URL: <https://nfp.gov.ua/files/%D0%94%D0%BE%D0%B4%D0%B0%D1%82%D0%BE%D0%BA%203.pdf>.
344. Підсумки діяльності кредитних установ за 2014 р. URL: <https://nfp.gov.ua/files/sector/%D0%94%D0%BE%D0%B4%D0%B0>

D1%82%D0%BE%D0%BA%203%20%D0%B7%D0%B2%D1%96%D1%82.doc.

345. Підсумки діяльності кредитних установ за 2015 р. URL: https://nfp.gov.ua/files/sector/ks_2015.pdf.
346. Підсумки діяльності ломбардів за 2018 р. URL: https://www.nfp.gov.ua/files/OgliadRinkiv/Lomb/lombard_2018.pdf.
347. Підсумки діяльності страхових компаній за 2010 р. URL: <https://forinsurer.com/files/file00365.pdf>.
348. Підсумки діяльності страхових компаній за 2018 р. URL: https://www.nfp.gov.ua/files/OgliadRinkiv/SK/2018_rik/2018/sk_%202018.pdf.
349. Підсумки діяльності фінансових компаній, ломбардів та юридичних осіб (лізингодавців) за 2017 р. URL: https://www.nfp.gov.ua/files/OgliadRinkiv/FK/OsnPokazn/FK_4%20%D0%BA%D0%B2_2017.pdf.
350. Підсумки діяльності фінансових компаній та юридичних осіб (лізингодавців) за 2018 р. URL: https://nfp.gov.ua/files/OgliadRinkiv/FK/FK_IV%20kv_2018.pdf.
351. Підсумки діяльності фінкомпаній за 2018 р. URL: <https://afi.org.ua/articles/pidsumki-diyalnosti-finkompaniy-za-2018-rik>.
352. Підсумки розвитку системи недержавного пенсійного забезпечення станом на 31.12.2018. URL: https://www.nfp.gov.ua/files/OgliadRinkiv/NPF/NPF_IV_kv%202018.pdf.
353. Підсумки року: 2011 рік не став “зірковим” для банківської системи України. URL: <https://bit.ly/2WHtcAx>.
354. Підхомний О. М., Микитюк Н. О., Вознюк І. П. Типологія загроз фінансовій безпеці суб’єктів підприємницької діяльності. 2007. С. 119–123. URL: <http://ena.lp.edu.ua:8080/bitstream/ntb/277/1/20.pdf>.
355. Підхомний О. М. Управління інвестиційними процесами на фінансовому ринку : навч. посібник. Київ : Кондор, 2003. 184 с.
356. Пікус Р., Нестерова Д. Досвід інвестиційної діяльності зарубіжних страхових компаній. *Вісник Київ. ун-ту. Сер. економіка*. 2014. № 3(156). С. 6–11. URL: http://www.library.univ.kiev.ua/ukr/host/10.23.10.100/db/ftp/visnyk/ekonom_156_2014.pdf.

357. Плиса В. Й., Блага Н. В. Державне регулювання фондового ринку в Україні : монографія. Львів: Вид-во ННБК “АТБ”, 2007. 168 с.
358. Показники грошово-кредитної та фінансової статистики / Огляд депозитних корпорацій (Національного банку України та банків). URL: https://bank.gov.ua/files/ms_oper.xlsx.
359. Положення про вимоги до осіб, що здійснюють професійну діяльність з управління активами інституційних інвесторів (діяльність з управління активами), щодо складу та структури активів недержавних пенсійних фондів, якими вони управляють: Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку 26.04.2012 № 582. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0787-12>.
360. Положення про застосування Національним банком України стандартних інструментів регулювання ліквідності банківської системи. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0615500-15>.
361. Положення про обов’язкові критерії і нормативи достатності капіталу та платоспроможності, ліквідності, прибутковості, якості активів та ризиковості операцій страховика : Розпорядження Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг 07 червня 2018 року № 850. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0782-18>.
362. Положення про порядок видачі ліцензій на створення комерційних банків з участю іноземних юридичних та фізичних осіб затверджено Постановою Правління НБУ №24 від 07.02.1994 року. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0024500-94>.
363. Положення про порядок нагляду на консолідованій основі за небанківськими фінансовими групами, переважна діяльність у яких здійснюється фінансовими установами, нагляд за якими здійснює Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, затвердженого розпорядженням Нацкомфінпослуг від 12.11.2015 № 2724, зареєстрованого в Міністерстві юстиції України 04.12.2015 за № 1511/27956. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z1511-15#Text>.
364. Положення про функціонування фондових бірж. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z2082-12#n19>.

365. Представництва іноземних банків в Україні, зареєстровані у 1998 р. *Вісник НБУ*. 1998. № 7. С. 22. URL: <https://old.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=16222390>.
366. Приказюк Н. В. Страхова система України: теорія, методологія, практика : монографія. Київ : Логос, 2017. 611 с.
367. Примостка Л. О., Чуб О. О. Фінансова глобалізація: сутність, форми прояву, наслідки. *Фінанси, облік і аудит* : зб. наук. пр. Київ : ДВНЗ “Київ. нац. екон. ун-т ім. Вадима Гетьмана” ; редкол.: А. М. Мороз (відп. ред.) та ін. 2011. Вип. 18. С. 172–183. URL: <http://ir.kneu.edu.ua/handle/2010/30140>.
368. Про акціонерні товариства : Закон України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=514-17>.
369. Про банки і банківську діяльність : Закон України 07.12.2000 №2121-III зі змінами та доповненнями. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2121-14#Text>.
370. Про валюту і валютні операції : Закон України № 2473-VIII від 21 червня 2018 р. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2473-19>.
371. Про внесення змін до деяких Законів України щодо нагляду на консолідованій основі : Закон України від 19.05.2011 р. № 3394-VI URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3394-17#Text>.
372. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо сприяння залученню іноземних інвестицій : Закон України. URL: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2418-19>.
373. Про Державний бюджет України на 2018 рік : Закон України від 07.12.2017 р. за № 2246-VIII URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2246-19>.
374. Про додаткові заходи щодо діяльності банків : Постанова Національного банку України від 11.10.2008 № 319. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0319500-08>.
375. Про завершення III (формульованого) етапу дослідно-експериментальної роботи за темою: “Науково-методичні засади впровадження фінансової грамотності у навчально-виховний процес навчальних закладів” за 2014-2016 роки : Наказ МОН № 236 від 15.02.17 року. URL: http://osvita.ua/legislation/Ser_osv/54758.

376. Про затвердження напрямів інвестування галузей економіки за рахунок коштів страхових резервів : Постанова КМУ від 17 серпня 2002 р. № 1211. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1211-2002-%D0%BF>.
377. Про затвердження Національного положення (стандарту) бухгалтерського обліку 1 “Загальні вимоги до фінансової звітності” : Наказ Міністерства фінансів України від 07.02.2013 № 73. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0336-13/ed20170314#n27>.
378. Про затвердження Положення про порядок ідентифікації та визнання банківських груп : Постанова Правління Національного банку України від 09.04.2012 № 134. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0708-12#Text>.
379. Про інвестиційну діяльність : Закон України № 1560-XII від 18.09.1991 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1560-12>.
380. Про недержавне пенсійне забезпечення : Закон України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1057-15>.
381. Про окремі питання регулювання грошово-кредитного ринку : Постанова Національного банку України від 25.11.2008 р. №396 URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0396500-08>.
382. Про режим іноземного інвестування : Закон України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/93/96-%D0%B2%D1%80>.
383. Про страхування : Закон України від 07.03.1996 № 85/96-ВР зі змін та доп. URL: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=85%2F96-%E2%F0>.
384. Про схвалення Методичних рекомендацій щодо порядку проведення стрес-тестування в банках України : Постанова НБУ від 6 серп. 2009 р. № 460. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0460500-09#Text>.
385. Про схеми компенсації інвесторам (ICSD) : Директива Європейського парламенту та Ради ЄС від 03.03.1997 № 97/9/ЄС. URL: www.uaib.com.ua/files/articles/1521/10_4.doc.
386. Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг : Закон України. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/2664-14>.

387. Про цінні папери та фондовий ринок : Закон України від 23.02.2006 р. № 3480-IV. Дата оновлення: 16.11.2017 р. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>.
388. Програма діяльності Кабінету Міністрів України. URL: <https://www.kmu.gov.ua/ua/diyalnist/programa-diyalnosti-uryadu>.
389. Проект Закону про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо консолідації функцій із державного регулювання ринків фінансових послуг. URL: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=56124.
390. Пропозиції з інтеграції УБ та ПФТС будуть представлені ринку. URL: http://24tv.ua/home/showSingleNews.do?propozitsiyi_z_integratsiyi_ub_ta_pfts_budut_predstavleni_rinku&objectId=140647.
391. Публічний звіт про діяльність Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг України за 2017 р. URL: <https://www.nfp.gov.ua/ua/Richni-zvity-Natskomfinposluh.html>.
392. Пурій Г. М. Теоретико-методологічне дослідження розвитку фінансового ринку. *Науково-виробничий журнал: Облік та фінанси АПК*. 2011. №1. С. 164–168.
393. Пухтаєвич Г. О. Макроекономічний аналіз : навч. посіб. Київ, 2000. 207 с.
394. Пшик Б. І. Науково-методичні засади аналізу фінансово-кредитних відносин на фінансовому ринку. *Вісник УБС НБУ*. 2013. № 1(16). С. 233–237. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/VUbsNbU_2013_1_44.
395. Пшик Б. І. Теоретичне обґрунтування критеріїв раціональності у формуванні фінансово кредитних відносин на фінансовому ринку. *Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики* ; зб. наук. пр. / наук. ред. О. М. Тридід. Харків, 2013. Вип. 1(14). С. 229–236. URL: <https://bit.ly/2unrKIb>.
396. Пшик Б. І. Фінансово-кредитні відносини в Україні : проблеми становлення, перспективи розвитку, напрями вдосконалення : монографія. Інститут регіональних досліджень НАН України. Київ : УБС НБУ, 2011. 530 с.
397. Пшик Б. Фінансоміка як новітній напрям економічної науки : сутність, передумови виникнення, особливості прояву. *Вісник НБУ*.

2013. № 7. С. 55–61. URL: <https://old.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=2166992>.
398. Радіонова І., Алімпієв Є. Теорія взаємодії економічних політик за умов макроекономічної нестабільності. *Економічна теорія*. 2011. № 4. С. 32–44. URL: https://library.krok.edu.ua/media/library/category/statti/alimpiev_0006_macroeconomic_instability.pdf.
399. Раєвський К., Домрачев В., Майданюк О. Деякі аспекти фінансового аналізу діяльності комерційних банків України (в тому числі із залученням іноземного капіталу). *Вісник НБУ*. 1997. № 1. С. 31–36. URL: <https://old.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=16222400>.
400. Рак Р. В Інновації на ринку державних цінних паперів України. URL: <http://readbookz.com/articles/article-47>.
401. Регуляторний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів : монографія / за заг. ред. д.е.н., проф. С. В. Онишко. Ірпінь: Видавництво Національного університету ДПС України, 2016. 452 с.
402. Редзюк Є. В. Валютна лібералізація на фондовому ринку України: виклики та можливості. Наукові праці НДФІ. 2018. № 2. С. 75–78. URL: http://npndfi.org.ua/docs/NP_18_02_075_uk.pdf.
403. Результати розміщення облігацій внутрішніх державних позик / НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/markets/ovdp-table>.
404. Рекуненко І. І., Бочкарьова Т. О. Визначення рівня фінансової безпеки фондового ринку України. *Глобальні та національні проблеми економіки*. 2016. № 9. С. 699–702. URL: <http://global-national.in.ua/archive/9-2016/143.pdf>.
405. Рекуненко І. І. Ефективність фінансового ринку та її різновиди. *Вісник Волинського інституту економіки та менеджменту*. 2015. Вип. 11. С. 219–231.
406. Рекуненко І. І. Періодизація розвитку фондового ринку України. *Вісник СумДУ. Сер. “Економіка”*. 2015. № 1. С. 30–42. URL: <https://essuir.sumdu.edu.ua/handle/123456789/42165>.
407. Рекуненко І. І. Характеристика елементів інфраструктури фінансового ринку. *Вісник Української академії банківської справи*. 2014. №1(36). С. 38–44. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/VUABS_2014_1_11.

408. Рекуненко І. І., Чорна С. В. Особливості інвестиційної діяльності страхових компаній. *Економіка і суспільство*. 2017. № 8. С. 666–672. URL: http://www.economyandsociety.in.ua/journal/8_ukr/111.pdf.
409. Решетило В. П. Фінансові ринки та їх вплив на розвиток підприємств реального сектору економіки. *Комунальне господарство міст* : наук.-техн. збірник. 2013. № 108. С. 155–163.
410. Ривак О. С. Вплив приватних грошових переказів в Україну на соціальний та економічний розвиток держави. *Науковий вісник НЛТУ України*. 2011. Вип. 21.12. С. 231–237. URL: https://nv.nltu.edu.ua/Archive/2011/21_12/231_Ryw.pdf.
411. Ринок боргових цінних паперів в Україні: суперечності та тенденції розвитку : монографія. / Лютий І. О. та ін. Київ : Центр учбової літератури, 2008. 431 с.
412. Ринок накопичувального пенсійного забезпечення. URL: <https://www.nfp.gov.ua/ua/Rynok-nakopychualnoho-pensiinoho-zabezpechennia.html>.
413. Ринок у цифрах / Українська асоціація інвестиційного бізнесу. URL: <https://www.uaib.com.ua/analituaib>.
414. Річна звітність НКЦПФР. URL: <http://old.nssmc.gov.ua/activities/annual>.
415. Річний звіт за 2001 рік Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. Київ, 2002. 125 с. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2017/03/Annual-Report-2001.pdf>.
416. Річний звіт за 2017 рік Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. Київ, 2018. 127 с. URL: <https://bit.ly/2NJgGIZ>.
417. Річний звіт за 2018 рік Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. Київ, 2018. 99 с. URL: https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2019/08/zvit_2018.pdf.
418. Річний звіт Нацкомфінпослуг за 2014 р. URL: <https://www.nfp.gov.ua/ua/Richni-zvity-Natskomfinposlul.html>.
419. Річні звіти Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/about-us/annual-reports>.
420. Річні звіти Нацкомфінпослуг. URL: <https://www.nfp.gov.ua/ua/Richni-zvity-Natskomfinposlul.html>.

421. Річні звіти НБУ. URL: https://old.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=58023.
422. Роботодавців закликають перейти на 4-денний робочий тиждень. URL: <https://bit.ly/2DWII3j>.
423. Рожко О. Д. Державні фінанси України: детермінанти та пріоритети розвитку : монографія. Київ : Видавництва Ліра-К, 2016. 360 с.
424. Розвиток FinTech в Україні: новий проект від Нацбанку. URL: <https://tehnot.com.ua/razvitie-fintech-v-ukraine-novuj-proekt-ot-natsbanka>.
425. Розподіл регуляторних і наглядових функцій на фінансовому ринку: європейський досвід та рекомендації для України / Фінансовий та економічний аналіз у Верховній Раді України. URL: https://feao.org.ua/wp-content/uploads/2016/12/FEAO_Rozpodil_funktsiy_na_finrnyky.pdf.
426. Ройко І. М. Біржовий ринок акцій в Україні: стан та пріоритети розвитку. дис. ...канд. екон. наук. Київ, 2016. 224 с.
427. Романенко О. Р. Фінанси : підручник ; 4-те вид. Київ : Центр учбової літератури, 2009. 312 с.
428. Романишин В. О., Булавинець О. В. Ринок боргових зобов'язань як альтернативне джерело фінансування підприємств в Україні. *Фінанси України*. 2014. № 11. С. 116–124. URL: http://finukr.org.ua/docs/FU_14_11_116_uk.pdf.
429. Савицький С. В. Інституційно-психологічні основи прийняття рішень на фондовому ринку України. *Вісник Інституту економіки та прогнозування*. 2012. № 9. С. 69–71. URL: <http://ief.org.ua/wp-content/uploads/2014/09/Visnuk2012.pdf>.
430. Савченко А. Г. Макроекономіка : підручник. Київ : КНЕУ, 2005. 441 с. URL: http://chtyvo.org.ua/authors/Savchenko_Anatolii/Makroekonomika.djvu.
431. Садиков С. Еволюція гіпотез фінансового ринку. *Науковий вісник МНУ імені В. О. Сухомлинського. Економічні науки*. 2017. № 2(9). С. 143–148. URL: <http://mdu.edu.ua/wp-content/uploads/Economic-visnik-9-2017-25.pdf>.
432. Свечкіна А. Л. Формування та розвиток фінансового ринку України в системі макроекономічної стабілізації : дис... канд. наук: 08.00.03 2008. URL: <https://bit.ly/2WBgkJ4>.

433. Системна криза банківського сектору України і стратегія її подолання : монографія / за заг. ред. С. М. Аржевітіна, Т. Є. Унковської. Київ : КНЕУ, 2017. 182 с.
434. Системний ризик / НБУ. URL: https://old.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=123653&cat_id=123321.
435. Січко С. М. Саморегулівні організації як необхідний елемент функціонування фінансового ринку. *Глобальні та національні проблеми економіки*. 2017. Вип. 18. С. 490–496. URL: <http://global-national.in.ua/archive/18-2017/93.pdf>.
436. Сльозко О. О. Проблеми становлення фінансового ринку країн СНД : монографія. Київ : LAT&K, 2014. 348 с.
437. Смагін В. Л. Роль інституціонального дослідження фінансового ринку в процесі системної трансформації. *Стратегія економічного розвитку Україн* ; зб. наук. праць. 2009. № 24–25. С. 92–97. URL: <https://bit.ly/2SmpSYh>.
438. Смагін В. Л. Формування та розвиток фінансового ринку в умовах трансформаційної економіки : монографія. Київ : КНЕУ, 2008. 226 с.
439. Смолянська О. Ю., Борисова І. С. Сутність фінансового ринку та його роль у фінансовій системі держави. 2013. С. 261–267. URL: <https://bit.ly/2I2c81h>.
440. Сніжко О., Зикова О. Структура доларизації у контексті глобалізації. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Міжнародні відносини*. 2014. № 1(42). С. 45–50. URL: <http://journals.iir.kiev.ua/index.php/knu/article/download/2731/2435>.
441. Сніжко О. В. Фінансовий розвиток трансформаційних економік : структурно-функціональний аналіз : монографія. Київ : ВПЦ “Київ. університет”, 2009. 815 с.
442. Солодка О. О. Інтеграція комерційних банків України у світову фінансову систему. *Наукові праці НДФІ*. 2013. № 3. С. 98–105. URL: <https://scholar.google.com.ua/scholar?oi=bibs&cluster=9658365355456549672&btnI=1&hl=ru>.
443. Срібний В. І. Стабільність банківської системи як чинник забезпечення економічної безпеки. *Культура народів Причорномор'я*. 2009.

- № 155. С. 66–68. URL: <http://dspace.nbuv.gov.ua/bitstream/handle/123456789/34985/14-Sribnuu.pdf?sequence=1>.
444. Ставицький А. В. Умови стабілізації банківської системи України на сучасному етапі. *Фінанси України*. 2015. № 1. С. 47–58. URL: http://finukr.org.ua/docs/FU_15_01_047_uk.pdf.
445. Старостенко Г. Г., Онишко С. В., Поснова Т. В. Національна економіка Київ : Ліра-К, 2011. 429 с. <https://westudents.com.ua/knigi/157-natsonalna>.
446. Старостіна А. О., Кравченко В. А. Визначення мети, завдань, предмета та об'єкта кваліфікаційної наукової роботи (на прикладі дослідження управління підприємницькими ризиками в Україні). *Збірник наукових праць Таврійського державного агротехнологічного університету (економічні науки)*. 2013. № 2(3). С. 326–337. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/znptdau_2013_2%283%29__40.
447. Старостіна А. О., Кравченко В. А. Сутність та практичне застосування методики конструювання категоріального апарату економічної науки. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка*. 2011. № 128. С. 5-10. URL: http://bulletin-econom.univ.kiev.ua/wp-content/uploads/2016/01/128_1.pdf.
448. Статистика зовнішнього сектору НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/statistic/sector-external>.
449. Статистика зовнішньоекономічної діяльності. URL: http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/menu/menu_u/zed.htm.
450. Статистика страхового ринку України / Фориншурер. URL: <http://forinsurer.com/stat>.
451. Статистика фінансового сектору / НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/statistic/sector-financial>.
452. Статистичний щорічник України за 2018 р. URL: https://ukrstat.org/uk/druk/publicat/kat_u/2019/zb/11/zb_yearbook_2018.pdf.
453. Статистичні дані МВФ. URL: <https://data.imf.org/regular.aspx?key=61545852>.
454. Статистичні дані Світового банку. URL: <https://data.worldbank.org/country/ukraine>.
455. Стельмах В. С. Монетарна політика Національного банку України : сучасний стан та перспективи змін / за ред. В. С. Стельмаха. Київ :

- Центр наукових досліджень Національного банку України ; УБС НБУ, 2009. 404 с. URL: <http://pravo.studio/finansyi-obraschenie-denejnoe-knigi/monetarna-politika-natsionalnogo-banku.html>.
456. Стецько Л. І. Доларизація економіки України, її наслідки і напрямки зниження. *Науковий вісник НЛТУ України*. 2011. Вип. 21.15. С. 287–292. URL: https://nv.nltu.edu.ua/Archive/2011/21_15/287_Ste.pdf.
457. Стецько М. В. Ринок акцій у формуванні структур корпоративного типу в економіці України. *Глобальні та національні проблеми економіки*. 2016. Вип. 10. С. 860–865. URL: <http://global-national.in.ua/archive/10-2016/179.pdf>.
458. Стецько М. В. Фінансовий ринок України у контексті глобальної конкурентоспроможності. *Економічний аналіз: зб. наук. праць / Тернопіль. нац. екон. ун-т; редкол.: О. В. Ярощук (голов. ред.) та ін. Тернопіль : Економічна думка. 2016. Т. 25. № 1. С. 158–168. URL: <http://dspace.tneu.edu.ua/bitstream/316497/8371/1/24.pdf>.*
459. Стігліц Дж. Глобалізація та її тягар / пер. з англ. Київ : Вид. дім “КМ Академія”, 2003. 252 с.
460. Стоян В. І. Фінансовий ринок України: проблеми і перспективи розвитку. *Фінанси України*. 2000. № 12. С. 135–140.
461. Стубайло Т. Інтеграція іноземного банківського капіталу в країни Центральної та Східної Європи. *Схід*. 2011. № 2 (109). С. 66–70. URL: <http://dspace.nbu.gov.ua/bitstream/handle/123456789/33090/16-Stubaylo.pdf?sequence=1>.
462. Сугоняко О. Експансія іноземного капіталу: пошук міри. URL: http://aub.org.ua/index.php?option=com_content&task=view&id=162&menu=119&Itemid=74.
463. Суторміна В. М., Радзівська В. М., Стеценко Б. С. Фінансовий ринок : навч.-метод. посібник для самост. вивч. дисц. Київ : КНЕУ, 2001. 100 с.
464. Суха О. Р., Адоньєва Л. В. Тенденції розвитку складу аудиторських послуг в Україні. *Вісник НУВГП*. 2011. № 1. С. 201–209. URL: <http://ep3.nuwm.edu.ua/8432/1/Vek5328%20%D0%B7%D0%B0%D1%85.pdf>.

465. Сьомченков О. Інформаційний супровід фондового ринку України. *Вісник КНТЕУ*. 2016. № 5. С. 98–111. URL: <http://visnik.knteu.kiev.ua/files/2016/05/9.pdf>.
466. Сьомченков О. Лістинг в Україні: новації, проблеми та удосконалення. *Світ фінансів*. 2016. № 1. С. 227–240. URL: <https://bit.ly/2IHxgJj>.
467. Татаренко Н. О., Поручник А. М. Теорії інвестицій. Київ : КНЕУ, 2000. 160 с.
468. Теорія фінансів : підручник / П. І. Юхименко та ін. ; за ред. проф. В. М. Федосова, С. І. Юрія. Київ : Центр учбової літератури, 2010. 576 с.
469. Терещенко Г. М., Клименко К. В. Компенсаційні механізми захисту інвесторів : зарубіжний досвід та українські реалії. *Фінанси України*. 2017. № 10. С. 110–126. URL: http://finukr.org.ua/?page_id=723&aid=4462.
470. Терещенко О. О. Контролінг поведінки в концепції біхевіористичних фінансів. *Фінанси України*. 2011. № 10. С. 104–116. URL: http://finukr.org.ua/docs/FU_11_10_104_uk.pdf.
471. Ткаченко Н., Момот О. Систематизація ефектів, що породжені експансією транснаціонального банківського капіталу. *Світ фінансів*. 2018. № 3. С. 80–91.
472. Ткачук І. Г. Державні фінанси : підручник. Івано-Франківськ : Прикарпат. нац. ун-т ім. В. Стефаника, 2015. 510 с.
473. Токмакова І. В., Краснов В. Г. Сутність і структура фінансового ринку. *Фінанси України*. 2001. № 12. С. 112–120.
474. Трансформаційні процеси у фінансовому секторі національної економіки: теорія, методологія та моделювання : монографія / авт. кол. ; за заг. ред. д-ра екон. наук, проф. О. І. Барановського. Київ : ДВНЗ “Університет банківської справи”, 2017. 488 с. URL: http://dspace.ubs.edu.ua/jspui/bitstream/123456789/1869/1/baranovskyi_transformation_%20%20processes.pdf.
475. Угода про Асоціацію між Україною, з однієї сторони, та Європейським Союзом, Європейським співтовариством з атомної енергії і їхніми державами-членами, з іншої сторони. URL: http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/984_011.
476. “Українська біржа” інтегрувалась в світову федерацію торгових майданчиків. URL: <http://bit.ly/rQXiOB>.

477. Український фондовий ринок демонструє пожвавлення, – ІСУ.
URL: <https://bit.ly/2JcY57t>.
478. Українські банки Ігнзменшать обсяги видачі кредитів. URL:
http://24tv.ua/home/showSingleNews.do?ukrayinski_banki_zmenshat_ob_syagi_vidachi_kreditiv&objectId=184279.
479. Уляницька А. Money як?! URL: <https://news.finance.ua/ua/news/-/254169/money-yak>.
480. Уманців Ю., Міняйло О. Фінансовий ринок у системі економічних відносин *Вісник КНТЕУ “Фінанси та банківська справа”*, 2015. № 5. С. 72–82.
481. Уманців Ю. Розвиток національної банківської системи в умовах глобалізації світової економіки. *Вісник НБУ*. 2006. № 10. С. 60–68. URL: <https://old.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=43580>.
482. У фінансовому секторі України 94–95 % активів належать банкам, НБУ. URL: <http://www.rbc.ua/ukr/newsline/show/v-finansovom-sektore-ukrainy-94-95-aktivov-prinadlezhat-bankam--23112011121200>.
483. Ухналь Н. М. Специфіка сучасних загроз економічній і фінансовій безпеці України. *Наукові праці НДФІ*. 2018. № 4(85). С. 106–117. URL: http://npndfi.org.ua/?page_id=723&aid=956.
484. Федоренко А. Додаткові джерела фінансування підприємств реального сектора й економічні механізми залучення інвестиційних ресурсів у виробництво. *Світ фінансів*. 2017. № 1(50). С. 100–114. URL: <http://sf.tneu.edu.ua/index.php/sf/article/view/986/994>.
485. Філософія інтеграції : монографія / за заг. ред. В. Д. Бондаренка, Ф. Г. Ващука. Ужгород: ЗакДУ, 2011. 544 с.
486. Філософський енциклопедичний словник / за ред. В. І. Шинкарука. Київ : Абрис, 2002. 742 с. URL: <https://bit.ly/2usQlv2>.
487. Фінанси. Бюджет. Податки: національна та міжнародна термінологія: у 3-х т. / за ред. Т. І. Єфименко. Київ : Ін-т світ. екон. і міжнар. відносин НАНУ ; ДННУ “Акад. фін. управління”, 2010. Т. 3. 576 с.
488. Фінанси зарубіжних корпорацій : навч. посібник / В. М. Суторміна, В. М. Федосов, Н. С. Рязанова; за ред. В. М. Федосова. Київ : Либідь, 1993. 247 с.

489. Фінанси: Курс для фінансиста : навч. посіб. / за ред. В. І. Оспіщева. Київ, 2008. 567 с. URL: <https://bit.ly/2Vejpys>.
490. Фінанси : навч. посібник : експрес курс / за заг. ред. І. С. Волохової. Харків: Видавництво “ПромАрт”, 2018. 262 с.
491. Фінанси : навч. посібник / Крутова А. С. та ін. Харків : Вид-во “Лідер”, 2013. 560 с.
492. Фінанси : навч. посібник у 2-х част. / за заг. ред. В. Г. Баранової. Одеса: Атлант, 2015. Ч. 2. 309 с.
493. Фінанси : підручник / за ред. д.е.н., проф. І. О. Лютого. Київ : Вид-во Ліра-К, 2017. 728 с.
494. Фінанси : підручник / за ред. С. І. Юрія, В. М. Федосова. Київ : Знання, 2008. 611 с.
495. Фінанси (теоретичні аспекти) : підручник. 2-ге вид., випр. і допов. / за ред. М. В. Грідчиної, В. Б. Захожая. Київ : МАУП. 2004. 312 с.
496. Фінансова безпека підприємства : навч. посібник / за ред. З. С. Варналія. Львів : Ліга-Прес, 2018. 300 с.
497. Фінансова безпека суб'єктів господарювання : підручник / М. І. Крупка, Л. С. Яструбецька. Львів : ЛНУ імені Івана Франка, 2018. 320 с.
498. Фінансова глобалізація і євроінтеграція : монографія / за ред. О. Г. Білоруса, Т. І. Єфименко ; ДННУ “Акад. фін. упр.”. Київ, 2015. 496 с. URL: https://afu.kiev.ua/getfile.php?page_id=448&num=3.
499. Фінансова енциклопедія / за ред. О. П. Орлюк. Київ : Юрінком Інтер, 2008. 472 с.
500. Фінансова інфраструктура України: стан, проблеми та перспективи розвитку : монографія / за заг. ред. В. М. Опаріна, В. М. Федосова. Київ : КНЕУ, 2016. 695 с.
501. Фінансове забезпечення економічного зростання в Україні: стан, тенденції та перспективи : монографія / за ред. П. О. Нікіфорова. Чернівці : Чернівецький нац. ун-т, 2015. 384 с.
502. Фінансовий актив. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 13 “Фінансові інструменти” : Наказ Міністерства фінансів України від 30.11.2001 р. № 559. URL: <https://bit.ly/2VaotrW>.

503. Фінансовий інструмент / НБУ. URL: <https://bit.ly/2ZOMT98>.
504. Фінансовий механізм структурної модернізації економіки України : монографія / за заг. ред. С. В. Онишко, В. П. Унінець-Ходаківської. Ірпінь: Видавництво Національного університету ДПС України, 2013. 606 с.
505. Фінансовий сектор отримує єдину Систему фінансової звітності. URL: <https://www.pard.ua/uk/news/4667-finansovyyu-sektor-otrymaue-yedynu-systemu>.
506. Фінансовий словник-довідник / за ред. М. Я. Дем'яненка. Київ : ІАЕ УААН, 2003. 555 с.
507. Фінтех в Україні : тенденції, огляд ринку та каталог. URL: http://data.unit.city/fintech/fgt34ko67mok/fintech_in_Ukraine_2018_ua.pdf.
508. Фінтех може заощадити європейцям до 7 млрд фунтів на рік. URL: <http://news.finance.ua/ua/news/-/398372/finteh-mozhe-zaoshhadytyevropejtsyam-do-1637-mlrd-na-rik>.
509. Фондовий вибух: чому зростають акції українських компаній. URL: <https://bit.ly/2xZgO15>.
510. Фондовий ринок України – світовий лідер росту в 2017 році. URL: <https://bit.ly/2PiqEWw>.
511. Хрущ Н. А. Інвестиційна діяльність: сучасні стратегії та технології. Хмельницький: ХНУ, 2004. 309 с.
512. Худолій Л. М. Теорія фінансів : навч.-метод. посібник. Київ : Вид-во Європ. ун-ту. 2003. 167 с.
513. Центральний банк і грошово-кредитна політика: підручник / за ред. д-ра екон. наук, проф. М. І. Крупки. Львів : ЛНУ імені Івана Франка, 2017. 526 с.
514. Цехмістрова Г. С. Основи наукових досліджень : навч. посіб. Київ: Вид. дім “Слово”, 2003. 240 с. URL: <https://www.imath.kiev.ua/~golub/ref/tsekhmistrova.pdf>.
515. Цікановська Н. А. Інтерпритація понять “виклик”, “небезпека”, “загроза” та “ризик” у теорії фінансової безпеки. *Фінансовий простір*. 2013. № 3. С. 110–114. URL: <https://fp.cibs.ubs.edu.ua/index.php/fp/article/view/194/194>.

516. Чеберяко О. В., Лобода А. Б. Інтегровані фінансові посередники як форма взаємодії банків та небанківських установ. *Проблеми економіки*. 2014. № 3. С. 312–318. URL: http://www.problecon.com/export_pdf/problems-of-economy-2014-3_0-P.-312_318.pdf.
517. Череп А. В., Андросова О. Ф. Банківські операції : навч. посібник. Київ : Кондор, 2008. 410 с. URL: https://web.archive.org/web/20111121100843/http://bank-finance.com.ua/98_Finansoviy_inzhiniring_75.html.
518. Чугунов І.Я. Макогон В.Д. Бюджетна політика в умовах економічних перетворень. *Економічний часопис XXI*. 2016. № 3–4 (2). С. 66–69. URL: <http://soskin.info/userfiles/file/Economic-Annals-pdf/DOI/ea-V158-15.pdf>
519. Чуницька І. І. До питання теоретичної концептуалізації поняття “фінансовий ринок”. *Ефективна економіка*. Електронне наук. фах. вид-ня. 2015. №12.
520. Шаповалов А. Присутність іноземного капіталу в банківському секторі України. *Вісник НБУ*. 2008. № 4. С. 2–7. URL: <https://old.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=52875>.
521. Шевченко Л. С. Основи економічної теорії: підручник / за заг. ред. д-ра екон. наук, проф. Л. С. Шевченко. Харків : Право, 2008. 448 с. URL: http://library.nlu.edu.ua/POLN_TEXT/KOMPLEKS/ET/KURS/OSNOVA_ET/EkonomTeoria.pdf.
522. Шелепало О. П. Сутність та поняття інвестиційної інфраструктури фінансового ринку України. *Наукові записки. Серія “Економіка”*. 2008. Випуск 10. С. 440–448.
523. Шелудько В. М. Фінансовий ринок: підручник. Київ : Знання, 2006. 535 с.
524. Шемет Т. Методи вимірювання процесів регіональної фінансової інтеграції. *Науковий вісник Волинського національного університету імені Лесі Українки*. 2009. № 3. С. 299–303.
525. Шишков С. Є., Шелудько Н. М. Проблема довіри на неефективному фондовому ринку: приклад України. *Вісник Інституту економіки та прогнозування*. 2011. Вип. 1. С. 74–87. URL: <https://bit.ly/2Wb3Efa>.
526. Шірінян Л. В., Шірінян А. С. Проникнення страховиків з іноземним капіталом на страховий ринок України. *Економіка і прогнозування*. 2018. № 2. С. 76–90. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/econprog_2018_2_7.

527. Шкварчук Л. О. Оцінювання стану кон'юнктури фінансового ринку. *Вісник Національного університету "Львівська політехніка". Логістика*. 2014. № 811. С. 426–431. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/VNULPL_2014_811_64.
528. Шкварчук Л. О. Фінансовий ринок : навч. посібник. Київ : Знання, 2013. 882 с.
529. Школьник І., Козьменко О., Кремень В. Критерії ідентифікації фінансового конгломерату: вітчизняний та європейський підходи. *Вісник Національного банку України*. 2009. № 6. С. 32–36. URL: https://essuir.sumdu.edu.ua/bitstream/123456789/53023/1/financial_conglomerate_Shkolnyk.pdf.
530. Школьник І. О. Капіталізація фондового ринку України в контексті світових тенденцій. *Фінанси України*. 2011. № 4(185). С. 65–74. URL: http://finukr.org.ua/docs/FU_11_04_065_uk.pdf.
531. Школьник І. О., Кремень В. М. Вплив міжнародних фінансових конгломератів на розвиток фінансового ринку України. *Фінанси України*. 2009. № 9. С. 34–42.
532. Школьник І. О. Фінансовий ринок України: сучасний стан і стратегія розвитку: монографія. Суми : ВВП "Мрія" ТОВ, УАБС НБУ, 2008. 348 с.
533. Шкура І. С. Іноземний капітал в банківському секторі України. *Вісник Академії митної служби України*. 2007. № 3(35). С. 17.
534. Шлапак О., Пушкарьов В., Карчева Г. Фінансовий стан, тенденції та проблеми функціонування і розвитку банків у 2002 році. *Вісник НБУ*. 2003 № 3. С. 2–11. URL: <https://old.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=20231419>.
535. Шлемко В. Т., Бінько І. Ф. Економічна безпека України: сутність і напрямки забезпечення : монографія. Київ : НІСД, 1997. 144 с. URL: <http://old.niss.gov.ua/book/rozdil/rozd08.htm>.
536. Шпачук В. Найпоширеніші проблеми в банківській діяльності та першочергові заходи щодо їх вирішення. *Вісник Національного банку України*. 2002. № 10. С. 45–46. URL: <https://old.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=20008545>.

537. Шуба О. А. Світова фінансова архітектура: основні напрямки реформування. *Вісник Харківського національного університету імені В. Н. Каразіна*. 2011. № 943. С. 223–230.
538. Шумська С. С. Доларизація та відтік коштів з української економіки. *Економіка і прогнозування*. 2003. № 4. С. 62–71. URL: http://eip.org.ua/docs/EP_03_4_62_uk.pdf.
539. Щибиволок З. І. Аналіз банківської діяльності : навч. посібник ; 2-ге вид., стер. Київ : Знання, 2007. 311 с.
540. Щодо імплементації статті 67 Договору. Директива Ради (88/361/ЄЕС) від 24.06.1988. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/994_182.
541. Щодо систем гарантування вкладів. Директива № 2014/49/ЄС Європейського парламенту та Ради від 16.04.2014. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32014L0049>.
542. Щуревич О. Проблеми функціонування та регулювання банків з іноземним капіталом в Україні. *Стратегія економічного розвитку України*. 2016. № 38. С. 97–109. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/seru_2016_38_11.
543. Юринець В. Є. Методологія наукових досліджень : навч. посібник / Львів : ЛНУ імені Івана Франка, 2011. 178 с. URL: http://ism-lnu.podia.com.ua/wp-content/vidannia/pidr/metod_nauk_dosl.pdf.
544. Юрій С. І., Луцишин О. О. Ринок фінансових послуг як інституційна основа ринкової економіки. *Фінанси України*. 2010. № 11. С. 48–59.
545. Юркевич О. М. Місце та роль кредитних компаній на фінансовому ринку України. *Фінанси України*. 2009. № 11. С. 88–93. URL: <https://bit.ly/31cZ4h3>.
546. Юхименко П. І., Федосов В. М., Лазебник Л. Л. та ін. Теорія фінансів: підручник / за ред. проф. В. М. Федосова, С. І. Юрія. Київ : Центр учбової літератури, 2010. 576 с.
547. Ющенко В. А. Підсумки діяльності Національного Банку України за 1994 рік. *Вісник НБУ*. 1995. № 2. С. 3–34. URL: <https://old.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=73478>.
548. Яременко С. Економічна безпека банків та способи її забезпечення. URL: <https://ir.kneu.edu.ua/bitstream/handle/2010/30276/136-145.pdf?sequence=2>.

549. Ярошевська О. Комплексне оцінювання розвитку фондового ринку України. *Схід*. 2017. № 3 (149). С. 21–27. URL: <http://skhid.kubg.edu.ua/article/download/108112/103324>.
550. Арнольд В. И. Теория катастроф. Москва : Наука, 1990. 128 с. URL: http://www.vixri.com/d2/Arnold%20V.I.%20_TeoriyaKatastrof.pdf.
551. Белоглазова Г. Н. Деньги. Кредит. Банки : учебник. Москва : Высшее образование, 2009. С. 392.
552. Бланк И. А Основы финансового менеджмента. Киев : Ника-Центр, 1999. Т 1. 512 с. URL: <https://alleng1.org/d/econ-fin/econ-fin175.htm>.
553. Бланк И. А. Управление формированием капитала. Киев : Ника-Центр, 2000. 512 с.
554. Бланк И. А. Финансовый менеджмент : учеб. курс. 2-е изд., перераб. и доп. Киев : Эльга ; Ника-Центр, 2007. 521 с.
555. Боди З., Мертон Р. Финансы. Вильямс, 2007. 347 с.
556. Бригхем Ю., Эрхардт М. Финансовый менеджмент / пер. с англ. Санкт-Петербург, 2005. 960 с. URL: <https://bit.ly/2S96IpQ>.
557. Букин С. Безопасность банка. *Банковские технологии*. 2003. № 9. URL: www.bizcom.ru/security/2003-09/01.html.
558. Бэрнхэм Т. Подлые рынки и мозг ящера: как заработать деньги, используя знания о причинах маний, паники и крахов на финансовых рынках. Москва : Эксмо, 2008. 400 с. URL: http://www.vixri.com/d/Bernhem%20T%20_%20Podlye%20rynki%20i%20mozg%20jashera.pdf.
559. Бэстенс Д.-Э., Ван ден Берг В.-М., Вуд Д. Нейронные сети и финансовые рынки: принятие решений в торговых операциях. Москва : ТВП, 1997. 236 с. URL: <https://bit.ly/3bl1f9A>.
560. Вожжов А. П., Черемисинова Д. В. Монетизация экономики Украины как фактор экономического развития. *Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики*. 2012. Т. 2, № 13. URL: <http://fkd.org.ua/article/view/25147/22604>.
561. Вольчик В. В. Институциональная и эволюционная экономика : учеб. пособие. Ростов на Дону : Изд-во ЮФУ, 2011. 228 с. URL: <http://institutional.narod.ru/volchik/volchik2011.pdf>.

562. Вулфел Дж.Ч. Энциклопедия банковского дела и финансов. Москва : Фёдоров, 2000. 1583 с.
563. Гольцберг М. А. Акционерные общества. Фондовая биржа. Операции с ценными бумагами. Киев : Изд.-рекл. агенство, 1992. 95 с.
564. Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности. URL: <https://bit.ly/2m7hQpo>.
565. Долан С. Дж. и др. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика / пер. с англ. В. Лукашевича и др. / под общ. ред. В. Лукашевича. Москва, 1996. 448 с. URL: <https://bit.ly/2FDFOid>.
566. Еремина С. Л., Долгих И. В. Автомобилестроение Китая, прав ли Акамацу? *ИМПУЛЬС–2012* : труды IX Международной научно-практической конференции студентов, молодых ученых и предпринимателей в сфере экономики, менеджмента и инноваций : в 2-х томах. Т. 1. / под ред. проф. А. А. Дульзона. Томск : Томский политехн. ун-т ; Изд-во Томского политехн. университета, 2012. С. 56–58. URL: <http://www.lib.tpu.ru/fulltext/c/2012/C25/V1/017.pdf>.
567. Зелизер В. Социальное значение денег / пер. с англ. Москва : Дом интеллект. книги; Издат. дом ГУ ВШЭ, 2004. 284 с. URL: <https://www.twirpx.com/file/1024271>.
568. Иванов В. М. Финансовый рынок : конспект лекций. 2-е изд., стереотип. Киев : МАУП, 2001. 112 с.
569. Иванов Г. И. Инвестиции: сущность, виды, механизмы функционирования. Ростов-на-Дону : Феникс, 2002. 352 с.
570. Кадочников С. М. Прямые зарубежные инвестиции: макроэкономический анализ эффектов благосостояния : монография. Санкт-Петербург : Экономическая школа, 2002. 267 с.
571. Канеман Д. Думай медленно... решай быстро / пер. с англ. Москва : Изд-во АСТ, 2015. 633 с.
572. Капелюшников Р. И. Поведенческая экономика и новый патернализм : препринт ; Нац. исслед. ун-т “Высшая школа экономики”. Москва : Изд. дом Высшей школы экономики, 2013. 76 с. URL: https://wp.hse.ru/data/2013/05/14/1299917275/WP3_2013_03f.pdf.

573. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости процента и денег / пер. с англ. Москва : Прогресс, 1978. 494 с.
574. Кешенкова Н. В. Генезис развития теории портфельных инвестиций. *Економічний нобелівський вісник*. 2014. № 1(7). С. 223–27. URL: <http://econforum.duan.edu.ua/images/PDF/2014/30.pdf>.
575. Ковалев В. В. Финансовый анализ: методы и процедуры. Москва : Финансы и статистика, 2002. 560 с. URL: https://institutiones.com/index.php?option=com_docman&task=doc_download&gid=1147&Itemid=
576. Коробейникова Е. В., Садыкова Л. М. Особенности реализации зарубежными страховщиками посреднических функций. *Вестник Самарского гос. экон. ун-та*. 2014. № 8(118). С. 111–115. URL: <https://elibrary.ru/contents.asp?Iss.id=1349457>.
577. Кортен Д. Когда корпорации правят миром. Санкт-Петербург : Агентство ВиТ-принт, 2002. 328 с. URL: https://historylib.org/historybooks/Devid-Korten_Koda-korporatsii-pravt-mirom-/.
578. Красавина Л. Н. “Бегство” капитала из России и пути его сдерживания. *Деньги и кредит*. 2000. № 11. С. 40–42.
579. Крупка И. М. Влияние иностранных инвестиций на развитие финансового рынка и экономический рост в Украине. *Управление и образование*. 2011. № 7(1). С. 26–35.
580. Крупка И. М. Особенности консалтинга на рынке финансовых услуг Украины в условиях глобализации. *Экономика и банки*. 2013. № 1. С. 3–7. URL: <http://ojs.polessu.by/EB/article/view/380/386>.
581. Кузнецова Н. П., Чернова Г. В. Конвергенция в сфере банковских услуг. *Вестник СПбГУ. Сер. 5*. 2001. Вып. 4(№ 29). С. 129–136.
582. Кузьбожев Э. Н., Козьева И. А., Клевцова М. Г. Экономическая география и регионалистика (история, методы, состояние и перспективы размещения производительных сил) : учеб. пособие для бакалавров. 3-е изд., перераб. и доп. Москва : Издательство Юрайт, 2014. 537 с.
583. Кунгурякова Е. Н., Синявина М. С. Финансы и кредит. Москва : Издат.-торгов. корпорация “Дашков и К”, 2002. 258 с.
584. Лялин С. В. Корпоративные облигации: Мировой опыт и российские перспективы. Москва : ООО “ДЕКС-ПРЕСС”, 2002. 336 с. С. 73–74.

585. Маккей Ч. Наиболее распространенные заблуждения и безумства толпы / пер. с англ. Москва : Издательский дом “АЛЬПИНА”, 1998. 333 с. URL: <https://gigabaza.ru/download/68238.html>.
586. Малкина М. Ю. Уровень монетизации, структура денежной массы и качество денег в экономике (сравнительный анализ положения в России и зарубежных странах). *Финансы и кредит*. 2010. № 30(414). С. 2–10. URL: <https://bit.ly/2Hgbnje>.
587. Мертенс А. И. Инвестиции: курс лекций по современной финансовой теории Киев : Киевское инвестиционное агенство, 1997. 416 с.
588. Миллер Р. Л., Ван-Хуз Д. Д. Современные деньги и банковское дело. Москва : ИНФРА-М, 2000. 856 с.
589. Милль Дж. С. Основы политической экономии ; в 3 т. / пер. с англ. Москва : Наука, 1980. Т. 3. 337 с. URL: http://az.lib.ru/m/millx_d_s/text_1848_principles_of_political_economy-1.shtml.
590. Мировая экономика : учебник / под ред. А. С. Булатова. Москва : Экономистъ, 2005. 734 с.
591. Модель Баумоля-Тобина. URL: <https://bit.ly/2mrlure>.
592. Мошенский С. З. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы. Москва: “Экономика”, 2010. 240 с. URL: <https://www.twirpx.com/file/1065058>.
593. Мэрфи Джон Дж. Технический анализ фьючерсных рынков: теория и практика. Москва : Диаграмма, 1998. 592 с.
594. НКЦБФР запустила сервис поиска владельцев акций. URL: <https://finclub.net/news/nktsbfr-zapustila-servis-poiska-vladeltsev-aktsij.html>.
595. Нугуманова Д. Р. Транспарентность как фактор этичности корпоративных финансов. *Управленческие науки*. 2012. № 2. С. 31–36. URL: <https://managementscience.fa.ru/jour/Iss./archive>.
596. Нуреев Р. М. Очерки по истории институционализма ; 2-е изд. Ростов-на-Дону : Содействие XXI век, 2014. 415 с. URL: <https://search.rsl.ru/ru/record/01007832377>.
597. Основные направления психологии в классических трудах. Бихевиоризм. Э. Торндайк. Принципы обучения, основанные на психологии. Джон Б. Уотсон. Психология как наука о поведении. Москва :

- ООО “Издательство АСТ-ЛТД”, 1998. 704 с. URL: <http://spppb.ru/Watson.pdf>.
598. Парадигма “летающих гусей”. URL: <https://bit.ly/311JViF>.
599. Пересада А. А. Основы инвестиционной деятельности. Київ : Либра, 1994. С. 74–86. URL: <https://bit.ly/2QxtENb>.
600. Петерс Э. Фрактальный анализ финансовых рынков. Применение теории хаоса в инвестициях и экономике. Москва : Интернеттрейдинг, 2004. 304 с. URL: <https://institutiones.com/download/books/1231-fraktalnyj-analiz-finansovyh-rynkov.html>.
601. Портер Майкл Э. Конкуренция : уч. пос. / пер. с англ. Москва : Издат. дом “Вильямс”, 2000. 495 с.
602. Райзберг Б. А., Лозовский Л. Ш., Стародубцева Е. Б. Современный экономический словарь ; 6-е изд., перераб. и доп. Москва : ИНФРА-М, 2011. URL: <https://bit.ly/2Fy5Zqs>.
603. Розанова Н. М. Макроэкономика. Продвинутый курс ; в 2 т. Т. 1 : учебник для магистратуры. Москва : Изд-во Юрайт, 2015. 283 с. URL: <https://bit.ly/2OGzHPK>.
604. Розанова Н. М. Монетарная экономика. Теория денег и кредита : учебник и практикум для бакалавриата и магистратуры ; в 2 т. Т. 2. Москва : Издательство Юрайт, 2016. 308 с. URL: <https://bit.ly/2umLEmN>.
605. Розанова Н. М. Монетарная экономика. Теория денег и кредита ; в 2 т. Т. 1 : учебник для бакалавриата и магистратуры. Москва : Изд-во Юрайт, 2017. 269 с. URL: <https://bit.ly/2uPRz04>.
606. Росс С. Основы корпоративных финансов / пер. с англ. Москва : Лаборатория базовых знаний, 2000. 720 с.
607. Рынок ценных бумаг и его финансовые инструменты : учеб. пособ. / под ред. В. С. Торкановского. Санкт-Петербург : АО “Комплект”. 1994. 421 с.
608. Рязанова Н. С. Финансовый рынок как экономическая категория: ее характерные черты, общественное назначение и функции в современном информационном обществе. *Проблеми економіки*. 2015. № 1. С. 299–312.

609. Савицкая Г. В. Анализ хозяйственной деятельности предприятия: учеб. пособие. Минск : Новое знание, 2002. 704 с. URL: https://fileskachat.com/download/4478_074f147143350eeb3193fbd983e2ed5b.html.
610. Савчук В. П. Финансовый менеджмент. Киев : Companion group, 2008. 356 с.
611. Селищев А. С. Деньги, кредит, банки. Санкт-Петербург : Проспект, 2016. 428 с.
612. Селищев А. С. Макроэкономика. Санкт-Петербург : Питер, 2005. 464 с.
613. Сенчагов В. Экономическая безопасность: состояние экономики, фондового рынка и банковской системы. *Вопросы экономики*. 1996. № 6. С. 144–153.
614. Сорос Дж. Новая глобальная финансовая архитектура. *Вопросы экономики*. 2000. № 12. С. 56–84.
615. Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года. URL: <http://www.rg.ru/2009/02/03/finansy-strategia-dok.html>.
616. Теплова Т. Инвестиции : учебник для бакалавров. Москва : Изд-во Юрайт, 2014. 782 с. URL: <http://ozon-st.cdn.ngenix.net/multimedia/1008473654.pdf>.
617. Толстопятова А. Как банки и финтех-стартапы поделили наше финансовое благополучие. URL: <https://special.theoryandpractice.ru/fintech>.
618. Тупицына М. Н. Институциональная структура кредитного рынка: автореф. дис. ...канд. экон. наук. Санкт-Петербург, 2008. 24 с. URL: <https://bit.ly/37XgssA>.
619. Фабозци Ф. Управление инвестициями. Москва : ИНФРА-М, 2000. 932 с.
620. Финансы : учеб. 2-е изд., перераб. и доп. / под ред. В. В. Ковалева. Москва : ТК Велби, 2003. 634 с.
621. Финансы и кредит : учеб. пособие / под ред. проф. А. М. Ковальковой. Москва : Финансы и статистика, 2002. 512 с.
622. Хейзен С. Долларизация: контроль риска имеет значение *Финансы & развитие*. 2005. Март. С. 44–45. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/rus/2005/03/pdf/basics.pdf>.

623. Швеция официально переходит на 6-часовой рабочий день. URL: <https://www.facebook.com/liftercomua/videos/689243171232543>.
624. Шеремет А. Д., Негашев С. В. Методика финансового анализа деятельности коммерческих организаций.. 2-е изд., перераб. и доп. Москва : ИНФРА-М, 2008. 208 с.
625. Шеремет А. Д., Сайфулин Р. С. Финансы предприятия : учеб. пособие. Москва : Инфра-М, 1998. 343 с.
626. Экономическая безопасность: Производство – Финансы – Банки / под ред. В. К. Сенчагова. Москва : Финстатинформ, 1998. 621 с.
627. Энциклопедия по экономике. URL: <http://economy.ru.info/info/161743/>.
628. Яковина И. Великая китайская депрессия и ее последствия URL: http://nv.ua/publications/velikaya-kitayskaya-depressiya-i-ee-posledstviya-58354.html?fb_action_ids=1007774239247164&fb_action_types=og.likes.
629. Японская парадигма “летающих гусей” и макроэкономическая теория прямых инвестиций. URL: <https://bit.ly/2IMqfoq>.
630. Achkasova S. The governmental regulation of the insurance market in the Europe an integration processes. *Journal of The Economic Annals-XXI*. 2015. № 7–8 (2). P. 49–52. URL: http://soskin.info/userfiles/file/2015/7-8_2_2015/Achkasova.pdf.
631. Adikari AMP. A Measurement for Financial Liberalization: An Application to Sri Lanka. *Journal of Economics and Sustainable Development*. 2014. Vol. 5. № 18. P. 135–140. URL: <https://bit.ly/2IzwsHj>.
632. Aharoni Y. The foreign investment decision process. Harvard University, Boston, 1966.
633. Akerlof G. A. Behavioral Macroeconomics and Macroeconomic Behavior / The American Economic Review. 2002. Vol. 92. № 3. P. 411–433. URL: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.589.2012&rep=rep1&type=pdf>.
634. Analyse, Compare, and Apply Alternative Indicators and Monitoring Methodologies to Measure the Evolution of Capital Market Integration in the European Union / Klaus A. at al. CSEF, Department of Economics and Statistics. University of Salerno, 2002. 95 p. URL: http://www.csef.it/IMG/pdf/eu_commission_report_jan_2002.pdf.

635. Andersen O., Buvik A. Firms' internationalization and alternative approaches to the international customer : market selection / *International Business Review*. 2002. Vol. 11. № 3. P. 347–363.
636. Angeletos G.-M. The Hyperbolic Consumption Model: Calibration, Simulation, and Empirical Evaluation. *Journal of Economic Perspectives*. 2001. Vol. 15. № 3. P. 47–68. URL: <http://www.econ.nyu.edu/user/bisina/AngeletosLaibson.pdf>.
637. Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions (AREAER) / IMF. URL: <https://www.imf.org/~media/Files/Publications/AREAER/areaer-2017-overview.ashx>.
638. Baldwin R. E. Factory-free Europe? A two unbundlings perspective on Europe's 20th century manufacturing miracle and 21st century manufacturing malaise. URL: <http://repository.graduateinstitute.ch/record/286981/files/BaldwinFactory-free%20Europe.pdf>.
639. Baliño T. J. T. Bennett A., Borensztein E. Monetary policy in dollarized economies / International Monetary Fund. 1999. Occasional Paper № 171. 50 p. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/Occasional-Papers/Iss.s/2016/12/30/Monetary-Policy-in-Dollarized-Economies-2897>.
640. Baltussen G. Behavioral Finance: an introduction. 2009. 43 p. URL: <https://bit.ly/3bibQ2w>.
641. Bandiera O. Caprio G. Honohan P., Schiantarell F. “Does Financial Reform Raise or Reduce Savings?” / *Review of Economics and Statics*. 2000. P. 239–263.
642. Bank BNP Paribas Official Website. URL: <http://www.bnpparibas.com/en>.
643. Barberis N., Shleifer A., Vishny R. A model of investor sentiment. *Journal of Financial Economics*. 1998. Vol. 49. P. 307–343. URL: http://faculty.som.yale.edu/nicholasbarberis/bsv_jnl.pdf.
644. Barnett W. A. Aggregation-theoretic monetary aggregation over the euro area, when countries are heterogeneous. European Central Bank: Working Paper № 260. 2003. 57 p. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp260.pdf>.
645. Barnett W. A., Chauvet M. International Financial Aggregation and Index Number Theory: A Chronological Half-Century Empirical Overview / *Open Economies Review*. 2009. 20(1). P. 1–37. URL: <https://bit.ly/2vg2tQb>.

646. Barnett W. A., Chauvet M. How better monetary statistics could have signaled the financial crisis. *Journal of Econometrics*. 2011. March. V. 161, I. 1. P. 6–23. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jeconom.2010.09.002>.
647. Barnett W. A., Diewert W. E., Zellner A. Introduction to measurement with theory. *Macroeconomic Dynamics*. 2009. V. 13. (S. 2). P. 151–168. URL: <https://bit.ly/39IP5sz>.
648. Barnett W. A. Economic Monetary Aggregates: An Application of Index Number and Aggregation Theory. *Journal of Econometrics*. 1980. Vol. 14. Iss. 1, September, P. 11–48. URL: [https://doi.org/10.1016/0304-4076\(80\)90070-6](https://doi.org/10.1016/0304-4076(80)90070-6).
649. Barnett W. A., Fisher D., Serletti A. Consumer Theory and the Demand for Money. *Journal of Economic Literature*. 1992. Dec. Vol. 30, № 4. P. 2086–2119. URL: <https://bit.ly/2OF3Ezu>.
650. Barnett W. A. Friedman and Divisia Monetary Measures. New York: Center for Financial Stability, 2013. 50 p. URL: <http://www2.ku.edu/~kuwpaper/2013Papers/201312.pdf>.
651. Barnett W. A., Serletis A. The Theory of Monetary Aggregation. Amsterdam : North-Holland, 2000. 661 p. URL: <https://econwpa.ub.uni-muenchen.de/econ-wp/mac/papers/0511/0511008.pdf>.
652. Barnett W. A., Su L. The Joint Services of Money and Credit. *Studies in Applied Economics*. 2014. № 21. P. 1–53. URL: https://sites.krieger.jhu.edu/iae/files/2017/04/William-Barnett_Liting-Su_Working-Paper.pdf.
653. Barnett W. A. The User Cost of Money. *Economics Letters*. 1978. V. 1, I. 2. P. 145–149. URL: [https://doi.org/10.1016/0165-1765\(78\)90051-4](https://doi.org/10.1016/0165-1765(78)90051-4).
654. Barnett W. A. Which Road Leadsto Stable Money Demand? *The Economic Journal*, Vol. 107, Iss. 443, 1 July 1997, P. 1171–1185. URL: <https://bit.ly/37dbAyw>.
655. Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems. URL: <http://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>.
656. Baumol W. J. The Transactions Demand for Cash: An Inventory Theoretic Approach. *The Quarterly Journal of Economics*. 1952. Vol. 66. № 4 (Nov.). P. 545–556. URL: <https://doi.org/10.2307/1882104>.
657. Beck T. H., Kaserer Ch., Rapp M-S. Beteiligungs und Kapital markt finanzierung im deutschen Finanz system: Zustand und

- Entwicklungsperspektiven. *Studie im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie*. 2015. 216 S. URL: <https://bit.ly/3bd8NIT>.
658. Beck T. H., Levine R. Industry growth and capital allocation: Does having a market- or bank-based system matter? *Journal of Financial Economics*. 2002. N 64(1). P. 147–180. URL: <https://www.nber.org/papers/w8982.pdf>.
659. Belongia M., Chrystal A. An Admissible Monetary Aggregate for the United Kingdom / *The Review of Economics and Statistics*. 1991. 73 (3), P. 497–503. URL: <http://research.stlouisfed.org/wp/1989/1989-007.pdf>.
660. Belongia M. Where Simple Sum and Divisia Monetary Aggregates Part: Illustrations and Evidence for the United States. MPRA Paper № 18969. New York, 2005. 27 p. URL: https://mpra.ub.uni-muenchen.de/18969/1/MPRA_paper_18969.pdf.
661. Bernanke Ben S. Financial Innovation and Consumer Protection: Speech. 2009. April 17. URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090417a.htm>.
662. Black F., Scholes M. The Pricing of Options and Corporate Liabilities. *Journal of Political Economy*. 1973. Vol. 81 P. 637–654. URL: https://www.cs.princeton.edu/courses/archive/fall09/cos323/papers/black_scholes73.pdf.
663. Blume L. E., Easley D. Rationality. 2007. 19 p. URL: <http://tuvalu.santafe.edu/~leb/rat03.pdf>.
664. Brown G. A. New Global Financial Architecture. *The Wall Street Journal Europe*. URL: <https://www.wsj.com/articles/SB10001424052748704240504574585894254931438>.
665. Brown S., Hillegeist S. How disclosure quality affects the level of information asymmetry. *Review of Accounting Studies*. 2007. Vol. 12 (2–3). P. 443–477. URL: <https://doi.org/10.1007/s11142-007-9032-5>.
666. Buckley P. J., Casson M. The future of the multinational enterprise. 2nd ed. London: Macmillan, 1991.
667. Buffett W., Loomis C. Warren Buffett On The Stock Market. *Fortune*. 2001. December 10. URL: <http://www.berkshirehathaway.com/2001at/FortuneMagazine%20DEC%2010%202001.pdf>.

668. Cagan P. D. The monetary dynamics of hyperinflation. *Studies in the quantity theory of money*. Friedman. Chicago, 1956. P. 25–117. URL: <http://people.bu.edu/rking/SZGcourse/Cagan.pdf>.
669. Callen E., Shapero D. A Theory of Social Imitation. *Physics Today*. 1974. Vol. 27. № 7. P. 23–28. URL: [doi.org/ 10.1063/1.3128690](https://doi.org/10.1063/1.3128690).
670. Calof J. L., Viviers W. Internationalization Behavior of Small and Medium-Sized South African Enterprises. *Journal of Small Business Management*. 1995. № 33. P. 71–79.
671. Calvo G., Vegh C. Currency Substitution in Developing Countries: An Introduction. *Revista de Analisis Economico*. 1992. Vol. 7. № 1. P. 3–27. URL: https://mpira.ub.uni-muenchen.de/20338/1/MPRA_paper_20338.pdf.
672. Camerer C., Thaler R. H. In Honor of Matthew Rabin: Winner of the John Bates Clark Medal. *Journal of Economic Perspectives*. 2003. Vol. 17, № 3. Summer P. 159–176. URL: <https://faculty.chicagobooth.edu/Richard.Thaler/assets/files/In%20Honor%20of%20Matthew%20Rabin.pdf>.
673. Carlson S. International business research. Uppsala, 1966.
674. Casson M. Alternatives to the multinational enterprise. London: Macmillan, 1979. 116 P. URL: <https://www.palgrave.com/gp/book/9781349046454>.
675. Caves R. E. International Corporations: The Industrial Economics of Foreign Investment. *Economica*. 1971. Vol. 38. P. 1–27.
676. Chetty S., Blankenburg Holm D. Internationalisation of small to medium-sized manufacturing firms: a network approach. *International business review*. 2000. Vol. 9, N 1. P. 77–93.
677. Christofor J. Theoretical Foundations of Firm Internationalization. Antecedents of Venture Firms' Internationalization. Wiesbaden: Gabler, 2008. P. 23–81.
678. Cihak M. Stress Testing: A Review of key Concepts; CNB Internal Research and Policy Note. Praha : CNB, 2004. 34 p. URL: <https://ideas.repec.org/p/cnb/rpnrpn/2004-02.html>.
679. Cihak M., Schaeck K. How well do aggregate prudential ratios identify banking system problems? *Journal of Financial Stability*. 2010. № 6(3). P. 130–144.

680. Coase R. The Institutional Structure of Production. *The American Economic Review*. 1992. Vol. 82. №4. P. 713–719. URL: https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1033&context=occasional_papers.
681. Coase R. The nature of the firm. *Economica*. 1937. T. 4. № 6. C. 386–405.
682. Corruption Perceptions Index 2018. URL: <https://www.transparency.org/cpi2018#results>.
683. Da Silva J. V. S., Marin S. R. Limitations on the Perspective of Representative Economic Agent: Agent-Based Model's Alternative. *World Economics Association Conferences*. 2017. 16 p. URL: <https://bit.ly/2vTDcLX>.
684. Daniel K., Hirshleifer D., Subrahmanyam A. Investor Psychology and Security Market under- and Overreactions. *The Journal of Finance*. 1998. Vol. 53, № 6. P. 1839–1885. URL: <http://www.kentdaniel.net/papers/published/jf98.pdf>.
685. Definition of foreign direct investment (FDI) terms. *Iss.s paper (DITEG)* № 20. URL: <https://www.imf.org/External/NP/sta/bop/pdf/diteg20.pdf>.
686. Definitions and sources. World Investment Report 2007: Transnational Corporations, Extractive Industries and Development. URL: https://unctad.org/en/Docs/wir2007p4_en.pdf.
687. Demircuc-Kunt A., Detragiache E. Financial Liberalisation and Financial Fragility / IMF Working Papers, WP/98/83. 1998. 36 P. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp9883.pdf>.
688. Diamond D., Verrecchia R. Disclosure, liquidity and the cost of capital. *Journal of Finance*. 1991. Vol. 46. N4. P. 1325–1359. URL: <https://faculty.fuqua.duke.edu/~qc2/BA532/1991%20JF%20Diamond%20and%20Verrecchia.pdf>.
689. Diewert W. Erwin. Exact and Superlative Index Numbers. *Journal of Econometrics*. Vol. 4 (1976), P. 115–145. URL: <https://bit.ly/37dfJ5y>.
690. Dima S. C. From international trade to firm internalization. *European Journal of Interdisciplinary Studies*. 2010. Vol. 2, №. 2. P. 59–66.
691. Divisia F. L'indice monétaire et la théorie de la monnaie. / *Revue D'Économie Politique*. 1925. 39(4). P. 842–864.
692. Divisia monetary aggregates index. URL: <https://bit.ly/2L2IDz7>.
693. Doing Business 2018. URL: <https://www.doingbusiness.org/content/dam/doingBusiness/media/Annual-Reports/English/DB2018-Full-Report.pdf>.

694. Dornbusch R. *Open Economy Macroeconomics*. New York, 1980. Basic Books, Inc. Publishers. 293 p.
695. Douglass C. *North Institutions, Institutional Change, and Economic Performance*. Cambridge University Press. 1990. 152 p.
696. Dunning J. H., Narula R. Foreign direct investment and governments: catalysts for economic restructuring / *Review of World Economics*. 1997. Vol. 2. № 133. P. 1–41.
697. Dunning J. H. The eclectic paradigm of international production: a restatement and some possible extensions. *Journal of International Business Studies*. 1988. Vol. 19. № 1. P. 1–31.
698. Dunning J. H. Towards an eclectic theory of international production: some empirical tests. *Journal of international business studies*. 1980. Vol. 11. № 1. P. 9–31.
699. Eastern Europe & Central Asia: Weak Checks and Balances Threaten Anti-Corruption Efforts. URL: https://www.transparency.org/news/feature/weak_checks_and_balances_threaten_anti_corruption_efforts_across_eastern_eu.
700. Edison H., Klein M., Ricci L., Slok T. *Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis / IMF Working Paper*. 2002. 38 p. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02120.pdf>.
701. Eggertsson T. *Economic Behavior and Institutions*. Cambridge, 1999. 385 P. URL: https://fernandonogueiracosta.files.wordpress.com/2015/08/thrainn_eggertsson_economic_behavior_and_institutions.pdf.
702. Emirates NBD запускає гру для підвищення фінансової грамотності. URL: <http://news.finance.ua/ua/news/-/391665/emirates-nbd-zapuskaye-gru-dlya-pidvyshhennya-finansovoyi-gramotnosti>.
703. Epaulard A., Pommeret A. *Financial Integration, Growth and Volatility / IMF Working Paper*. 2005. 37 p. P. 5. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Iss.s/2016/12/31/Financial-Integration-Growth-and-Volatility-17969>.
704. Etemad H., Lee Y. The knowledge network of international entrepreneurship: Theory and evidence. *Small Business Economics*. 2003. Vol. 20. № 1. P. 5–23.

705. Evens O., Leone A. M., Gill M., Hilbers P. Macroprudential Indicators of Financial System Soundness / Occasional Paper 192. 2000. P. 1–49. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/op/192/OP192.pdf>.
706. Fama E. F., Fisher L., Jensen M., Roll R. The Adjustment of Stock Prices to New Information / International Economic Review. 1969. Vol. 10 (1). P. 1–21. URL: <https://pdfs.semanticscholar.org/52d7/4dd92be0f5bfcd008ee063f420cd85c87f3e.pdf>.
707. FDI Statistics. UNCTAD. URL: <https://unctad.org/en/P/DIAE/FDI%20Statistics/FDI-Statistics.aspx>.
708. Fehr E., Gächter S. Fairness and Retaliation. The Economics of Reciprocity. Journal of Economic Perspectives. 2000. Vol. 14. P. 159–181. URL: http://www.econ.uzh.ch/static/wp_iew/iewwp040.pdf.
709. Fehr E., Schmidt M. Theory of Fairness, Competition, and Cooperation. *Quarterly Journal of Economics*. 1999. N 8. P. 817–868. URL: <http://mikael.cozic.free.fr/papers/Fehr.Schmidt.1999.QJE.pdf>.
710. Feldstein M., Horioka C. Domestic Savings and International Capital. *The Economic Journal*. 1980. Vol. 90, N 358 (Jun., 1980), P. 314–329. URL: <http://piketty.pse.ens.fr/files/FeldsteinHorioka1980.pdf>.
711. Financial integration in Europe. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pub/prud/html/index.en.html?skey=integration>.
712. Financial Reform: What Shakes It? What Shapes It? Prepared by Abdul Abiad and Ashoka Mody / IMF Working Paper. 2003. April. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp0370.pdf>.
713. Fintech Definition Investopedia URL: <https://www.investopedia.com/terms/f/fintech.asp#ixzz5A8G02rKP>.
714. Friedman M. The Demand for Money. *A Theoretical Framework for Monetary Analysis*. Cambridge: NBER, 1971. P. 11–15. URL: <https://www.nber.org/books/frie71-1>.
715. Friedman M. The Demand for Money: Some Theoretical and Empirical Results. Cambridge: NBER, 1959. P. 1–29. URL: <https://www.nber.org/books/frie59-1>.
716. Gilardi F., Jordana J., Levi-Faur D. Institutional Change in Regulatory Policies: Regulation Through Independent Agencies and the Three New

- Institutionalisms / eds. Cheltenham: E. Elgar Publishing Limited, 2004. P. 67–89. URL: https://ideas.repec.org/h/elg/eechap/3167_4.html.
717. Give workers four-day week and more pay, unions urge businesses. URL: <https://ind.pn/2x07Sc2>.
718. Global Financial Stability Report. Washington: International Monetary Fund, 2011. 170 p. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2011/01/index.htm>.
719. Global Fintech Investment Growth Continues in 2016. URL: <https://acctnu.re/2RWwxJm>.
720. Globalisation in the 21st Century: Measuring Regional Changes in Multiple Domains/ Pim Martens, Mohsin Raza. *The Integrated Assessment Journal*. 2009 Vol. 9, Iss. 1, P. 1–18. URL: http://journals.sfu.ca/int_assess/index.php/iaj/article/viewFile/287/249.
721. Globalization Index. URL: <http://www.worldaudit.org/Globalisation%20Index%20.htm>.
722. Goodfriend M. How the World Achieved Consensus on Monetary Policy. *Journal of Economic Perspectives*. 2007. Vol. 21, №. 4. P. 47–68. URL: <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.21.4.47>.
723. Grauwe P. The Banking Crisis: Causes, Consequences and Remedies. *CEPS Policy Brief*. 2008. N 178. 11 P. URL: <http://econ.xmu.edu.cn/UploadFile/2009-04-13-16-01-15.pdf>.
724. Grilli V., Milesi-Ferretti G. M., Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls / IMF Staff Papers. 1995. Vol. 42, №. 3, P. 517–551. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Iss.s/2016/12/30/Economic-Effects-and-Structural-Determinants-of-Capital-Controls-1334>.
725. Hancock M. Divisia Money. Bank of England Quarterly Bulletin, 2005. 45 (1), P. 39–46. URL: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/quarterly-bulletin/2005/divisia-money-qb-2005-q1>.
726. Handa J. Monetary Economics / Jagdish Handa. 2nd Edition. New York : Routledge, 2009. 842 P. URL: <https://fp.unmas.ac.id/wp-content/uploads/2018/03/Monetary-Economics.pdf>.
727. Hill A., Callaghan E. Secondary Markets. ICMA quarterly report. 2015. Iss. 39. Fourth Quarter. URL: https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Quarterly_Reports/ICMA-Quarterly-Report-4Q-2015-v3.pdf.

728. Hodgson Geoffrey M. Economics and Institutions. A Manifesto for a Modern Institutional Economics. *Philadelphia: University of Pennsylvania Press*. 1988. 365 P. URL: https://www.academia.edu/33464563/Hodgson_G_M_1988_Economics_and_institutions.
729. Hodgson Geoffrey M. What is the essence of institutional economics? *Journal of Economic*. 2000. Vol. 34. № 2. P. 317–329. URL: <https://sci-hub.tw/10.1080/00213624.2000.11506269>.
730. Hubbard R. G. Money, the Financial System, and the Economy ; 4th ed.; Addison Wesley, 2002. 771 p.
731. Hymer S. H. (1960): The International Operations of National Firms: A Study of Direct Foreign Investment. *PhD Dissertation. Published posthumously. The MIT Press*, 1976. Cambridge, Mass. 253 p URL: <https://fam.ag/37qkx8o>.
732. IMD World Competitiveness Yearbook. International Institute for Management Development. URL: <https://www.imd.org/wcc/world-competitiveness-center-rankings/world-competitiveness-ranking-2018>.
733. Index of Economic Freedom 2018. URL: <https://www.heritage.org/index/ranking>.
734. Indicators of financial integration in the euro area. URL: https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/financial_integration/html/index.en.html.
735. Iversen C. Aspects of the theory of international capital movements. Copenhagen: Levin and Munksgaard ; London: Oxford University Press, 1935. 536 p.
736. Jasay A. E. The social choice between home and overseas Investment. *The Economic Journal*. 1960. Vol. 70. P. 105–113.
737. Johanson J., Mattsson L. G. Internationalization in Industrial Systems A Network Approach. *Strategies in global competition*. London: Croom Helm, 1988. C. 287–314.
738. Johanson J., Vahlne J. E. The internationalization process of the firm-a model of knowledge development and increasing foreign market commitments. *Journal of international business studies*. 1977. C. 23–32.

739. Johanson J., Wiedersheim-Paul F. The internationalization of the firm—four Swedish cases 1. *Journal of management studies*. 1975. Vol. 12. № 3. P. 305–323.
740. Johnson H. G. The Efficiency and Welfare Implications of the International Corporation. *The International Corporations* / Edited by C. P. Kindleberger. Cambridge: MIT Press, 1970. P. 35–55.
741. Jongwanich Juthathi P. Worker's Remittances, Economic Growth and Poverty in Developing Asia and the Pacific Countries / UNESCAP Working Paper. 2007. WP/07/01. 20 p. URL: <https://www.unescap.org/sites/default/files/wp-07-01.pdf>.
742. Jordana J., Fernández-i-Marín X., Bianculli A. C. Agency proliferation and the globalization of the regulatory state: Introducing a data set on the institutional features of regulatory agencies. 2018. Vol. 12, Iss. 4, P. 524–540. URL: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/rego.12189>.
743. Jordana J., Levi-Faur D. The Politics of Regulation: Institutions and Regulatory Reforms for the Age of Governance / eds. Cheltenham: E. Elgar Publishing Limited, 2004. P. 3–4.
744. Kahneman D. A Psychological Perspective on Economics. *The American Economic Review*. 2003. Vol. 93, № 2. P. 162–168. URL: <http://webpace.pugetsound.edu/facultyP./gmilam/courses/econ291/readings/KahnePsychPersp.pdf>.
745. Kahneman D., Lovallo D. Timid Choice and Bold Forecasts: A Cognitive Perspective on Risk Taking. *Management Science*. 1993. Vol. 39, N 1. P. 17–31. URL: http://www.anderson.ucla.edu/faculty/keith.chen/negot%20papers/KahnemanLovallo_ChoicForcastsRisk93.pdf.
746. Kahneman D., Tversky A. Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*. 1979. Vol 47 (2). P. 263–291. URL: <https://bit.ly/2ODxLHM>.
747. Kaminsky G. L., Schmukler S. L., Short-Run Pain, Long-Run Gain: The Effects of Financial Liberalisation / IMF Working Papers, WP/03/34. 2003. 59 P. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp0334.pdf>.
748. Katseli L., Lucas R., Xenogiani T. Effects of migration on sending countries: what do we know? OECD Development Centre Working Paper

- № 250. 2006. 90 p. URL: https://www.un.org/en/development/desa/population/events/pdf/other/turin/P11_Katseli.pdf.
749. Kemp M. C. Foreign Investment and the National Advantage. *Economic Record*. 1962. Vol. 38. P. 56–62.
750. Kemp M. C. The Benefits and Costs of Private Investment Abroad: Comment. *Economic Record*. 1962. Vol. 38. P. 108–110.
751. Khvedchuk K., Sinichenko V., Topf B. Estimating a natural level of financial dollarization in Ukraine. *Visnyk of the National Bank of Ukraine*. 2019. № 247. P. 38–44. URL: <https://doi.org/10.26531/vnbu2019.247.03>; <https://journal.bank.gov.ua/en/article/2019/247/03>.
752. Kindlerberger C. P. American business abroad. New Haven : Yale University Press, 1969. 225 p.
753. Knickerbocker F. T. Oligopolistic reaction and multinational enterprise. *The International Executive*. 1973. Vol. 15. № 2. P. 7–9.
754. KOF Globalization Index 100 most globalized countries 2017. URL: <https://www.statista.com/statistics/268168/globalization-index-by-country>.
755. Kojima K. Macroeconomic versus international business approach to direct foreign investment. *Hitotsubashi Journal of Economics*. 1982. Vol. 23. № 1. P. 1–19.
756. Kojima K., Ozawa T. A macroeconomic approach to foreign direct investment. *Hitotsubashi Journal of Economics*. 1973. Vol. 14. № 1.
757. Kojima K., Ozawa T. International trade and foreign investment: Substitutes or complements. *Hitotsubashi Journal of Economics*. 1975. Vol. 16, № 1.
758. Kojima K, Ozawa T. Towards a theory of industrial restructuring and dynamic comparative advantage. *Hitotsubashi Journal of Economics*. 1985. Vol. 26. № 2.
759. Kokenyne A., Ley J., Veyrune R. Dedollarization. *IMF Working Paper*. 2010. Vol. 10. № 188. 50 p. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10188.pdf>.
760. Kraay A. In Search of the Macroeconomic Effects of Capital Account Liberalisation / The World Bank. 1998. 45 P. URL:

<https://pdfs.semanticscholar.org/2b23/8d5d372841f943ce6e2673b1b53c286dc1bc.pdf>.

761. Krupka I., Pan'kiv C. Modern international regulatory requirements for bank's liquidity. *Бізнес інформ.* 2013. № 6. 384 с. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/binf_2013_6_59.
762. Laeven L. Does Financial Liberalisation Reduce Financing Constraints? *Financial Management.* 2003. Vol. 32. № 1. P. 5–34. URL: https://www.jstor.org/stable/3666202?read-now=1&seq=1#page_scan_tab_contents.
763. Laidler D. The Demand for Money ; Theories, Evidence and Problems ; 4th Edition. New York : HarperCollins, 1993.
764. Lane Ph. R., Milesi-Ferretti G. M. International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis / IMF Working Paper. 2017. May. URL: <https://www.imf.org/~media/Files/Publications/WP/2017/wp17115.ashx>.
765. Lariaux M. The French Developmental State as Myth and Moral Ambition. The Developmental State ; by M. Woo-Cumings. Cornell: Cornell University Press, 1999. P. 235–275. URL: <https://www.degruyter.com/viewbooktoc/product/547891>.
766. Levine R., Demirguc-Kunt A. Bank-based and market-based financial systems: cross-country comparison / World Bank Policy Research Report. 1999. Washington. 68 P. URL: <http://documents.worldbank.org/curated/en/259341468739463577/pdf/multi-page.pdf>.
767. Levine R., Zervos S. Stock Markets, Banks, and Economic Growth / American Economic Review. 1998. № 88. P. 537–558. URL: <https://www.isid.ac.in/~tridip/Teaching/DevEco/Readings/07Finance/06Levine&Zervos-AER1998.pdf>.
768. Lin T. Infinite Financial Intermediation / Tom C.W. Lin / Wake Forest Law Review. 2015. Vol.50. P. 643-669. URL: <http://bit.ly/2G6pwRo>.
769. Little Data Book on Financial Development 15/16. The World Bank. Washington : US, 2015. 224 p. URL: <https://bit.ly/2Os48sT>.
770. Luostarinen R. Internationalization of the firm: an empirical study of the internationalization of firms with small and open domestic markets with

special emphasis on lateral rigidity as a behavioral characteristic in strategic decision-making. Helsinki School of Economics, 1980.

771. Lumpkin S. Supervision of Financial services in the OECD Area. OECD, 2002. P. 20–22. URL: <http://www.oecd.org/pensions/insurance/2089622.pdf>.
772. MacDougall G. D. A., The Benefits and Costs of Private Investment from Abroad: A Theoretical Approach. *Economic Record*. 1960. Vol. 36. P. 13–35. URL: <https://sci-hub.tw/https://doi.org/10.1111/j.1475-4932.1960.tb00491.x>.
773. Machlup F. International trade and the national income multiplier. Philadelphia : Blakiston, 1943. 237 p.
774. Magee S. P. Information and Multinational Corporations: An Appropriability Theory of Direct Foreign Investment. *The New International Economic order*. Edited by J.N. Bhagwati. Cambridge: MIT Press, 1977. P. 317–340.
775. Mandelbrot B. The Variation of Certain Speculative Prices. *The Journal of Business*. 1963. Vol. 36, № 4. P. 394–41. URL: <https://bit.ly/2uPE0B6>
776. Marcowitz H. Portfolio selection: efficient diversification of investments, 2nd Edition. New York : Wiley, 1991. 402 p.
777. Markowitz H. M. Portfolio Selection. *Journal of Finance*. 1952. Vol. 7, № 1. P. 77–91. URL: https://www.math.ust.hk/~maykwok/courses/ma362/07F/markowitz_JF.pdf.
778. Mckinnon R. F. Money and Capital in Economic Development. *Brookings Institution Press*. Washington. D. C., 1973 184 p.
779. McQuerry E. and Quispe-Agnoli M. Measuring Financial Liberalization in Latin America: An Index of Banking Activity. *Domestic Finance and Global Capital in Latin America Conference*. 2001. 39 p. URL: https://www.frbatlanta.org/-/media/documents/econ_rd/larg/events/conf2001/quispemcquerrypaper.pdf.
780. Migration and Remittances: Recent Developments and Outlook. Migration and Development Brief / Ratha Dili P. at al. 23. 2014. 29 p. URL: <http://siteresources.worldbank.org/INTPROSPECTS/Resources/334934-1288990760745/MigrationandDevelopmentBrief23.pdf>.
781. Miller M., Orr D. A Model of the Demand for Money by Firms. *Quarterly Journal of Economics*. 1966. Vol. 80, № 3. P. 413–435. URL: <https://sci-hub.ren/https://doi.org/10.2307/1880728>.

782. Milner C., Greenidge K. The Nature and Measurement of Financial Liberalization : An Application to the Caribbean.
783. Mishra P. Macroeconomic Impact of Remittances in the Caribbean / IMF Working Paper. 2005.
784. Monetary and financial statistics : compilation guide. Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2008. 359 p. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/cgmfs/eng/pdf/cgmfs.pdf>.
785. Mullainathan S., Thaler R. H. Behavioral Economics. *NBER*, 2000. Working Paper 7948. 13 p. URL: <https://www.nber.org/papers/w7948.pdf>.
786. Munch J. What is FinTech and why does it matter to all entrepreneurs? URL: <https://www.hottopics.ht/3182/what-is-fintech-and-why-it-matters/>.
787. NCUA Letter to Credit Unions: CAMELS Rating System / National Credit Union Administration. Alexandria: NCUA, 2003. 20 p. URL: <https://www.ncua.gov/files/letters-credit-unions/LCU2003-04.pdf>.
788. Net official development assistance and official aid received. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/DT.ODA.ALLD.CD>.
789. Nowcasting Nominal GDP with the Credit-Card Augmented Divisia Monetary Aggregates / Barnett W. A. at al. Johns Hopkins Institute for Applied Economics. 2016. 76 p. URL: <https://sites.krieger.jhu.edu/iae/files/2017/04/Barnett-Chauvet-Leiva-Su-with-time-series-plots.pdf>.
790. O'Donoghue T., Rabin M. Doing It Now or Later / The American Economic Review. 1999. Vol. 89. № 1. P. 103–124. URL: <http://www.eief.it/butler/files/2009/11/rabinodonoghue.pdf>.
791. OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment 4th Edition. <http://www.oecd.org/investment/investment-policy/fdibenchmarkdefinition.htm>
792. Ohlin B. Interregional and international trade. Cambridge: Harvard University Press, 1935. URL: <https://dspace.gipe.ac.in/xmlui/bitstream/handle/10973/21287/GIPE-010300.pdf?sequence=3>.
793. Paudel C. R., Perera N. How Does Financial Liberalization Impact of Money Demand and Economic Growth? Evidence from Sri Lanka, Sydney Business School ; University of Wollongong ; Australia. 2007. 16 p. URL: <https://pdfs.semanticscholar.org/cab7/bcadfc2c6ff5d63e61ef3c3a1c09c6f39cf.pdf>.

794. Pavlyk Kh., Krupka I. Migrant remittances and socio-economic development in Ukraine. Monograph Modern problems of the economy of development in the context of the world transformational changes. Opole: The Academy of Management and Administration in Opole, 2013. 396 p.
795. Prasad B. Globalization of smaller firms: field notes on processes. *Small Business Economics*. 1999. Vol. 13, № 1. P. 1–7.
796. Prasad E., Rogoff K., Wei S., Kose A. Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence. *International Monetary Fund*, 2003. March. 86 p. URL: <https://www.imf.org/external/np/res/docs/2003/031703.pdf>.
797. Principles for financial market infrastructures. Bank for International Settlements and International Organization of Securities Commissions 2012. URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/CPMI-IOSCO_Principles_for_financial_market_infrastructures.pdf?019cbb5b2787cece5f0a617b6550e3f9.
798. Pugel T. A., Lindert P. H. International economics. 11 th. ed. Boston : Irwin: McGraw-Hill, 2000. 709 p.
799. Quinn D. P. Capital Account Liberalization and Financial Globalization, 1890–1999: A Synoptic View. *International Journal of Finance and Economics*. 2003. Vol. 8, № 3, P. 189–204.
800. Quinn D. P., Inclan C. The Origins of Financial Openness: A Study of Current and Capital Account Liberalization. *American Journal of Political Science*. 1997. Vol. 41, № 3, P. 771–813.
801. Rabin M. Incorporating Fairness into Game Theory and Economics. *The American Economic Review*. 1993. Vol. 83. № 5. P. 1281–1302. URL: <https://econweb.ucsd.edu/~jandreoni/Econ264/papers/Rabin%20AER%201993.pdf>.
802. Rabin M. Psychology and Economics. *Journal of Economic Literature*. 1998. Vol. 36. P. 11–46. URL: <https://bit.ly/35UnQ64>.
803. Rabin M. Risk Aversion and Expected-Utility Theory: A Calibration Theorem. *Econometrica*. 2000. Vol. 68, № 5. P. 1281–1292. URL: <http://dklevine.com/archive/refs47667.pdf>.
804. Ragnar Nurkse (1907–2007): Classical development economics and its relevance for today / ed. by R. Kattel, J. Kregel, E. S. Reinert. London ; New York : Anthem Press, 2009. 353 p.

805. Ratha Dili P. Workers' remittances: An important and stable source of external development finance / Global Development Finance ; World Bank ; Washington DC. 2003. P. 157–175. URL: <http://siteresources.worldbank.org/INTRGDF/Resources/GDF2003-Chapter7.pdf>.
806. Regulatory and market differences: Iss.s and observations. The Joint Forum. Basel Committee on Banking Supervision. International organization of securities commissions. International association of insurance supervisors. 2006. May. 32 p.
807. Reinhart C., Montiel P. Do capital controls influence the Vol. and composition of capital flows? Evidence from the 1990 s. *Journal of International Money and Finance*. 1999, Vol. 18, № 4. August. P. 619–635. URL: https://mpira.ub.uni-muenchen.de/13710/1/MPRA_paper_13710.pdf.
808. Reuber A. R., Fischer E. The influence of the management team's international experience on the internationalization behaviors of SMEs. *Journal of International Business Studies*. 1997. C. 807–825.
809. Ricardo D. On the principles of political economy and taxation. 2001. 333 p. URL: <https://socialsciences.mcmaster.ca/econ/ugcm/3ll3/ricardo/Principles.pdf>.
810. Rugman A. M. Internationalization as a General Theory of Foreign Direct Investment: A Re-Appraisal of the Literature. *Weltwirtschaftliches Archiv*. 1980. Vol. 116. P. 365–379.
811. Rutherford M. Institutions in economics: the old and the new institutionalism. Cambridge : Cambridge Universiti Press, 1996. 225 p.
812. Sahoo B., Acharya D. An alternative approach to monetary aggregation in DEA. *European Journal of Operational Research*. 2010. Vol. 204. № 3. P. 672–682. URL: <https://doi.org/10.1016/j.ejor.2009.11.035>.
813. Salvatore D. International Economics. 11 th ed. Wiley, 2013. 808 p. URL: [http://dl.iranidata.com/book/daneshgahi/Dominick%20Salvatore-International%20Economics\(www.Iranidata.com\).pdf](http://dl.iranidata.com/book/daneshgahi/Dominick%20Salvatore-International%20Economics(www.Iranidata.com).pdf).
814. Schmukler S. Financial Globalization : Gain and Pain for Developing Countries / Federal Reserve Bank of Atlanta. ECONOMIC REVIEW. Second Quarter 2004. P. 39–66. URL: <http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/SCHMUKLER-EconomicReview.pdf>.

815. Scholten Ulrich. Banking-as-a-Service what you need to know. URL: <https://www.ventureskies.com/blog/banking-as-a-service-categorizing-the-services>.
816. Send me a number. Migrants' remittances help ease poverty back home, but they are not a cure-all. *The Economist* 03-01-2008 URL: <http://www.economist.com/node/10286141>.
817. Serletis A. *The Demand for Money: Theoretical and Empirical Approaches*. New York : 2007. Springer. 381 p. URL: <https://pdfs.semanticscholar.org/af79/79fe61ce6037f8c8896fac86038b4dba689d.pdf>.
818. Sharpe W. F. *Capital Asset Price: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk*. 1964. Vol. 19, N 3. P. 425–442. URL: <https://bit.ly/2Ss6h8Q>.
819. Shaw E. S. *Financial Deepening in Economic Development*. Oxford University Press ; New York. 1973. 269 p.
820. Shrestha Min B., Chowdhury Khorshed. Financial Liberalization Index for Nepal. *International Journal of Applied Econometrics and Quantitative Studies*. 2006. Vol. 3–1. P. 41–54. URL: <https://pdfs.semanticscholar.org/0d4f/5ebc3e09be078a24c6731a6dd4991d898c05.pdf>.
821. Sixth Edition of the IMF's Balance of Payments and International Investment Position Manual (BPM6). URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/bopman6.htm>.
822. Skasko O. I., Kharchuk V. Y., Ronek H. Sustainable development of the non-bank financial market subjects of Ukraine: problems and prospects of functioning. *Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики*. 2019. Т. 2, № 29. С. 220–228. URL: <http://fkd.org.ua/article/view/171904/173405>.
823. Smith A. *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*. 2005. 785 p. URL: <https://eet.pixel-online.org/files/etranslation/original/The%20Wealth%20of%20Nations.pdf>.
824. Statistical Report on International Assistance 2016–2017. URL: <https://www.international.gc.ca/gac-amc/publications/odaaa-lrmado/sria-rsai-2016-17.aspx?lang=eng>.

825. Sundararajan V at all. Financial Soundness Indicators: Analytical Aspects and Country Practices / Washington DC : IMF, 2002. 120 p. URL: <https://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/content/PDFs/75443.pdf>.
826. Svirydzenka K. Introducing a New Broad-based Index of Financial Development / IMF Working Paper : WP/16/5/ Washington, 2016. 42 p. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp1605.pdf>.
827. Swan T. W. Longer-Run Problems of the Balance of Payments. *The Australian Economy* : A Vol. of Readings / eds. H. W. Arudt and W. M. Corden. Melbourne : Cheshire Press, 1963. P. 384–395.
828. Taleb N. N. The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable. New York : Random House, 2007. 400 p. URL: <http://bit.ly/2puwZP1>.
829. Tchana F. Regulation and Banking Stability: A Survey of Empirical Studies. MPRA Paper. June. № 9298. posted 25. URL: https://mpra.ub.uni-muenchen.de/9298/1/MPRA_paper_9298.pdf.
830. Teece D. J. Technology Transfer by Multinational Firms: The Resource Cost of Transferring Technological Know-How. *The Economic Journal*. 1977. Vol. 87. P. 242–261.
831. Thaler R. Advances in Behavioral Finance. New York : Russell Sage Foundation, 1993. 597 p. URL: <https://bit.ly/2H6SrDI>.
832. Thaler R., Benartzi S. Save More Tomorrow : Using Behavioral Economics to Increase Employee Saving. *Journal of Political Economy*. 2004. Vol. 112. № 1. P. S164–S187 URL: http://independent401kadvisors.com/library_articles/savemoretomorrow.pdf.
833. Thaler R. H. From Homo Economicus to Homo Sapiens. *Journal of Economic Perspectives*. 2000. Vol. 14. Winter. P. 133–141. URL: <https://pdfs.semanticscholar.org/0f7d/4e0bc976c8b28011cb4ffe7334181721cfe9.pdf>.
834. The emerging equity gap: Growth and stability in the new investor landscape / McKinsey Global Institute. 2011. December. URL: https://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Featured%20Insights/Global%20Capital%20Markets/Emerging%20equity%20gap/MGI_Emerging_equity_gap_Executive_summary.ashx.

835. The Global Competitiveness Report 2018 / WEF. URL: <https://reports.weforum.org/global-competitiveness-report-2018/country-economy-profiles/#economy=UKR>.
836. The Global Financial Development Report / WEF URL: <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/28482/9781464811487.pdf?sequence=11&isAllowed=y>.
837. The International Corporations. A Symposium edited by C. P. Kindleberger. Cambridge: MIT Press, 1970. 415 P.
838. Tobin J. A General equilibrium approach to monetary theory. *Journal of Money Credit and Banking*. 1969. Vol. 1. P. 15–29.
839. Tobin J., Brainard W. Financial intermediaries and the effectiveness of monetary controls / *American Economic Review*. 1963. Vol. 53. P. 383–400.
840. Tobin J. Commercial banks as creators of money / in: Carson D. and Irwin D. (eds.). *Banking and Monetary Studies* / ed. by Carson. for the Comptroller of the Currency, Homewood. Illinois : R. D. Irving, 1963. P. 408–419.
841. Tobin J. Essays in Economics. Vol. 4: *National and International* / The MIT Press. 1996. URL: <https://cowles.yale.edu/publications/books/essays-economics-vols-1-4>.
842. Tobin, J. Money, capital and other stores of value, *The American Economic Review* / *Papers and Proceedings*. 1961. 51. P. 26–37.
843. Tobin J. The Interest-Elasticity of Transactions Demand For Cash / *The Review of Economics and Statistics*. 1956. Vol. 38, № 3. P. 241–247. URL: <https://sci-hub.ren/https://www.jstor.org/stable/1925776>.
844. Tobin J. The Liquidity Preference as Behavior Towards Risk / *The Review of Economic Studies*. 1958. Vol. 25. № 2 (Feb.). P. 65–86.
845. Tsiang S. C. The Precautionary Demand for Money: An Inventory Theoretical Analysis. *Journal of Political Economy*. 1969. Vol. 77, № 1. P. 99–117. URL: <https://ideas.repec.org/a/ucp/jpolec/v77y1969i1p99-117.html#download>.
846. Vaga T. The Coherent Market Hypothesis. *Financial Analysts Journal*. 1990. Vol. 46, № 6. P. 36–49. URL: <https://sci-hub.ren/https://doi.org/10.2469/faj.v46.n6.36>.

847. Van den Berghe L.A.A. Convergence in the financial services industry / Prof. dr. L.A.A. Van den Berghe, Dr. K. Verweire, S.W.M. Carchon. OECD report, 1999. 94 p. URL: <http://www.oecd.org/finance/insurance/1915267.pdf>.
848. Vernon R. International investment and international trade in the product cycle. *Quarterly Journal of Economics*. Vol.80, №2. 1966. P. 190–207.
849. Vernon R. The product cycle hypothesis in a new international environment. *Oxford bulletin of economics and statistics*. 1979. Vol. 41. № 4. P. 255–267.
850. Weber M. Behavioral Finance: Idee und Überblick. Univ., Lehrstuhl für ABWL und Finanzwirtschaft, insbesondere Bankbetriebslehre, 1999. 46 p. URL: <http://www.behavioral-finance.de/8-0-Behavioral-Finance-Baende.html>.
851. Welch L. S., Luostarinen R. Internationalization: evolution of a concept. The Internationalization of the firm. 1988. P. 83–98.
852. Wickens M. Macroeconomic Theory: A Dynamic General Equilibrium Approach. New Jersey: Princeton University Press, 2008. 470 p. URL: http://edu.gber.ge/uploads/files_62_1.pdf.
853. Wilson George W. Deregulation: How Far Should It Go? *Indiana Law Journal*. 1976. Vol. 51. Iss. 3. Article 9. P. 700. URL: <https://www.repository.law.indiana.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3186&context=ilj>.
854. Woodford M. Convergence in Macroeconomics: Elements of the New Synthesis. *American Economic Journal: Macroeconomics*. 2009. Vol. 1(1). P. 267–279. URL: <https://sci-hub.ren/10.1257/mac.1.1.267>.
855. World Investment Report. URL: https://unctad.org/en/P./DIAE/World%20Investment%20Report/World_Investment_Report.aspx.
856. Yastrubskyy M, Krupka I., Pavlyk Kh. Financial Consulting and Social Entrepreneurship in Ukraine. *Problems of accounting and analytical support for the management system of an enterprise* : Collective monograph / ed. by : prof. Anatoliy Zahorodniy and prof. Yenryk Ronek. Lviv : Publishing House of Lviv Polytechnic ; Lublin : Maria Curie-Sklodovska University, 2014. 308 p.

ДОДАТКИ

Додаток 1

Етапи формування та взаємозв'язок субшкіл фінансового ринку в економічній теорії

етап становлення базових гіпотез теорії фінансових ринків (прототеорії фінансових ринків) (кінець XVIII - середина XX ст.)	етап формування субтеорій фінансових ринків (середина XX - кінець XX ст.)	етап фінансової економіки (90-ті роки XX ст. - початок XXI ст.)
класична школа (J.S.Mill, D.Ricardo, J.Mill, T.Malthus, A.Smith)	економічний мейстрім / mainstream economics неокейнсіанство (J. Hicks, F. Modigliani, P.Samuelson, J.Tobin) неокласично-кейнсіанський синтез (W.I.Baumol, H.M.Markowitz, W.Sharpe, J.Lintner, E.Fama, J.Mossin) монетаризм (M.Friedman) поствальрасіанство/post walrasianism (D.Patinkin, R.W.Clower, A/Leijonhufvud)	економічні теорії фінансових ринків новий макроекономічний консенсус нова кейнсіанська економіка (N.G.Mankiw, D.Romer, M.Woodford J.B.Taylor, S.Fischer, O.Blanchard, J.Stiglitz, P.Krugman, R.C.Merton) нова класична школа (R. Lucas J.Muth, E.C.Prescott, F.E.Kydland) фінансова математика (F. S. Black, M.S. Scholes) нова інституційна економіка
K.Marx	неортодоксальна економіка / heterodox economics посткейнсіанська економіка (PKE) H.Minsky monetary circuit theory financial post keynesians (P. Davidson, J.Kregel, B.Moor) kaldorians kaleckians sraffians/ neoricardians	поведінкові фінанси (behavioral finance) неоавстрійська школа (T.Boeuke, S.Horwitz; P.T.Leeson, D.L. Prychitko) сучасна монетарна теорія (P.Tcherneva, B. Mitchell, R.Wray)
німецька історична школа (G.F. Knapp, M.Weber, W.Sombart, K.Becher)	новий австрійський марксизм (O. Morgenstern, F.A. von Hayek, L. von Mises, M. Rothbard, J.Huerta de Soto) modern institutionalism (поп- neoclassical) бінарна економіка	міждисциплінарні теорії фінансових ринків нейроекономіка еконофізика
інституціоналізм (old institutionalism) (T.Veblen, A.A.Berle, W.C.Mitchell)		
Маржиналістська революція австрійський маржиналізм (C.Menger, B. von Buhm-Bawerk, F. von Wieser, K.Wicksell) лозанська школа (L.Walras, V. Pareto),		
неокласична школа (A Marshall)		
J.M.Keynes		
кембриджське кейнсіанство (J. Robinson, N.Kaldor, R.F.Kahn) M. Kalecki, P.Sraffa A. Mitchell-Innes chartalism (A.P.Lemer)		

Джерело: [261; с. 73].

Підходи до визначення сутності поняття “фінансовий ринок”

Номер з/п	Автор і джерело	Сутність підходу
1	2	3
<i>Перший підхід – визначення фінансового ринку як системи відносин</i>		
1.	Абакуменко О.В. [1, с. 21]	...сукупність економічних відносин між покупцями, продавцями та посередниками, що виникають з приводу руху вартості, здатної генерувати потенційну економічну вигоду в процесі купівлі, продажу, розподілу та перерозподілу фінансових активів.
2.	Алексєнко Л.М., Олексієнко В.М., Юркевич А.І. [6, с. 213]	...ринок, на якому здійснюють перерозподіл фінансових ресурсів через фінансових посередників, охоплює ринок грошей і ринок капіталу (капіталів).
3.	Базилевич В.Д. (18, с. 6).	...сукупність суспільно-економічних відносин, що виникають з приводу купівлі і продажу фінансових активів.
4.	Бак Н.А. [19, с. 224]	...система економічних відносин з приводу перерозподілу вартості між фізичними та юридичними особами й державою на засадах купівлі-продажу прав на використання фінансових ресурсів на постійній або тимчасовій основі.
5.	Баранова В.Г. [492, с. 101]	...форма організації руху фінансових ресурсів і розкриває суть фінансових відносин по законах попиту і пропозиції на фінансові ресурси. Фінансовий ринок, таким чином, є, з одного боку, складовою частиною фінансової системи суспільства, формою її функціонування, а з іншого боку, фінансовий ринок є складовою частиною ринкової економіки в цілому. Фінансовий ринок – узагальнююче поняття. У найбільш загальному значенні – це ринок, де обертається капітал.
6.	Белоглазова Г.Н. [551, с. 124]	...складний економічний механізм перерозподілу грошових коштів між країнами, регіонами і галузями. На ньому визначаються попит і пропозиція грошових коштів та капіталів і формуються ціни фінансових активів.
7.	Бондаренко Д.В. [47, с. 362]	...система економічних відносин з приводу обміну та перерозподілу прав володіння і користування фінансовими ресурсами, що (обмін та перерозподіл) супроводжуються паралельним наданням нерозривно пов'язаних фінансових послуг.
8.	Бланк І.О. [553, с. 496]	...є ринком, на якому об'єктом купівлі-продажу виступають різноманітні фінансові інструменти і фінансові послуги.

Продовження додатка 2

1	2	3
9.	Буднік М. М., Мартюшева Л. С, Сабліна Н. В. [50, с. 7]	... система економіко –правових відносин, що пов'язані з випуском та обігом фінансових інструментів. Він стимулює зростання обсягів виробництва, накопичення фінансових ресурсів і сприяє виникненню і розвитку позитивних соціальних змін у суспільстві.
10.	Бурда Майкл, Виплош Чарлз [51, с. 494–495]	... купівля і продаж за пасів як об'єкту власності високого ступеня стандартизації, відомих якості та змісту (це активи – акції компаній, облигації, контракти на майбутню поставку); фінансові ринки можна розглядати як оптову торгівлю між професіоналами (біржовиками), які беруть за мовлення на гігантські суми на основі взаємної довіри.
11.	Василик О.Д. [59, с. 319]	... складова фінансової системи держави. За своєю суттю це механізм перерозподілу фінансових ресурсів між окремими суб'єктами підприємницької діяльності, державою і населенням, між учасниками бюджетного процесу, деякими міжнародними фінансовими інститутами.
12.	Васильєва В.В., Васильченко О.Р. [60, с. 8]	... попит і пропозиція на різноманітні фінансові інструменти.
13.	Вірченко В.В. [70, с. 70]	... сукупність суспільно-економічних відносин, обумовлених купівлею і продажем фінансових активів, забезпечує в межах економічної системи рух фінансових ресурсів від інвесторів до емітентів цих активів.
14.	Вовчак О.Д. [74, с. 7]	... система кругообігу та перерозподілу фінансових активів між постачальниками і споживачами капіталу за допомогою спеціалізованих посередників на основі попиту і пропозиції на капітал.
15.	Волохова І. С., Шикіна Н. А., Волкова О. Г. [490, с. 159]	... система економічних відносин, пов'язаних із перерозподілом тимчасово вільних фінансових ресурсів між державою, місцевими органами влади, юридичними та фізичними особами за допомогою фінансових інститутів на основі взаємодії попиту та пропозиції фінансових інструментів.
16.	Габбард Р. [77, с. 36]	фінансовий ринок – ринок акцій та облигацій – є саме тим місцем, де надлишки коштів заощадників передаються позичальникам.
17.	Галушак, В. В. [79, с. 311–312]	... специфічна сфера грошових відносин, що виникають у процесі руху фінансових фондів між державою, юридичними та фізичними особами за допомогою спеціалізованих фінансових інститутів. ... ці відносини реалізуються на етапах розподілу й перерозподілу фінансових ресурсів і коштів щодо здійснення процесу розширеного відтворення.

Продовження додатка 2

1	2	3
18.	Гарбар Ж.В. [83, с.14–19]	...складна й суперечлива підсистема відносин суб'єктів, установ й контрагентів, які прагнуть досягти відповідних цілей.
19.	Глушенко А. С. [88, с. 325]	...сукупність економічних відносин, які виникають між його учасниками при формуванні попиту і пропозиції на специфічні фінансові послуги, пов'язані з купівлею-продажем фінансових активів, які знаходяться у власності економічних суб'єктів національної, регіональної та світової економіки.
20.	Голуб А.Г., Семенюк Л.П., Смовженко Т.С. [90, с. 56]	...сукупність усіх грошових ресурсів країни, причому ресурсів, що постійно перебувають у русі, – розподіляються і перерозподіляються, що змінюються під впливом попиту і пропозиції на ці ресурси з боку різних суб'єктів економіки.
21.	Грідчина М.В., Захожай В.Б. [495, с. 203]	... механізм визначення обсягу і структури попиту на фінансові активи; залучення тимчасово вільного капіталу, який перебуває у формі суспільних заощаджень (тобто грошових та інших фінансових ресурсів населення, підприємств, державних органів) і не витрачений на споживання та реальне інвестування, через окремих учасників фінансового ринку, для подальшого ефективного використання в економіці країни .
22.	Гольцберг М.А. [563, с. 17–18]	...здійснення на громадження, рух, розподіл і перерозподіл грошового капіталу між сферами економіки.
23.	Дема Д.І., Абрамова І.В., Недільська Л.В. [103, с. 9]	...сукупність економічних відносин, пов'язаних з розподілом фінансових ресурсів, купівлею-продажем тимчасово вільних грошових коштів та інших фінансових інструментів.
24.	Енциклопедія банківської справи України [115, с. 537]	...сфера грошових відносин, що виникають у процесі купівлі-продажу фінансових активів як зобов'язань економічних суб'єктів один перед одним щодо сплати боргів і доходів.
25.	Економічна енциклопедія [112]	...соціально-економічні умови формування пропозиції фінансово-грошових ресурсів, а також умови їх реалізації, використання і відтворення. Ємність фінансового ринку визначається сумою банківського фінансового капіталу, капіталів фінансових страхових організацій, залучених до кредитно-фінансових операцій, а також вільних коштів юридичних і фізичних осіб, що становлять загальну суму пропозиції кредитних ресурсів, а також обсягами попиту на кредитні ресурси – потребою виробничих, невиробничих та інших компаній, організацій і установ у кредитних, позичкових та інвестиційних ресурсах.

Продовження додатка 2

1	2	3
26.	Еш С.М. [117, с. 6]	...особлива, властива тільки ринковій економіці сфера економічних взаємовідносин, де здійснюється купівля-продаж, розподіл і перерозподіл фінансових активів країни між сферами економіки.
27.	Єфименко Т.І. [487, с. 488]	... сукупність обмінно-перерозподільних відносин, що виникають між учасниками купівлі-продажу фінансових активів; на ньому опосередковується безперервний кругообіг ресурсів: заощадження – інвестиції – доходи – заощадження.
28.	Загородній А.Г., Вознюк Г.Л. [127, с. 649]	...система економічних та правових відносин, пов'язаних з випуском (емісією), купівлею-продажем та обігом фінансових активів (акцій, облігацій, депозитів тощо).
29.	Задоя А.О., Ткаченко І.П. [128, с. 4, с. 9]	...особливий механізм взаємодії продавців та покупців, де об'єктом купівлі-продажу є, власне, гроші. ...особливий механізм взаємодії власників заощаджень, фінансових посередників і реальних інвесторів, що ґрунтується на договірній основі та принципах економічної доцільності й допомагає мобілізувати заощадження у фінансові ресурси, трансформувати останні в фінансові фонди й реалізувати як справжні інвестиції.
30.	Зайцев О. В. [129, с. 10]	...сукупність економічних відносин, пов'язаних із розподілом фінансових ресурсів, купівлею-продажем тимчасово вільних грошових коштів, цінних паперів та інших фінансових активів. Об'єктами відносин на фінансовому ринку є грошово-кредитні ресурси, цінні папери, фінансові послуги тощо, суб'єктами відносин – держава, підприємства різних форм власності, фінансові інститути, окремі громадяни.
31.	Івасів Б.С. [97, с. 74]	...сукупність усіх грошових ресурсів країни, що постійно переміщуються (розподіляються та перерозподіляються) під впливом попиту і пропозиції з боку різних суб'єктів економіки.
32.	Івашко О.А. [143, с. 23, 232]	...сукупність усіх грошових ресурсів країни, що постійно переміщуються (розподіляються та перерозподіляються) під впливом попиту і пропозиції з боку різних суб'єктів економіки, а також він являє собою механізм торгівлі фінансовими активами, обов'язковими атрибутами якого є чіткі правила торгівлі, наявність професійних учасників ринку та розвинута ринкова інфраструктура, яка забезпечує мінімальні витрати і максимальну надійність укладення угод. Роль його у сучасній економіці полягає в акумуляції заощаджень і використанні їх для створення нового капіталу.

Продовження додатка 2

1	2	3
33.	Калінеску Т.В. [159, с. 5]	...це ринок, де товаром є самі гроші і цінні (грошові) папери.
34.	Карлін М.І. [162, с.115]	...механізм перерозподілу капіталу між кредиторами і позичальниками за допомогою посередників та фінансових інструментів.
35.	Клименко О.В. [171, с. 45]	...ринок, який опосередковує розподіл грошових коштів між учасниками економічних відносин.
36.	Коваленко М.А., Чесноков В.Л. [174, с. 360]	...1) за сіб відплатного перерозподілу фінансових ресурсів між суб'єктами господарювання, між ними та державою, між державою та населенням, між учасниками бюджетного процесу і окремими міжнародними фінансовими організаціями, де обертаються фінансові інструменти та надаються фінансові послуги; 2) система економічних та правових відносин, пов'язана із купівлею-продажем або випуском та обігом фінансових активів.
37.	Коваленко Ю.М. [175, с.103]	...система економіко-правових відносин, пов'язаних із перерозподілом тимчасово вільних фінансових ресурсів між домогосподарствами, фінансовими і нефінансовими корпораціями / квазікорпораціями, некомерційними організаціями (НКО), а також державою на основі взаємодії попиту і пропозиції фінансових інструментів.
38.	Ковальова А.М. [621, с. 456]	... як ринок, де функціонує обіг капіталів.
39.	Ковальов В.В. [620, с. 60]	...організація торгівлі фінансовими активами і зобов'язаннями між покупцями і продавцями фінансових ресурсів.
40.	Ковальчук С.В., Форкун І.В. [176, с. 449]	...механізм перерозподілу капіталу між кредиторами та позичальниками за допомогою посередників і на підставі попиту і пропозиції на капітал. Основним товаром на фінансовому ринку виступають готівкові кошти, банківські кредити, цінні папери.
41.	Колісник М. К., Маслак О. О., Романів Є. М. [178, с. 5]	...особлива, притаманна тільки ринковій економіці сфера економічних взаємовідносин, де здійснюється купівля-продаж, розподіл і перерозподіл фінансових активів країни між сферами економіки.
42.	Колодізев О.М. [179, с. 107]	...як складова глобального ринку, яка функціонує у вигляді обігу різноманітних фінансових інструментів.
43.	Коновал С.Е. [181, с. 188]	...механізм для торгівлі фінансовими активами, обов'язковими атрибутами якого є чіткі правила торгівлі, наявність професійних учасників ринку і розвинутої інфраструктури, що забезпечує мінімальні витрати і максимальну надійність угод (операцій).

Продовження додатка 2

1	2	3
44.	Корнєєв В.В. [184, с. 41]	...сукупність ринкових контрактних відносин, спрямованих на забезпечення акумуляції і перерозподілу фінансових активів.
45.	Криховецька З.М. [202, с. 13]	...система економічних відносин, пов'язаних із процесом купівлі-продажу, випуском та обігом фінансових активів (інструментів), які знаходяться у власності економічних суб'єктів національної, регіональної та світової економіки.
46.	Крутова А.С., Близнюк О.П., Лачкова Л.І. [491, с. 352]	...особлива сфера фінансової системи, складова її інфраструктури, де здійснюється рух тимчасово вільного капіталу, формуються і функціонують обмінно-перерозподільні відносини, що пов'язані з процесами купівлі-продажу вільних фінансових ресурсів, їх трансформація в позичковий та інвестиційний капітал через фінансово-кредитні інститути на основі попиту та пропозиції, формується ціна на різноманітні фінансові інструменти.
47.	Кузнецова Н.С., Назарчук І.Р. [244, с. 6]	...сукупність правових відносин грошового характеру, які виникають між його учасниками в процесі купівлі-продажу фінансових активів під впливом попиту та пропозиції на позичковий капітал.
48.	Лук'янов В.С. [259, с. 37]	... множинне, багатомірне, полісистемне явище, що охоплює широку сукупність окремих сфер і сегментів національної економіки та має ряд різновидів: емісійний і грошово-кредитний ринок, валютний ринок, ринок фінансових послуг, ринок цінних паперів, ринок боргових паперів, міжбанківський ринок, ринок позикових капіталів, фондовий ринок, ринок деривативів та похідних фінансових інструментів, форекс ринок, спекулятивний ринок, іпотечно-інвестиційний ринок тощо. Їх можна називати "сегментними ринками". ...сукупність автономних сегментів фінансової системи, у рамках яких постійно здійснюється широкий спектр фінансових правочинів, завдяки чому у кінцевому підсумку, по-перше, здійснюється розширене відтворення грошових, валютних, боргових потоків; по-друге, забезпечується сталий розвиток національного господарства, по-третє, посилюється державна участь у глобалізаційних процесах.
49.	Лютий І.О. [493, с. 597]	...це система економічних відносин, суб'єктами яких виступають держава та фінансові посередники, що забезпечують перерозподіл фінансових ресурсів серед учасників ринку.

Продовження додатка 2

1	2	3
50.	Маслова С.О., Опалов О.А. [268, с. 7]	... це ринок, на якому визначаються попит і пропозиція на різноманітні фінансові інструменти.
51.	Майовець Є., Флюд Х. [264, с. 88–89]	...вкладення грошових ресурсів (активів) через фінансових посередників в довгострокові державні облигації та депозитні рахунки (вкладення в довгострокові інвестиційні проекти).
52.	Мертенс О.І. [587, с. 56]	механізм торгівлі фінансовими активами.
53.	Мишкін, Фредерік С. [278, с. 44]	...допомагають переміщати кошти від тих, хто має їх у надлишку, до тих, хто відчуває в них нестачу.
54.	Міллер Р.Л., Ван-Хуз Д.Д. [588, с. 104]	...ринок фінансових інструментів.
55.	Мозговий О.М. [289, с. 10]	... грошовий ринок (він же фінансовий) складається з двох частин – сфери обороту грошей і сфери обороту цінних паперів у вигляді купівлі-продажу короткотермінових (до одного року) документів (векселів, сертифікатів тощо).
56.	Мошенський С.З. [292, с. 34]	...– це система економічних відносин з формування, розподілу та перерозподілу капіталу. Це “родове поняття” для всіх ринків, на яких відбувається торгівля капіталом на відміну від ринків товарів.
57.	Нічосова Т.В. [305, с. 6]	...механізм реалізації попиту та пропозиції на фінансові ресурси суб’єктів економічних відносин, який, на базі інфраструктури ринку та в рамках діючого законодавства, дозволяє досягти ефективності у перерозподілі вільних фінансових ресурсів в економіці.
58.	Онiкiєнко О.В., Передерієва С.О. [315, с. 128]	...виражає економічні відносини між суб’єктами економіки з приводу реалізації вартості та споживчої вартості, укладеної у фінансових активах.
59.	Онишко С.В. [401, с. 32]	...сполучна ланка, через яку здійснюється рух фінансових ресурсів.
60.	Опарін В.М. [316, с.207]	...сукупність обмінно-перерозподільних відносин, пов’язаних із процесами купівлі-продажу фінансових ресурсів, необхідних для здійснення виробничої та фінансової діяльності.
61.	Орлюк О.П. [499, с. 431]	...ринок на якому здійснюється взаємообмін капіталами і кредитами у масштабах національної та транснаціональної економік; механізм, що забезпечує зведення покупців і продавців фінансових активів та сприяє обміну цими активами.

Продовження додатка 2

1	2	3
62.	Оспіщев В.І. [489]	...особлива сфера фінансової системи, складова її інфраструктури, де здійснюється рух тимчасово вільного капіталу, формуються і функціонують обмінно-перерозподільчі відносини, пов'язані з процесами купівлі-продажу вільних фінансових ресурсів, їх трансформація в позиковий та інвестиційний капітал через фінансово-кредитні інститути на основі попиту та пропозиції, формується ціна на різноманітні фінансові інструменти.
63.	Пелехатий А.О. [335, с. 68]	...ринок на якому визначаються попит і пропозиція на різноманітні фінансові інструменти.
64.	Пересада А.А. [599, с. 77]	...сукупність правових відносин грошового характеру, які виникають між його учасниками в процесі купівлі-продажу фінансових активів під впливом попиту і пропозиції на позиковий капітал.
65.	Підхонний О.М. [355, с. 12, 14]	... вважати предметом торгівлі на фінансових ринках фінансові інструменти, оскільки, у цьому понятті синтезовані властивості як фінансових зобов'язань (фінансових ресурсів), так і фінансових активів. ...організація взаємовідносин покупця та продавця фінансових ресурсів.
66.	Пурій Г.М. [392, с. 167]	... система економічних відносин, пов'язана із процесами акумуляції, розподілу та перерозподілу фінансових ресурсів, які знаходяться у власності суб'єктів економіки за посередництва фінансових інститутів.
67.	Райзберг Б.А., Лозовский Л.Ш., Стародубцева Е.Б. [602]	...сукупність ринкових форм торгівлі фінансовими активами: іноземною валютою, цінними паперами, кредитами, депозитами, похідними фінансовими інструментами. Включає фондовий ринок (фондові біржі) кредитний ринок (банки, інвестиційні і дилерські компанії, пенсійні фонди), ринки капіталів (страхового, іпотечного, міжбанківського), світовий фінансовий ринок.
68.	Решетило В.П. [409, с. 156]	... система економічних відносин, спрямована на формування, розподіл та перерозподіл капіталу.
69.	Ройко І.М. [426, с. 12]	...ефективний механізм обміну та перерозподілу фінансових ресурсів, зокрема цінних паперів між окремими суб'єктами підприємницької діяльності, державою і населенням, а також між міжнародними фінансовими інститутами.

Продовження додатка 2

1	2	3
70.	Романенко О.Р. [427, с. 262]	...сукупність економічних відносин, пов'язаних з розподілом фінансових ресурсів, купівлею-продажем тимчасово вільних грошових коштів і цінних паперів; являє собою механізм перерозподілу фінансових ресурсів підприємств і на громаджені населення між суб'єктами господарювання і галузями економіки, "зв'язування" частини грошових коштів, не забезпечених споживчими товарами, а також засобом покриття дефіциту державного бюджету.
71.	Рязанова Н. С. [608, с. 300]	...система економічних відносин, предметом яких є грошовий капітал, з метою здійснити можливим його рух в напрямі більшої норми дохідності.
72.	Свечкіна А. Л. [432]	...системне утворення, сутністю якого є перерозподіл грошових накопичень між кредиторами і позичальниками (у макроекономічному значенні цих термінів, тобто між економічними суб'єктами, у яких виникають вільні грошові кошти, і економічними суб'єктами, які відчують в них потребу).
73.	Смагін В.Л. [438, с. 21]	...підсистема економічних відносин купівлі-продажу фінансових активів, у якій формується попит і пропозиція, а також ціни на них з метою фінансового забезпечення національного виробництва.
74.	Смолянська О.Ю., Борисова І.С. [439, с. 264]	...є складовою фінансової системи, механізмом нагромадження, розподілу та перерозподілу фінансових ресурсів країни, що через фінансові інструменти забезпечує трансформацію заощаджень у інвестиційні ресурси, та об'єднує фінансові інститути, які направляють потоки грошових коштів від власників до позичальників.
75.	Стоян В.І. [460, с. 139]	...механізм взаємодії власників заощаджень, фінансових посередників і реальних інвесторів, що ґрунтується на добровільній договірній основі та принципах економічної доцільності, або іншими словами – це сукупність соціально-економічних відносин у сфері трансформації вільних грошових засобів у позичковий капітал через кредитно-фінансові інститути на основі попиту і пропозиції.
76.	Суторміна В. М., Радзівська В. М., Стеценко Б. С. [463, с. 4]	... економічний простір, на якому формуються відносини купівлі-продажу фінансових фондів.
77.	Федосов В.М., Суторміна В.М., Рязанова Н.С. [488, с. 72]	...грошові відносини, що складаються в процесі купівлі-продажу фінансових активів під впливом попиту та пропозиції на позичковий капітал, рух якого втілюється в цінних паперах. Розвинута ринкова економіка передбачає існування багатьох типів різноманітних ринків.

Продовження додатка 2

1	2	3
78.	Торкановський В.С. [607, с. 7]	...сукупність всіх грошових ресурсів країни, що знаходяться в постійному русі, розподілі чи перерозподілі.
79.	Ткачук І.Г. [472, с. 458]	...механізм перерозподілу фінансових ресурсів між суб'єктами економічних відносин і сприяє збільшенню залучення інвестицій українськими суб'єктами господарської діяльності та зниження вартості інвестиційних ресурсів. Перерозподіл фінансових ресурсів зумовлений тим, що у одних суб'єктів впродовж певного періоду потреба у грошових коштах є більшою ніж наявність власних коштів, в інших – навпаки. Така незбалансованість між власними ресурсами і потребою в них спонукає до тимчасового перерозподілу вільних ресурсів від їх власників до користувачів на певних взаємовигідних умовах.
80.	Уманців Ю. Міняйло О. [480, с. 73, 74–75]	...система економічних відносин, пов'язаних з процесами акумуляції, розподілу та перерозподілу фінансових ресурсів, які перебувають у власності економічних суб'єктів за посередництва спеціалізованих інститутів. ...множинне, багатовимірне, багатосистемне явище, що об'єднує широкую сукупність окремих сфер і сегментів національної економіки, які автономно функціонують.
81.	Фабоци Ф. [619, с. 15]	...забезпечує механізми для створення і обміну фінансовими активами.
82.	Федосов В.М., Юхименко П.І., Лабезник Л.Л. [546, с. 414]	... ринок, на якому визначаються попит і пропозиція на різноманітні фінансові ресурси. Це ринок, на якому є продавець і покупець, є товар, який продається та купується. Але цей товар особливий – гроші, надані у тимчасове або постійне користування.
83.	Хрущ Н.А. [511, с. 55]	...економічні відносини з приводу куплі-продажу капіталу (фінансових ресурсів). Це механізм перерозподілу капіталу між кредиторами та позичальниками із допомогою посередників на основі попиту та пропозиції на капітал.
84.	Худолій Л.М. [512, с. 124]	... система грошових відносин, що виникають у процесі купівлі-продажу фінансових ресурсів.
85.	Чуницька І.І. [519]	...сукупність розподільних та перерозподільних відносин, що впливають на економічний розвиток через процеси інвестування.
86.	Шелудько В.М. [523, с. 11]	...систему економічних та правових відносин, пов'язаних із купівлею-продажем або випуском та обігом фінансових активів.
87.	Шкварчук Л.О. [528, с. 11]	...система економіко-правових відносин, що пов'язані з випуском і розміщенням або продажем та купівлею фінансових інструментів.

Продовження додатка 2

1	2	3
88.	Школьник І.О. [532, с. 15]	...сукупність економічних відносин з приводу перерозподілу тимчасово вільних фінансових ресурсів між населенням (домогосподарствами), суб'єктами господарювання та державою через сукупність фінансових інститутів на основі взаємодії попиту та пропозиції.
89.	Юрій С.І., Федосов В.М. [494, с. 392]	...сукупність економічних відносин, які виникають між його учасниками при формуванні попиту і пропозиції на специфічні фінансові послуги, пов'язані з купівлею-продажем фінансових активів, які знаходяться у власності економічних суб'єктів національної, регіональної та світової економіки.
90.	Юрій С.І., Луцишин О.О. [544 с. 55]	...механізм трансформації заощаджень у інвестиції для ефективного розміщення тимчасово-вільного капіталу між численними кінцевими споживачами та якомога результативнішого використання в інвестиційній сфері.
<i>Другий підхід – визначення фінансового ринку як сукупності інститутів</i>		
91.	Беленький П.Ю. [35, с.76]	...цілісна система, яка складається із взаємопов'язаних та взаємодоповнюючих елементів, кожний з яких спроможний окремо впливати на розвиток цієї системи.
92.	Василик О.Д. [59, с. 321]	...сукупність ринкових фінансових інститутів, що супроводжують потік коштів від власників фінансових ресурсів до позичальників.
93.	Волохова І. С., Шикіна Н. А., Волкова О. Г. [490, с. 159]	...сукупність фінансово-кредитних інститутів (банківських та небанківських фінансових інститутів) та суб'єктів інфраструктури фінансового ринку (валютних і фондових бірж, депозитаріїв і реєстраторів, розрахунково-клірингових центрів), які виконують посередницькі й допоміжні функції в перерозподілі фінансових ресурсів і капіталу між кредиторами й позичальниками.
94.	Глушенко А.С. [88, с. 325]	...сукупність фінансових інституцій, що супроводжують потік грошових коштів від власників до позичальників, і навпаки (тобто валютних і фондових бірж, банківських установ, інвестиційних фондів, страхових компаній, недержавних пенсійних фондів тощо).
95.	Дем'яненко М.Я. [506, с. 431]	...сукупність різноманітних ринкових інститутів, на яких відбувається торгівля фінансовими активами (іноземною валютою, цінними паперами, кредитами, депозитами, деривативами (ф'ючерси, форварди, опціони, свопи).
96.	Долан Є. Дж. та ін. [565, с. 15]	...сукупність ринкових інститутів, що скеровують потік грошових коштів від власників до позичальників.

Продовження додатка 2

1	2	3
97.	Загородній А.Г., Вознюк Г.Л., Смовженко Т.С. [126, с. 397]	...сукупність ринкових фінансових інститутів, що скеровують потік коштів від власників заощаджень до позичальників.
98.	Іванов В.М. [568, с. 3]	...місце купівлі-продажу фінансових ресурсів і сукупність інститутів, що забезпечують їх обіг.
99.	Карпінський Б.А., Шира Т.Б. [164, с. 449-450]	... соціально-економічні умови формування пропозиції фінансово-грошових ресурсів, а також умови їх реалізації, використання і відтворення; організована інституційна структура для створення фінансових активів і обміну активами.
100.	Квасницька Р.С. [165, с. 28]	...система економічно-правових відносин між інститутами, що діють в певному економічному просторі, з приводу купівлі-продажу фінансових ресурсів, уречевлених у відповідних фінансових активах та надання фінансових послуг.
101.	Коваленко М.А., Чесноков В.Л. [174, с. 360]	...сукупність ринкових інституцій, які на правляють потік грошових коштів від власників заощаджень до позичальників.
102.	Корнеєв В.В. [184, с. 20]	...сукупність інтегрованих фінансових інститутів, що перебувають у постійній динамічній взаємодії. Це означає, що в основі композиційної побудови ринку лежить множинність інституційних одиниць фінансового сектора, які дотримуються визначених правил і обмежень у власних стосунках і стосунках з навколишнім середовищем.
103.	Лондар С.Л., Тимошенко О.Б. [255]	...складова частина інфраструктури фінансової системи, яка забезпечує територіальне (місце, віртуальне місце), часове і функціональне здійснення трансакцій суб'єктів національної та міжнародної економіки, встановлення рівноважної ціни за відповідних обсягів купівлі-продажу фінансових активів, інструментів, технологій, а також надання фінансових послуг, необхідних для здійснення господарської та фінансової діяльності.
104.	Мошенський С.З. [292, с. 34]	...система інститутів, з яких він складається (учасники ринку – емітенти, інвестори, посередники; біржі та позабіржові організатори торгівлі, інфраструктура ринку – депозитарії, реєстратори, розрахунково-клірингові організації та інші).

Продовження додатка 2

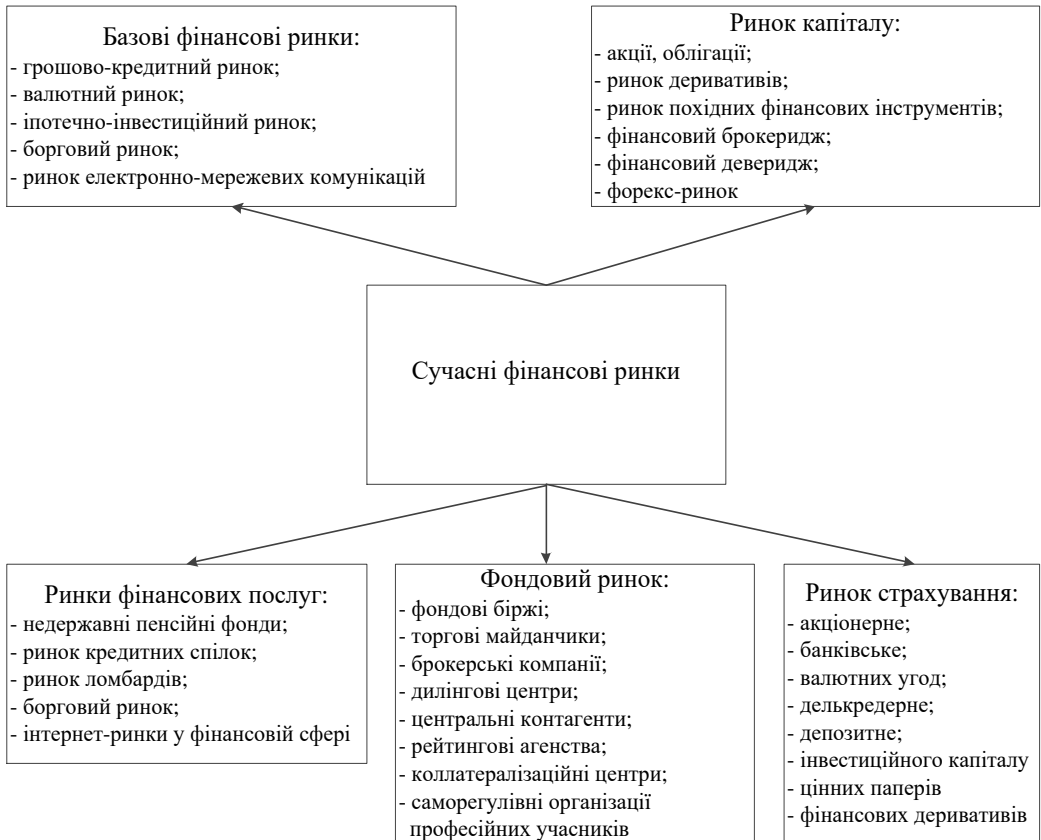
1	2	3
105.	Опарін В.М. [316, с. 210, 213]	...має забезпечити потреби суб'єктів підприємницької діяльності та фінансових інституцій фінансовими ресурсами., керуючись загальними законами ринкової економіки. ...розгалуженість і наявність у його структурі різних фінансових інституцій та використання ними широкого спектру фінансових інструментів і послуг забезпечує максимально повну мобілізацію тимчасово вільних фінансових ресурсів та ефективно їх використання.
106.	Осовська Г.В. [324, с. 331]	...сукупність ринкових інститутів, які скеровують потік коштів від "чистих" власників до "чистих" позичальників.
107.	Панчишин С. [9, с. 148]	...сукупність ринкових інститутів, які скеровують потік грошових коштів від власників до позичальників.
108.	Решетило В.П. [409, с. 156]	– це система інститутів, з яких він складається (учасники ринку – інвестори, емітенти цінних паперів; посередники – біржі та позабіржові організатори торгівлі; інфраструктура ринку – депозитарії, реєстратори, розрахунково-клірингові організації тощо).
109.	Романенко О.Р. [427, с. 263]	... сукупність ринкових фінансових інституцій, що супроводжують потік коштів від власників фінансових ресурсів до позичальників. До них належать комерційні банки, валютні та фондові біржі, інвестиційні фонди компаній, лізингові організації, пенсійні та страхові фонди, національний банк, позабіржові торговельні системи, розрахунково-клірингові організації, депозитарії, інвестиційні керуючі реєстратори, інші фінансові інституції, які відповідно до чинного законодавства можуть здійснювати операції на фінансовому ринку.
110.	Смагін В.Л. [438, с. 21]	...ринкова структура, яка є основою ефективного функціонування національного капіталу; ... система взаємозалежних спеціалізованих інститутів, що обслуговують потік грошей і фінансових активів.
111.	Токмакова І.В., Краснов В.Г. [473, с. 116]	...сукупність різноманітних структурних елементів фінансових відносин, що взаємопов'язані і утворюють певні підсистеми, які можна розглядати, як самостійні системи.
112.	Хрущ Н.А. [511, с.55]	...сукупність кредитно-фінансових інститутів, який є посередником у процесі направлення потоків грошових коштів від власників до позичальників та назад.

Закінчення додатка 2

1	2	3
113.	Юрій С.І. Луцишин О.О. [544, с. 56]	...сукупність фінансово-кредитних інституцій (банківських установ, небанківських кредитно-фінансових інституцій, страхових компаній, інвестиційних фондів, недержавних пенсійних фондів тощо) та суб'єктів інфраструктури фінансового ринку (валютних і фондових бірж, депозитаріїв і реєстраторів, розрахунково-клірингових та інформаційно-консультаційних центрів тощо), які виконують посередницькі й допоміжні функції в перерозподілі фінансових ресурсів і капіталу між кредиторами й позичальниками, продавцями та покупцями фінансових активів та інструментів. Як професійні учасники фінансового ринку всі вони надають певний спектр послуг у сфері своєї професійної діяльності та в сукупності утворюють організаційно-економічний механізм ринку фінансових послуг.
114.	Юрій С.І., Федосов В.М. [494, с. 392]	...сукупність фінансових інституцій, які спрямовують потік грошових коштів від власників до позичальників, і навпаки.

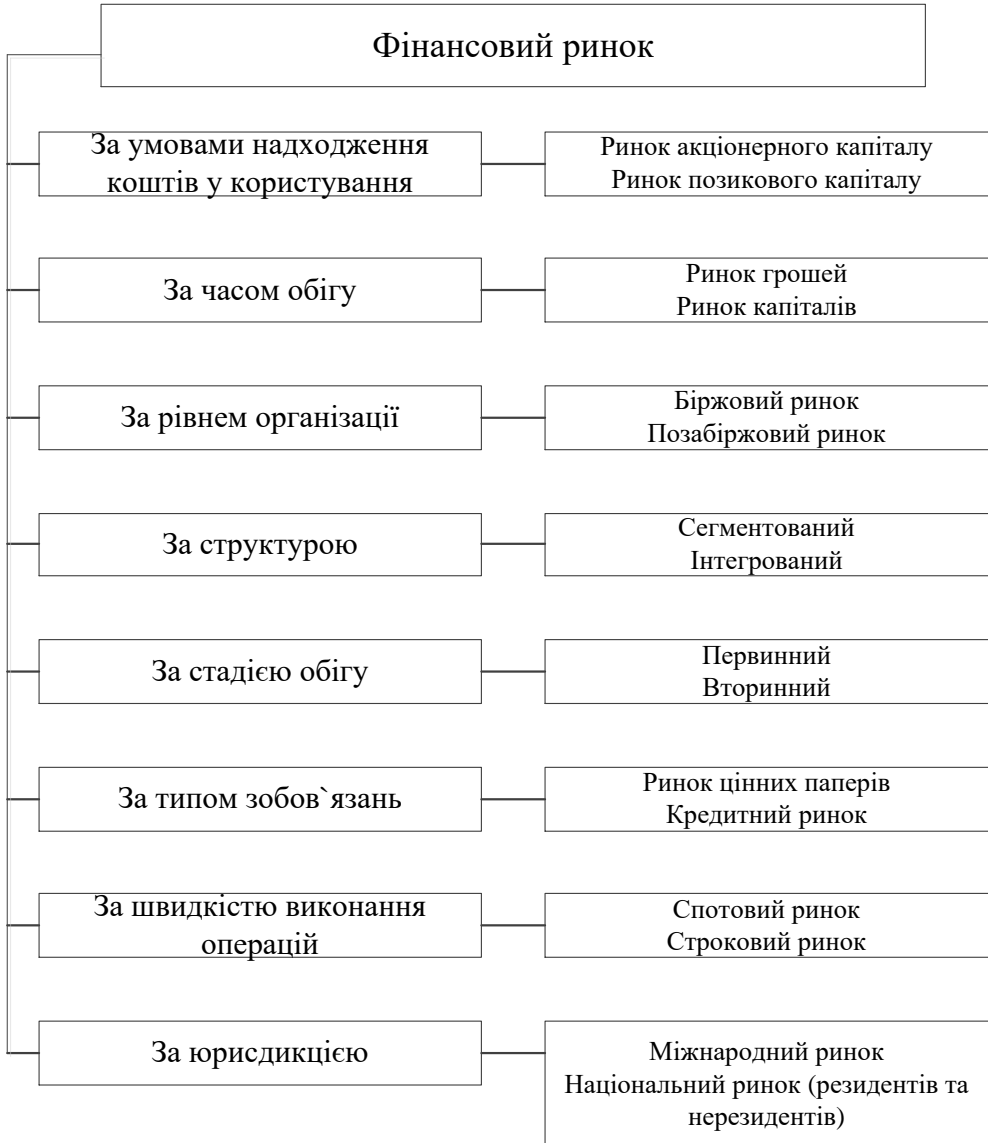
Джерело: складено автором.

Класифікація сегментів фінансового ринку за В. С. Лук'яновим



Джерело: [258; с. 233].

Класифікація сегментів фінансового ринку за Н. Бак



Джерело: [19; с. 229].

Класифікація складових елементів інфраструктури фінансового ринку

Функціональна складова інфраструктури	Вид інфраструктури	Елементи інфраструктури
Операційна	технічна	<ul style="list-style-type: none"> • автоматизовані системи торгівлі; • програмне забезпечення; • засоби зв'язку
	торговельна	<ul style="list-style-type: none"> • біржові площадки; • торгові системи
	посередницька	<ul style="list-style-type: none"> • торговці цінними паперами; • компанії з управління активами; • брокери; • дилери; • андерайтери • фінансові консультанти
	депозитарно-реєстраційна	<ul style="list-style-type: none"> • реєстратори; • зберігачі; • депозитарії; • розрахунково-клірингові системи
Інформаційна	Об'єктивна	<ul style="list-style-type: none"> • бази даних; • аналітичні огляди; • біржові та позабіржові огляди
	суб'єктивна	<ul style="list-style-type: none"> • аналітичні агентства; • оцінювачі; • рейтингові агентства та системи; • консалтингові компанії
Регулююча	правова	<ul style="list-style-type: none"> • законодавчі та нормативні акти; • система захисту прав інвесторів; • інструкції та методики
	контролююча	<ul style="list-style-type: none"> • ліцензування учасників ринку; • умови випуску та реєстрації цінних паперів; • контроль з боку власників
	науково-етична	<ul style="list-style-type: none"> • професійна етика та мова; • система професійної освіти; • підвищення кваліфікації та якості обслуговування; • діяльність саморегулювальних організацій

Джерело: [532, с. 169–170].

**Теоретична концептуалізація (парадигма) міжнародного
переміщення фінансового капіталу**

Причини	Цілі	Форми	Наслідки
1. Класична економічна школа (Дж. С. Мілля та ін.)			
– відмінності у рентабельності (віддачі) капіталу, яка має тенденцію до зниження в тих країнах, котрі досягли ліпших економічних результатів	– норма прибутку на грошовий капітал повинна щонайменше покривати ризик вкладення заощаджень у “чужій” країні		– взаємовигідність переміщення капіталу і для країни-позичальника, і для країни-заощадника, оскільки це пришвидшує економічне зростання в країні-імпортері капіталу
2. Марксистська школа (К. Маркс та ін.)			
– вивезення капіталу пов’язане з його відносним надлишком; – інтернаціоналізація виробництва, посилення конкуренції серед монополій, пришвидшення темпів економічного зростання	– недопущення зменшення норми прибутку від використання капіталу в середині країни	– товарна (економічно виправданий експорт); – продуктивна (надлишок виробничих потужностей і робочої сили); – грошова (державні і приватні заощадження)	
3. Неокласична школа (Е. Гекшер, Б. Олін, Р. Нурксе, К. Іверсен, Г. Мак-Дугал, А. Джасей, М. Кемп та ін.)			
– різниця в рівнях процентних ставок (нормі прибутку); – митні бар’єри, намагання фірм наблизитись до гарантованих джерел сировини, географічна диверсифікація, політична спорідненість країн; високе оподаткування чи зниження безпеки інвестування заощаджень	– встановлення міжнародної рівноваги цін на фактори виробництва	– реальний капітал (пов’язаний з неоднаковим рівнем граничної продуктивності факторів у різних країнах); – врівноважувальний капітал (необхідний для регулювання платіжного балансу держави)	– експорт грошового капіталу з країни, яка має низьку граничну продуктивність, у країну, де цей показник вищий, зумовлює ефективніше використання факторів виробництва в обох країнах і збільшує їхній сукупний національний дохід (ВНП)

Продовження додатка 5

4. Кенсіанська школа (Дж. Кейнс, Дж. Тобін, Ф. Махлуп, Р. Гаррод та ін.)			
– нерівновага платіжних балансів у різних країнах (експорт перевищує імпорт)	– диверсифікація портфеля цінних паперів	– прямі інвестиції; – портфельні інвестиції	– дає змогу країнам покупцям товарів збільшувати закупівлі, компенсуючи це ввезенням капіталу, і в підсумку національний дохід країни-експортера зростає; – вивезення фінансового капіталу завдяки розширенню на цій основі експорту підтримує ділову активність і забезпечує зростання національного доходу країни-експортера
5. Теорії транснаціональних корпорацій (ТНК)			
5.1. Теорії розміщення виробництва (Й. Тюнен, В. Лаунхардт, А. Вебер, Р. Гроц, Х. Хотеллінг, Р. Вернон та ін.)			
– мінімізація сумарних витрат виробництва ізбуту: транспортних, трудових, агломераційних, на сировину та енергію	– виготовлення однакових товарів ТНК у різних країнах за рахунок досягнення найменших витрат і найвищих прибутків компанії загалом	– прямі іноземні інвестиції	– наявність у ТНК закордонного виробництва товарів і послуг
5.2. Теорії ринкової влади (монополістичних переваг) (С. Хаймер, Дж. Гелбрейт, Г. Джонсон, Р. Кейвз, М. Кемп, Ч. Кіндлебергер, П. Кругман, Р. Лакруа та ін.)			
– отримання надприбутків, які виникають через структурні недоліки ринку та є обмеженими в часі; – технологічні знання і досвід фірми	– домінування на ринку з метою послаблення конкуренції і збереження контролю над ним	– прямі іноземні інвестиції	– позитивний “ефект масштабу”; – економія трансакційних витрат, пов’язаних з пошуком партнерів, укладенням угод і контролем за їхнім виконанням

Продовження додатка 5

<i>5.3. Теорія транснаціональної інтерналізації фірми (П. Баклі та М. Кессон)</i>			
– значна частина формально міжнародних операцій фактично відбувається в межах фірми, між підрозділами ТНК	– отримання переваг перед місцевими компаніями; – застосування механізму трансфертних цін	– прямі іноземні інвестиції	– розширення своєї діяльності за наявності цілісної внутрішньої структури; – збереження контролю над технологіями; – ефективніша реалізація потенціалу вертикальної інтеграції
<i>5.4. Еклектична парадигма (концепція OLI) Дж. Данінга</i>			
– наявність та комбінація трьох переваг фірми – володіння, дислокації та інтернаціоналізації (OLI)	– конкурентні переваги на закордонному ринку; – використання за кордоном розвинутої інфраструктури та низки місцевих ресурсів; – отримання вищих результатів за допомогою самостійної виробничої діяльності	– прямі іноземні інвестиції	– переваги володіння (ownership advantages); – переваги дислокації (location advantages); – переваги інтерналізації (internalization advantages)
<i>5.5. Модель міжнародного циклу життя продукту Р. Вернона</i>			
– стримування основних конкурентів як на батьківщині, так і за кордоном	– підвищення можливості розширення експорту і збільшення обсягу випуску продукції за кордоном	– прямі іноземні інвестиції	– зменшення витрат на робочу силу та перевезення, подолання митних бар'єрів, оптимізація витрат виробництва та збуту, зниження ціни продукту
<i>5.6. Теорія поведінки ТНК щодо організації процесу прямого інвестування за кордон Й. Агароні та ін.</i>			
– придивитися (to look), почати інвестувати (to invest) і продовжувати інвестувати (commitment to invest)	– прямі іноземні інвестиції	– нерегулярна експортна активність (спорадичний експорт); – експорт через незалежних представників; – створення іноземної збутової дочірньої компанії	

Продовження додатка 5

			– вкладення ІІІ та організація виробництва за кордоном
<i>5.7. Концепція “летючих гусей” (К. Акамацу, К. Кодзіма, Т. Озава)</i>			
– зміни у нових індустріальних країнах та країнах, що розвиваються (інвестиційний розвиток економік-переслідувачів)	– зниження виробничих витрат і виходу на місцеві ринки	– прями іноземні інвестиції: а) торгово-спрямовані на торгівлю (trade-oriented FDI, експортоорієнтовані); б) антиторгово-спрямовані на торгівлю (non-tradeoriented FDI, імпортозаміщені)	– пришвидшення економічного прогресу у країнах, що розвиваються; – розвиток капіталомістких галузей економіки; – створення великої кількості конкурентоспроможних галузей
<i>5.8. Модель інвестиційного розвитку країни за Дж. Данніном та Р. Нарулою</i>			
– активізація процесу “погоні за лідером”	– зменшення часу, потрібного для послідовного створення конкурентоспроможного сектора споживчих товарів, потім – капітальної продукції і далі – високотехнологічних галузей	– прями іноземні інвестиції	– перетворення країни з імпортера на експортера продукції; – дають змогу країнам, що розвиваються, наздоганяти і навіть переганяти розвинені держави за умови відкритості їхніх господарських систем для зовнішнього світу, зокрема, для ІІІ від іноземних ТНК
<i>5.9. Теорія конкурентних переваг М. Портера</i>			
– врахування та зіставлення різноманітних параметрів інвестиційного середовища у країні базування і потенційних країнах-реципієнтах	– чинники (“детермінанти національного ромба”) конкурентної переваги націй: 1) стратегія фірми та рівень конкуренції; 2) забезпеченість факторами виробництва; 3) характеристики вітчизняного попиту;	– прями іноземні інвестиції	– успішну глобальну конкурентну боротьбу країни за прями іноземні інвестиції ТНК зумовлюють власне характеристики “національного ромба” (даймонда), їхня динаміка і взаємозалежність

Закінчення додатка 5

	4) рівень розвитку споріднених та обслуговуючих галузей для входження ТНК		
<i>5.10. Теорія портфельних інвестицій Г. Марковіца, М. Мертона та У. Шарпа</i>			
<ul style="list-style-type: none"> – рівень віддачі заощаджень від розміщення за кордоном в іноземних цінних паперах; – ступінь ризику цих вкладень 	<ul style="list-style-type: none"> – бажання диверсифікувати вкладення заощаджень завдяки іноземним цінним паперам 	<ul style="list-style-type: none"> – портфельні іноземні інвестиції 	<ul style="list-style-type: none"> – за рахунок диверсифікації портфеля іноземними активами, підвищується очікувана дохідність без зростання ризику або ж зниження ризику, не жертвуючи при цьому дохідністю; – сильні впливи економічної та політичної кон'юнктури, що обумовлюють вивезення короткотермінового приватного капіталу спекулятивного характеру

Джерело: Розроблено автором.

Індикатори доступності до фінансового ринку

Категорії	Індикатори
	<i>Доступ до фінансових послуг</i>
1	2
Точки доступу	Кількість відділень фінансових посередників і їхніх філій (представництв): на 100 000 населення/дорослих загальна кількість, шт. на 1 000 дорослих на 1 000 км ² території
	Кількість відділень фінансових посередників і їхніх філій (представництв) у населеному пункті: середня кількість на тип населеного пункту, шт. середня кількість відділень на кількість жителів населеного пункту кількість у межах пішохідної доступності від місця проживання кількість відділень банків
Інфраструктура	Частка адміністративно-територіальних одиниць, у яких мінімум одна точка обслуговування
	Частка населення, яка проживає в межах адміністративно-територіальних одиниць, у яких мінімум одна точка обслуговування
	Кількість банкоматів (АТМ): загальна кількість, шт. кількість банкоматів на 100 тис. жителів (повнолітніх) кількість банкоматів на 1 000 дорослих кількість банкоматів на 1 000 км ² території
	Кількість банкоматів у населених пунктах: середня кількість на тип населеного пункту, шт. середня кількість банкоматів на кількість жителів населеного пункту кількість у межах пішохідної доступності від місця проживання
	Кількість платіжних терміналів (POS): загальна кількість, шт. кількість на 100 тис. жителів кількість у межах пішохідної доступності від місця проживання
	Кількість небанківських фінансових установ загальна кількість, шт. кількість на 100 тис. жителів
	Частка роздрібних точок продажу, оснащених засобами для прийому платіжних карток
Суб'єктивна оцінка достатності інфраструктури для прийому платіжних карток	
Суб'єктивна оцінка легкості/складності пошуку «точки доступу» до фінансових послуг	
Середній час доступу до фінансових послуг (на прикладі платежу)	
Суб'єктивна оцінка надійності інтернет-з'єднань у разі дистанційного банкінгу	
Комбінований індекс зв'язаності мережі банкоматів (1 – якщо всі або майже всі банкомати зв'язані між собою, 0 – ні)	

Продовження додатка 6

1	2
Цінові перешкоди	Комбінований індекс зв'язаності мережі платіжних терміналів (1 – якщо всі або майже всі термінали зв'язані між собою, 0 – ні)
	Середня ставка за кредитом у розрізі: населення, малого і середнього бізнесу (МСБ)
	Середня ставка за кредитом у розрізі видів і термінів
	Середня комісія у разі здійснення платежів (міжбанківські всередині країни)
	Середня комісія у разі здійснення переказів (відправлення, отримання)
	Середня оплата за користування картою (дебетною, кредитною) упродовж року
	Середня страхова премія в розрізі видів страхування
	Середня плата за відкриття поточного рахунку (населення, МСБ)
	Середня плата за обслуговування поточного рахунку (населення, МСБ)
Клієнтський доступ	Оцінка складності/легкості розуміння фінансових послуг (процедури доступу): у розрізі видів послуг
	Оцінка прийнятності вимог до потенційного позичальника – документи, статус (населення, МСБ)
	Частка підприємств МСБ, змушених надати заставу за кредитом
	Оцінка “інформаційного бар'єра” доступу до послуги, наскільки легко чи складно отримати відомості про постачальника фінансових послуг
<i>Використання фінансових послуг</i>	
Споживання фінансових послуг населенням	Частка дорослого населення (15+), яка має відкритий поточний рахунок у банку
	Кількість банківських рахунків на 100 тис. жителів (повнолітніх)
	Частка високо активних користувачів (три і більше платежів у місяць за допомогою рахунку (готівкові, безготівкові операції))
	Частка дорослого населення (15+), яка впродовж року зовсім не користується фінансовими послугами
	Частка дорослого населення (15+), яка впродовж року зовсім не користується фінансовими послугами з вимушених причин
	Частка безготівкових платежів у сукупних витратах
	Кількість безготівкових платежів на 1 000 дорослого населення
	Кількість діючих платіжних карток (у розрізі видів карток)
Використання дистанційних каналів, електронних грошей	Частка і частка користувачів електронних гаманців
	Кількість користувачів банківськими рахунками з можливістю віддаленого доступу
	Кількість користувачів банківськими рахунками з можливістю віддаленого доступу за регіонами, групами населення
	Частка абонентів мобільного зв'язку
Кількість користувачів мобільного зв'язку з виходом в інтернет	

Продовження додатка 6

1	2
	Частка користувачів мобільними пристроями для здійснення банківських операцій
	Частка людей, які мають доступ до інтернету
	Кількість комп'ютерів з виходом в інтернет
	Середньорічна кількість платежів через інтернет, електронний гаманець, рахунок мобільного телефону
Використання кредитних продуктів	Кількість кредитних угод за типами кредиторів у розрізі населення та МСБ
	Кількість позичальників на 1 000 дорослого населення
	Середній розмір кредиту для населення та МСБ
	Загальний обсяг кредитів населенню
	Частка дорослого населення, що має невикладені кредити
	Частка дорослого населення, що має невикладені «складні» кредити (виплати перевищують 30 % щомісячного доходу)
	Частка дорослого населення, що декларує потребу в кредитах
	Частка дорослого населення, що скористалася реструктуризацією кредиту Частка дорослого населення, що має потребу в реструктуризації кредиту
Використання депозитних продуктів	Кількість депозитів фізичних осіб
	Середній розмір депозиту (поточний, строковий)
	Загальний обсяг депозитів населення
	Частка дорослого населення, що має хоча б один депозит у фінансовій установі
	Частка дорослого населення, що робила внески на депозитні рахунки за останній рік
Використання платежів, грошових переказів	Кількість користувачів платіжними послугами на 1 000 дорослого населення
	Обсяг платежів на 1 000 дорослого населення
	Середній розмір платежу за видами
	Частка дорослого населення – отримувачів грошових переказів (внутрішніх і міжнародних)
	Частка грошових платежів різного типу залежно від відправника та отримувача P2P, P2G, P2B, B2P
Використання страхових послуг	Кількість договорів страхування на 1 000 дорослого населення
	Частка власників страхових полісів за видами, компаніями - страховиками, регіонами серед дорослого населення
	Частка дорослого населення, що декларує потребу в страхуванні за видами та регіонами
Споживання фінансових послуг МСБ	Частка підприємств МСБ, які мають відкритий поточний рахунок у банках
	Кількість підприємств МСБ, які мають відкритий депозитний рахунок
	Загальний обсяг кредитів МСБ
	Частка підприємств МСБ, які мають хоча б один невикладений кредит або кредитну лінію
	Кількість підприємств МСБ з невикладеним кредитом

Закінчення додатка 6

1	2
	Частка підприємств МСБ, що декларує потребу в кредитах (за видами кредитів і регіонами)
Споживання фінансових послуг населенням: неформальний сектор	Частка дорослого населення, яка отримала кредит через неформальні канали (родичі, знайомі) у попередньому році
	Загальна кількість отриманих неформальних позик
	Загальна сума отриманих неформальних позик
	Частка дорослого населення, яка надала кредит через неформальні канали
	Загальна кількість виданих неформальних позик
<i>Якість фінансових послуг</i>	
Фінансова грамотність	Частка правильних відповідей у тестах про базові фінансові поняття
	Самооцінка достатності знань у разі прийняття фінансових рішень, обґрунтованого вибору у випадку користування фінансовими послугами
	Самооцінка інформованості про шахрайські схеми у сфері фінансових операцій та способи захисту від них
	Самооцінка інформованості про захист прав споживачів у разі взаємодії позичальників і колекторів
	Розуміння неприйнятності відмови від погашення кредиту, готовність дотримуватись платіжної дисципліни
	Самооцінка можливості пошуку джерел додаткових грошей у кризових ситуаціях
Рівень розкриття інформації	Відповідність вимогам щодо розкриття інформації (зрозумілий текст договору, повна вартість фінансової послуги) за видами фінансових продуктів та фінансових установ
Регулювання вирішення спорів	Наявність внутрішніх і зовнішніх органів вирішення спорів між споживачами та надавачами фінансових послуг: 1) закони і стандарти; 2) можливість звернення до третьої сторони (омбудсмен, наглядові органи)
Скарги	Кількість скарг клієнтів за видами послуг та установ
Задоволеність послугами	Якісні характеристики фінансових послуг (гнучкість, зручність), задоволеність сервісом і користуванням послугою
	Якісні характеристики задоволеності різними каналами доступу до послуги, у тому числі віддаленими (довіра, захист від шахрайства, безпека, час очікування, простота доступу та ін.)

Джерело: складено автором на основі [85, с. 71 та с. 75–76; 769].

Критерії ефективності фінансового ринку



Джерело: [39, с. 55].

Еволюція гіпотез фінансового ринку

Назва 1	Автор(и) 2	Сутність 3
Теорія індексного аналізу (теорія Доу), 1880–1910 рр.	Чарльз Доу, дороблено Уільямом Гамільтоном, Робертом Рі та Джорджем Шефером після смерті Ч. Доу	Динаміка руху цін на фінансових ринках підпорядкована певним правилам: 1) тенденції можуть бути короткотерміновими, середньотерміновими та довготерміновими; 2) у разі висхідного (низхідного) тренду кожний наступний пік і кожен спад повинен бути вище (нижче) попереднього; 3) внутрішня структура тенденції складається з трьох фаз: фази нагромадження, фази участі і фази реалізації
Теорія фінансових спекуляцій, 1900 р.	Луї Башельє	Рух цін на фінансових ринках є непередбачуваним через занадто велику кількість факторів, що потребують урахування та аналізу; ринкові цінові коливання відповідають нормальному (гаусівському) розподілу
Модель (теорія) випадкових блукань, 1953 р.	Морис Кендалл, популяризував Бертон Малкіел (1973)	Рух цін на фінансові активи є випадковим та непередбачуваним (зміни цін – серійно незалежними), а тому у довготерміновому періоді спроби “обіграти ринок” не дадуть результатів вище середньоринкових
Гіпотеза ефективного ринку, 1965 рр.	Юджин Фама	У будь-який момент ціна на фінансовому ринку є справедливою, тому що відображає всю доступну інформацію

Закінчення додатка 8

1	2	3
Теорія поведінкових фінансів, 1974 р.	Даніел Канеман, Амос Тверські	Ринки не є ефективними через обмежену раціональність учасників ринку. “Люди зовсім не закінчені ідіоти, але вони і не гіперраціональні машини” (Р. Талер)
Гіпотеза фрактального ринку, 1982 р.	Бенуа Мандельброт	У будь-який конкретний момент фінансовий ринок відображає не всю доступну інформацію, а тільки ту, що важлива для певного інвестиційного горизонту
Теорія рефлексивності, 1987 р.	Джордж Сорос	Процес формування ціни на фінансових ринках у більшості випадків зумовлений рефлексивними реакціями його учасників, тобто панівними уявленнями або думками про майбутній напрям руху цін
Гіпотеза когерентного ринку, 1990 р.	Тоніс Веґе	У різні моменти стан фінансових ринків змінюється (ефективні, перехідні, хаотичні, когерентні), відображаючи зміни в групових настроях інвесторів
Гіпотеза адаптивного ринку, 1999 р.	Ендрю Ло	Стан фінансового ринку та цінову динаміку визначають дії учасників-конкурентів, які постійно пристосовуються до ринкових змін та самі змінюються в часі

Джерело: [431, с. 147].

Відмінності між кількісною теорією і кембріджським підходом до трансакційних попиту на гроші

Кількісна теорія	Кембріджське рівняння
1. Визначення грошей	
Гроші – засіб обігу. Трансакційний мотив попиту на гроші.	Гроші – один з можливих активів з особливою функцією ліквідності. Тимчасове сховище купівельної спроможності.
2. Базова специфікація теорії	
$MV = PY$	$M = kPY$
3. Теорія визначення цін, попит на гроші вторинний	3. Теорія попиту на гроші, формування цін вторинне
4. Основні запитання, на які теорія шукає відповіді	
Що визначає необхідну кількість грошей в економіці для здійснення даного обсягу операцій? Кількість грошей, якою мають володіти економічні суб'єкти? Скільки грошей необхідно для фінансування цього обсягу угод?	Що визначає кількість грошей, яку хотіла б мати економіка? Кількість грошей, якою хочуть володіти економічні суб'єкти? Яку частку власних активів економічні суб'єкти хочуть тримати у грошовій формі?
5. Що таке V ?	
Трансакційна швидкість обігу грошей, тобто кількість обертів грошової одиниці за період	Швидкість обігу доходу, тобто відношення темпу приросту грошей до темпу приросту доходу
6. Що таке Y ?	
Кількість трансакцій, угод, обсяг виробництва в економіці	Обсяг активів, якими володіють економічні суб'єкти
7. Яка природа грошей?	
M – потік видатків	M – запас активів
8. Характеристики інших змінних у рівнянні	
P , Y та V незалежні від пропозиції грошей M^S	k та Y не є незалежними від пропозиції грошей M^S : $k = f(M^S, i)$ згідно теорії граничної корисності; $Y = h[W(M^S)]$, де W – запас багатства країни, а гроші – частина цього багатства

Джерело: [604, с. 69–70].

Порівняння грошових концепцій Дж. Кейнса і М. Фрідмана

Дж. Кейнс	М. Фрідман
1. Підхід до теорії грошей з погляду	
портфельної теорії	портфельної теорії
2. Попит на гроші залежить від	
поточного доходу	постійного доходу
3. Попит на гроші	
суттєво реагує на короткотермінові зміни доходу під час ділових циклів	З практично не реагує на короткотермінові зміни доходу під час ділових циклів
4. Види активів у портфелі індивіда	
гроші і державні облигації	різноманітні реальні та фінансові активи (гроші, державні та корпоративні облигації, акції, товари тривалого користування, будинки, земля тощо)
5. Віддача грошей	
дорівнює нулеві	не дорівнює нулеві та містить: а) проценти за депозитами; б) послуги, які надають фінансові інститути (наприклад, кліринг чеків, обслуговування кредитів)
6. Еластичність попиту на гроші за доходом	
дорівнює одиниці, тобто гроші є товаром першої необхідності	більше одиниці, тобто гроші не товар першої необхідності, а предмет розкоші
7. Цінова еластичність попиту на гроші	
дорівнює одиниці	дорівнює одиниці
8. Чинники, які визначають попит на гроші:	
а) рівень цін P ; б) рівень реального доходу Y ; в) ринкова (номінальна) процентна ставка i .	а) рівень цін P ; б) рівень реального доходу Y ; в) реальна процентна ставка r ; в) темп інфляції π ; в) віддача інших активів.
7. Еластичність попиту на гроші за процентною ставкою	
висока	низька
9. Базова специфікація функції M^D	
$M^D = k_1 i + k_2 PY$, де $k_1 < 0$, значна величина за модулем, $0 < k_2 < 0$, дуже мала.	$M^D = aPY^b$, де $a > 0$, $b > 1$, або $\ln\left(\frac{M^D}{P}\right) = \ln a + b \ln Y$.

Джерело: [604, с. 97–98].

**Динаміка обсягів торгівлі фінансовими інструментами на ринку цінних паперів в Україні
у 2011–2018 рр.***

Фінансовий інструмент	Рік															
	2011		2012		2013		2014		2015		2016		2017		2018	
	млрд грн	%	млрд грн	%	млрд грн	%	млрд грн	%	млрд грн	%	млрд грн	%	млрд грн	%	млрд грн	%
<i>Боргові фінансові інструменти, у тому числі:</i>	1319.34	61	1775.2	70	990.55	59	1666.25	54	1601.86	39	1572.19	43	299.961	64	457.7	78
векселі	358.3	17	412.1	16	3.4	0	1.82	0	29.1	3	21.1	2	14.1	3	17.7	3
депозитні сертифікати	0	0.0	13.6	0.5	150.8	9.0	893.8	–	1233.1	–	1153.2	–	–	–	–	–
державні облігації	855.6	40	1217.1	48	721.5	43	688.1	48	283.4	30	339.5	35	256.1	55	406.4	69
облігації суб'єктів господарювання	103.7	5	124.9	5	98.9	6	69.9	5	53.8	6	55.4	6	29.8	6	33.6	6
облігації місцевих позик	1.67	0.1	7.5	0.3	3.6	0.2	4.1	0.3	2.4	0.3	2.9	0.3	–	–	–	–
казначейські зобов'язання	0	0.0	0	0.0	12	0.7	8.5	0.62	0.06	0.01	0.09	0.01	–	–	–	–
іпотечні цінні папери	0.07	0.0	0	0.0	0.35	0.0	0.03	0.00	0	0.00	0.003	0.00	–	–	–	–
<i>Інші цінні папери</i>	827.5	39	754.5	30	685.5	41	588.7	46	570.8	60.7	555.9	56.7	168.7	36	132.9	22
Усього	2146.84	100	2529.7	100	1676.05	100	2254.95	100	2172.66	100	2128.09	100	468.7	100	590.6	100

* Дані за 2014-2018 рр. відображено згідно зі Звітом НКЦПФР за 2018 р. (частки скориговано у зв'язку з вилучення депозитних сертифікатів з загального обсягу)

Джерело: складено автором на основі [11; 419].

Додаток 12
Таблиця 12.1

**Обсяг зареєстрованих НКЦПФР кварталних випусків
облігацій суб'єктів господарювання у 2012–2018 рр.**

Квартал	Рік						
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Обсяг зареєстрованих випусків корпоративних облігацій, млрд грн							
I	6,43	3,65	6,86	2,16	1,74	0,34	1,51
II	11,51	11,18	4,04	1,41	2,47	2,11	1,97
III	5,28	8,87	4,22	6,77	0,81	3,25	7,84
IV	28,17	18,77	13,89	1,08	0,50	2,65	4,14
За рік	51,39	42,47	29,01	11,42	5,52	8,35	15,46
Середньоквартальний випуск	12,85	10,62	7,25	2,86	1,38	2,09	3,86
Коефіцієнт відношення до середньоквартального випуску							
I	0,500	0,344	0,946	0,755	1,261	0,163	0,391
II	0,896	1,053	0,557	0,494	1,790	1,011	0,510
III	0,411	0,835	0,582	2,367	0,587	1,555	2,031
IV	2,192	1,767	1,915	0,378	0,362	1,268	1,072

Джерело: складено та розраховано автором за [11; 419].

Таблиця 12.2

**Кількість зареєстрованих НКЦПФР кварталних випусків
облігацій суб'єктів господарювання у 2012–2018 рр.**

Квартал	Рік						
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Кількість зареєстрованих випусків корпоративних облігацій, шт.							
I	47	45	53	26	42	6	18
II	129	60	28	26	27	21	35
III	80	78	29	50	38	54	31
IV	76	121	138	45	11	33	26
За рік	332	304	248	147	118	114	110
Середньоквартальний випуск	83	76	62	37	30	29	28
Коефіцієнт відношення до середньоквартального випуску							
I	0,566	0,592	0,855	0,707	1,424	0,211	0,654
II	1,554	0,789	0,452	0,707	0,915	0,737	1,272
III	0,964	1,026	0,468	1,361	1,288	1,895	1,127
IV	0,916	1,592	2,226	1,224	0,373	1,158	0,945

Джерело: складено та розраховано автором за [11; 419].

Закінчення додатка 12

Таблиця 12.3

**Індекси сезонності обсягу і кількості випусків
корпоративних облігацій**

Квартал	Індекси сезонності обсягу випусків корпоративних облігацій, %	Індекси сезонності кількості випусків корпоративних облігацій, %
I	62,3	70,9
II	90,1	90,9
III	119,6	115,0
IV	127,7	120,0

Джерело: розраховано автором за [11; 419].

Обсяг та кількість випусків облігацій суб'єктів господарювання, зареєстрованих НКЦПФР

Місяць	2014		2015		2016		2017		2018	
	Загальний обсяг зареєстрованих випусків, млн грн	Кількість випусків, шт.	Загальний обсяг зареєстрованих випусків, млн грн	Кількість випусків, шт.	Загальний обсяг зареєстрованих випусків, млн грн	Кількість випусків, шт.	Загальний обсяг зареєстрованих випусків, млн грн	Кількість випусків, шт.	Загальний обсяг зареєстрованих випусків, млн грн	Кількість випусків, шт.
<i>A</i>	<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>6</i>	<i>7</i>	<i>8</i>	<i>9</i>	<i>10</i>
січень	1 490,94	13	782,00	6	620,68	7	219,52	3	954,70	11
лютий	8 240,00	22	934,68	18	1 069,29	31	70,00	1	555,66	7
березень	696,44	21	690,00	3	268,8	4	50,00	2	0,00	0
квітень	525,80	7	294,84	11	416,98	14	420,29	6	378,15	3
травень	5 227,06	12	114	5	1 684,50	9	207,55	7	1 222,91	19
червень	3 978,63	21	1 472,89	12	368,11	4	1484,46	8	368,00	13
липень	2 868,52	15	2 314,53	27	342,97	19	678,29	25	0,00	0
серпень	769,20	5	680,94	14	1 265,46	8	1371,77	17	7 363,54	27
вересень	584,95	9	4 184,79	11	223,83	11	1191,00	12	480,00	4
жовтень	10 161,27	92	838,75	17	64,62	2	690,00	7	130,00	2
листопад	1 647,52	16	253,33	15	235,24	8	1056,86	11	626,55	15
грудень	2 106,79	30	-134,2	16	200,00	1	910,57	15	3 379,03	9
За рік	38297,12	263	12 426,55	155	6760,48	118	8350,31	114	15 458,54	110
Середнє місячне значення	3191,43	22	1035,55	13	563,37	10	695,86	10	1 288,21	9

Джерело: складено автором за [11; 419].

679

Додаток 13
Таблиця 13.1

**Коефіцієнти відношення обсягу та кількості випусків корпоративних облігацій
до середньомісячного значення**

Місяць	2014		2015		2016		2017		2018	
	Загальний обсяг зареєстрованих випусків, млн грн	Кількість випусків, шт.	Загальний обсяг зареєстрованих випусків, млн грн	Кількість випусків, шт.	Загальний обсяг зареєстрованих випусків, млн грн	Кількість випусків, шт.	Загальний обсяг зареєстрованих випусків, млн грн	Кількість випусків, шт.	Загальний обсяг зареєстрованих випусків, млн грн	Кількість випусків, шт.
<i>A</i>	<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>6</i>	<i>7</i>	<i>8</i>	<i>9</i>	<i>10</i>
січень	0,4672	0,5932	0,7552	0,4645	1,1017	0,7119	0,3155	0,3158	0,7411	1,2000
лютий	2,5819	1,0038	0,9026	1,3935	1,8980	3,1525	0,1006	0,1053	0,4313	0,7636
березень	0,2182	0,9582	0,6663	0,2323	0,4771	0,4068	0,0719	0,2105	0,0000	0,0000
квітень	0,1648	0,3194	0,2847	0,8516	0,7401	1,4237	0,6040	0,6316	0,2935	0,3273
травень	1,6378	0,5475	0,1101	0,3871	2,9900	0,9153	0,2983	0,7368	0,9493	2,0727
червень	1,2467	0,9582	1,4223	0,9290	0,6534	0,4068	2,1333	0,8421	0,2857	1,4182
липень	0,8988	0,6844	2,2351	2,0903	0,6088	1,9322	0,9748	2,6316	0,0000	0,0000
серпень	0,2410	0,2281	0,6576	1,0839	2,2462	0,8136	1,9713	1,7895	5,7161	2,9455
вересень	0,1833	0,4106	4,0411	0,8516	0,3973	1,1186	1,7116	1,2632	0,3726	0,4364
жовтень	3,1839	4,1977	0,8100	1,3161	0,1147	0,2034	0,9916	0,7368	0,1009	0,2182
листопад	0,5162	0,7300	0,2446	1,1613	0,4176	0,8136	1,5188	1,1579	0,4864	1,6364
грудень	0,6601	1,3688	-0,1296	1,2387	0,3550	0,1017	1,3086	1,5789	2,6230	0,9818

Джерело: складено та розраховано автором за [11; 419].

**Індекси сезонності обсягу і кількості випусків
корпоративних облігацій**

Місяць	Індекси сезонності обсягу випусків корпоративних облігацій, %	Індекси сезонності кількості випусків корпоративних облігацій, %
січень	67.61	65.71
лютий	118.29	128.38
березень	28.67	36.15
квітень	41.74	71.07
травень	119.71	93.19
червень	114.83	91.09
липень	94.35	146.77
серпень	216.64	137.21
вересень	134.12	81.61
жовтень	104.02	133.45
листопад	63.67	109.98
грудень	96.34	105.40

Джерело: розраховано автором за [11; 419].

Динаміка і структура обсягу торгів облігаціями суб'єктів господарювання у 2008–2018 рр.

Показник	Рік										
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Обсяг торгів корпоративними облігаціями, млрд грн	205,21	81,13	69,50	103,70	124,89	98,87	69,91	53,77	55,44	29,82	33,62
у тому числі:											
на біржовому ринку	16,61	7,07	6,71	21,42	26,35	47,51	32,82	13,53	9,17	6,12	10,27
на позабіржовому ринку	188,6	74,06	62,79	82,28	98,54	51,36	37,09	40,24	46,27	23,7	23,35
Питома вага обсягу торгів облігаціями суб'єктів господарювання, %											
на біржовому ринку	8,17	8,71	9,65	20,66	21,10	48,05	46,95	25,16	16,54	20,52	30,55
на позабіржовому ринку	91,83	91,29	90,35	79,34	78,90	51,95	53,05	74,84	83,46	79,48	69,45
Темпи приросту обсягу торгів корпоративними облігаціями у порівнянні з попереднім роком, %											
на біржовому ринку	-	-57,44	-5,09	219,23	23,02	80,30	-30,92	-58,78	-32,22	-33,26	67,81
на позабіржовому ринку	-	-60,31	-15,22	31,04	19,76	-47,88	-27,78	8,49	14,99	-48,78	-1,48
Питома вага обсягу торгів корпоративними облігаціями на ринку цінних паперів,%	23,23	7,60	4,51	4,78	4,93	5,90	3,00	2,47	2,61	6,36	5,69

Джерело: складено автором за [419].

**Динаміка обсягів зареєстрованих НКЦПФР випусків акцій
у 2008–2018 рр.**

Рік	Обсяг випусків акцій, млрд грн		Питома вага у випуску цінних паперів, %		Темп зростання, % до попереднього року	
	за рік	нагрома- дженим підсумком на 31.12	за рік	нагрома- дженим підсумком на 31.12	за рік	нагрома- дженим підсумком на 31.12
2008	46,14	292,08	30,1	50,6	–	–
2009	101,07	393,15	62,1	53,1	219,1	134,6
2010	40,59	433,74	42,5	51,9	40,2	110,3
2011	58,16	491,90	32,5	48,5	143,3	113,4
2012	15,84	507,74	14,7	45,2	27,2	103,2
2013	64,23	571,97	45,2	45,2	405,5	112,7
2014	144,35	716,32	70,5	48,7	224,7	125,2
2015	122,30	838,62	82,4	51,8	84,7	117,1
2016	199,36	1037,98	90,1	56,4	163,0	123,8
2017	324,84	1362,78	91,8	63,3	162,9	131,3
2018	22,28	1385,1	36,9	61,4	6,86	101,6

Джерело: складено та розраховано автором на основі [419].

Обсяг і кількість зареєстрованих НКЦПФР випусків акцій у 2013–2018 рр. по кварталах

Обсяги випусків акцій, млрд грн							Питома вага, %					
Квартали	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2013	2014	2015	2016	2017	2018
I	13,21	2,92	13,34	28,62	19,28	0,54	20,6	2,0	10,9	14,4	5,9	2,42
II	8,29	1,53	18,07	12,41	24,42	11,79	12,9	1,1	14,8	6,2	7,5	52,92
III	11,91	5,93	16,79	9,24	255,34	1,56	18,5	4,1	13,7	4,6	78,6	7,00
IV	30,82	133,97	74,10	149,09	25,80	8,39	48,0	92,8	60,6	74,8	7,9	37,66
За рік	64,23	144,35	122,30	199,36	324,84	22,28	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Кількість випусків акцій, шт.							Питома вага, %					
Квартали	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2013	2014	2015	2016	2017	2018
I	34	24	28	24	26	18	15,6	15,9	18,3	18,8	22,8	19,35
II	50	34	29	43	38	30	22,9	22,5	19,0	33,6	33,3	32,26
III	61	43	55	31	30	22	28,0	28,5	35,9	24,2	26,3	23,66
IV	73	50	41	30	20	23	33,5	33,1	26,8	23,4	17,5	24,73
За рік	218	151	153	128	114	93	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Джерело: складено автором на основі [419].

684

Продовження додатка 15
Таблиця 15.2

Індекси сезонності обсягу випусків акцій в Україні у 2013–2018 рр.

Квартал	Рік												Індекс сезонності, %
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
	Обсяги випусків акцій, млрд грн (Y)						Коефіцієнт відношення фактичного значення до середньоквартального значення (Y/Ys)						
I	13,21	2,92	13,34	28,62	19,28	0,54	0,823	0,081	0,436	0,574	0,237	0,097	33,62
II	8,29	1,53	18,07	12,41	24,42	11,79	0,516	0,042	0,591	0,249	0,301	2,117	81,44
III	11,91	5,93	16,79	9,24	255,34	1,56	0,742	0,164	0,549	0,185	3,144	0,280	103,97
IV	30,82	133,97	74,1	149,09	25,8	8,39	1,919	3,712	2,424	2,991	0,318	1,506	180,97
За рік	64,23	144,35	122,30	199,36	324,84	22,28	x	x	x	x	x	x	x
У середньому за квартал (Ys)	16,06	36,09	30,58	49,84	81,21	5,57	x	x	x	x	x	x	x

Джерело: складено та розраховано автором на основі [419].

Індекси сезонності кількості випусків акцій в Україні у 2013–2018 рр.

Квартал	Рік												Індекс сезонності, %
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
	Кількість випусків акцій, шт. (Y)						Коефіцієнт відношення фактичного значення до середньоквартального (Y/Ys)						
I	34	24	28	24	26	18	0,624	0,636	0,732	0,750	0,912	0,774	79,21
II	50	34	29	43	38	30	0,917	0,901	0,758	1,344	1,333	1,290	118,14
III	61	43	55	31	30	22	1,119	1,139	1,438	0,969	1,053	0,946	110,14
IV	73	50	41	30	20	23	1,339	1,325	1,072	0,938	0,702	0,989	92,51
За рік	218	151	153	128	114	93	x	x	x	x	x	x	x
У середньому за квартал (Ys)	54,50	37,75	38,25	32,00	28,50	23,25	x	x	x	x	x	x	x

Джерело: складено та розраховано автором на основі [419].

**Акції десяти емітентів, попит на які був найбільший на біржовому ринку у 2015–2018 рр.
(за кількістю виконаних біржових контрактів)**

2015			2016			2017			2018		
Емітент	Кількість контрактів	Сума, млн грн	Емітент	Кількість контрактів	Сума, млн грн	Емітент	Кількість контрактів	Сума, млн грн	Емітент	Кількість контрактів	Сума, млн грн
ПАТ “ДЕК “Центренерго”	39406	972	ПАТ “ДЕК “Центренерго”	28463	780	ПАТ “Райффайзен Банк Аваль”	19280	504	ПАТ “ДЕК “Центренерго”	7718	245,33
ПАТ “Укрнафта”	26314	446	ПАТ “Укрнафта”	15560	180	ПАТ “ДЕК “Центренерго”	16203	448	АТ “Райффайзен Банк Аваль”	6070	245,17
ПАТ “Райффайзен Банк Аваль”	21585	266	ПАТ “Райффайзен Банк Аваль”	14218	305	ПАТ “Укрнафта”	13066	111	ПАТ “Мотор Січ”	2405	240,85
ПАТ “Мотор Січ”	21045	872	ПАТ “Мотор Січ”	12833	351	ПАТ “Мотор Січ”	6651	302	ПАТ “Укрнафта”	7104	142,01
ПАТ “Донбасенерго”	12329	135	ПАТ “Донбасенерго”	6163	34	ПАТ “Донбасенерго”	4920	23	ПАТ “Донбасенерго”	2211	52,80
ПАТ “Укртелеком”	7296	107	ПАТ “Укртелеком”	1708	26	ПАТ “Крюківський вагонобудівний завод”	2404	10	ПАТ “Авдіївський коксохімічний завод”	809	25,18
ПАТ “Південна генеруюча компанія”	160	110	ПАТ “Турбоатом”	1143	26	ПАТ “Алчевський металургійний комбінат”	2301	9	АТ “Турбоатом”	643	22,51
ПАТ “Хіммет”	59	133	АБ “Укргазбанк”	1002	22	ПАТ “ЦЕНТР-ЕНЕРГО”	2252	36	...*		
ПАТ НВЦ “Борщагівський ХФЗ”	1	172	ПАТ “Полтавський автоагрегатний завод”	530	26	ПАТ АК “Богдан Моторс”	1922	20			
ПАТ “Іллічівський судноремонтний завод”	1	100	ПАТ “Дніпро-вагонмаш”	62	48	ПАТ “Дніпроенерго”	1889	21			

* У Звіті НКЦПФР за 2018 р. наведено дані лише про сім компаній.

Джерело: складено автором на основі [419].

**Номинальна вартість розміщених цінних паперів ІСІ що перебувають в обігу
(нагромадженим підсумком на 31 грудня) у 2008–2018 рр., млрд грн**

Показник	Рік										
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Усього розміщено у тому числі:	35,03	37,55	49,78	60,6	77,84	85,14	82,75	82,45	71,75	72,73	73,73
серед юридичних осіб	34,38	36,74	48,55	58,93	75,88	82,46	79,99	79,07	67,61	68,33	68,89
резидентів	29,09	30,51	39,91	49,02	63,63	67,85	63,92	62,36	53,2	51,99	50,33
нерезидентів	5,29	6,23	8,64	9,91	12,25	14,61	16,07	16,71	14,41	16,34	18,56
серед фізичних осіб	0,65	0,81	1,23	1,67	1,95	2,67	2,77	3,38	4,13	4,4	4,84
резидентів	0,63	0,79	1,19	1,63	1,92	2,63	2,73	3,34	4,09	4,36	4,78
нерезидентів	0,02	0,02	0,04	0,04	0,03	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,06

Джерело: складено автором на основі [419].

**Питома вага номінальної вартості розміщених цінних паперів ІСІ що перебувають в обігу
(нагромадженим підсумком на 31 грудня) у 2008–2018 рр., %**

Показник	Рік										
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Усього розміщено у тому числі:	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
серед юридичних осіб	98,14	97,84	97,53	97,24	97,48	96,85	96,66	95,90	94,23	93,95	93,44
резидентів	84,61	83,04	82,20	83,18	83,86	82,28	79,91	78,87	78,69	76,09	76,09
нерезидентів	15,39	16,96	17,80	16,82	16,14	17,72	20,09	21,13	21,31	23,91	23,91
серед фізичних осіб	1,86	2,16	2,47	2,76	2,51	3,14	3,35	4,10	5,76	6,05	6,56
резидентів	96,92	97,53	96,75	97,60	98,46	98,50	98,56	98,82	99,03	99,09	99,09
нерезидентів	3,08	2,47	3,25	2,40	1,54	1,50	1,44	1,18	0,97	0,91	0,91

Джерело: складено автором на основі [419].

Динаміка та структура активів ІСІ в 2008–2018 рр., млн грн

Показник	Рік										
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Вартість активів ІСІ	67836,59	82265,67	109306,6	132124,53	160417,04	183385,9	213751,09	243341,15	235158,86	266211,61	312934,55
у тому числі:											
пайові інвестиційні фонди	51792,04	63611,46	81078,09	96047,29	118404,59	137426,33	148123,59	170855,3	160079,41	170100,71	179378,03
корпоративні інвестиційні фонди	16044,55	18654,2	28228,47	36077,25	42012,45	45959,57	65627,5	72485,84	75079,45	96110,91	133556,53
диверсифіковані	561,85	785,37	1889,73	1763,53	2189,66	1497,76	1196,74	788,4	140,19	95,35	92,57
спеціальні							33,63	21,58	46,15	65,58	80,13
недиверсифіковані	67274,74	81480,29	107416,8	130361	158227,38	181888,13	212520,72	242531,2	234972,52	266048,77	312754,95
кваліфікаційні										1,92	6,91
закриті (невенчурні)	4327,85	5993,82	8298,48	10135,34	11365,06	9864,79	10708,9	11042,39	9444,79	8873,52	16521,25
інтервальні	200,07	256,27	271,17	188,6	164,01	128,72	110,71	90,39	69,07	82,23	82,66
відкриті	308,43	154,67	432,17	230,68	162,94	105,81	61,05	55,96	58,59	75,5	87,93
венчурні	63000,24	75860,91	100304,4	121569,91	148725,02	173286,58	202870,43	232152,4	225586,41	257180,37	296242,72

Джерело: складено автором на основі [419].

Структура вартості активів ІСІ в 2008–2018 рр., %

Показник	Рік										
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Вартість активів ІСІ у тому числі:	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
пайові інвестиційні фонди	76,35	77,32	74,17	72,69	73,81	74,94	69,30	70,21	68,07	63,90	57,32
корпоративні інвестиційні фонди	23,65	22,68	25,83	27,31	26,19	25,06	30,70	29,79	31,93	36,10	42,68
диверсифіковані	0,83	0,95	1,73	1,33	1,36	0,82	0,56	0,32	0,06	0,04	0,03
спеціальні	-	-	-	-	-	-	0,016	0,009	0,020	0,025	0,03
недиверсифіковані	99,17	99,05	98,27	98,67	98,64	99,18	99,42	99,67	99,92	99,94	99,94
кваліфікаційні	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,0007	0,0022
закриті (невенчурні)	6,38	7,29	7,59	7,67	7,08	5,38	5,01	4,54	4,02	3,33	5,28
інтервальні	0,29	0,31	0,25	0,14	0,10	0,07	0,05	0,04	0,03	0,03	0,03
відкриті	0,45	0,19	0,40	0,17	0,10	0,06	0,03	0,02	0,02	0,03	0,03
венчурні	92,87	92,21	91,76	92,01	92,71	94,49	94,91	95,40	95,93	96,61	94,66

Джерело: складено автором на основі [419].

Динаміка обсягу виконаних біржових контрактів з цінними паперами на організаторах торгівлі та ВВП України в 2004–2018 рр.

Рік	Обсяг виконаних біржових контрактів з цінними паперами на організаторах торгівлі, млрд грн	Темп зростання, % до попереднього року	Валовий внутрішній продукт у фактичних цінах, млрд грн	Обсяг виконаних біржових контрактів у % до ВВП
2004	9,40		345,113	2,72
2005	16,40	174,5	441,452	3,72
2006	29,05	177,1	544,153	5,34
2007	35,15	121,0	720,731	4,88
2008	37,76	107,4	948,056	3,98
2009	36,01	95,4	913,345	3,94
2010	131,29	364,6	1079,346	12,16
2011*	235,44	179,3	1299,991	18,11
2012*	263,67	112,0	1404,669	18,77
2013*	463,43	175,8	1465,198	31,63
2014*	619,70	133,7	1586,915	39,05
2015**	286,21	46,2	1988,544	14,39
2016**	235,41	82,3	2385,367	9,87
2017**	205,79	87,4	2982,920	6,90
2018**	260,87	126,8	3558,71	7,33

* Без урахування тимчасово окупованої території Автономної Республіки Крим та м. Севастополь.

** Без урахування тимчасово окупованої території Автономної Республіки Крим та м. Севастополь і частини тимчасово окупованих територій у Донецькій і Луганській областях.

Джерело: складено автором на основі [56; 419].

**Індекси сезонності обсягу біржових контрактів з цінними паперами на організаторах торгівлі
у 2015–2018 рр.**

Період	Рік								Індекс сезонності, %
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018	
	Обсяг виконаних біржових контрактів з цінними паперами на організаторах торгівлі, млн грн (Y)				Коефіцієнт відношення до середньомісячного значення (Y/Ys)				
Січень	25533,29	14000,52	14368,93	21489,67	1,071	0,714	0,838	0,989	90.27
Лютий	46165,21	15381,12	21638,80	24592,81	1,936	0,784	1,262	1,131	127.82
Березень	34950,20	18411,14	22694,69	21170,26	1,465	0,939	1,323	0,974	117.53
Квітень	30030,95	22971,12	14964,67	16729,70	1,259	1,171	0,873	0,770	101.81
Травень	25308,32	14257,71	13795,67	18855,89	1,061	0,727	0,804	0,867	86.49
Червень	22384,88	23798,46	11652,00	21346,68	0,939	1,213	0,679	0,982	95.33
Липень	15989,92	20443,22	13462,04	20785,72	0,670	1,042	0,785	0,956	86.34
Серпень	16922,99	18318,10	19231,68	29923,01	0,710	0,934	1,121	1,376	103.53
Вересень	14878,63	20108,25	15365,64	24368,24	0,624	1,025	0,896	1,121	91.65
Жовтень	8115,91	20298,90	17605,22	20523,29	0,340	1,035	1,027	0,944	83.64
Листопад	13405,76	24007,53	16326,79	18569,38	0,562	1,224	0,952	0,854	89.80
Грудень	32521,95	23409,06	24681,38	22516,13	1,364	1,193	1,439	1,036	125.80
За рік	286208,01	235405,13	205787,51	260870,78	x	x	x	x	x
У середньому за місяць (Ys)	23850,67	19617,09	17148,96	21739,23	x	x	x	x	x

Джерело: складено та розраховано автором на основі [11; 419].

**Обсяг біржових контрактів з цінними паперами на організаторах торгівлі в Україні
за 2008–2018 рр., млн грн**

Організатор торгівлі	Рік										
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Перспектива	1374,51	11412,43	36649,58	79070,31	145563,96	311585,7	490458,1	220332,2	136057,6	127410,01	127325,00
ПФТС	33991,9	13955,45	60991,25	88850,18	89463,95	110225,5	95881,73	53181,8	93719,2	64337,74	112518,17
УБ	-	3288,17	27510,42	63478,41	24023,66	10890,31	8565,89	6692,36	3531,2	13412,22	20987,86
Загальний обсяг біржових контрактів	37759,78	36014,02	131289,56	235439,42	263671,51	463431,42	619695,23	286208,00	235405,14	205787,51	260866,46

Джерело: складено автором на основі [419].

**Окремі показники діяльності банків в Україні за 2006–2018 рр.
(станом на 31 грудня відповідного року)**

Показники	Роки												
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Кількість банків, од.	170	175	184	182	176	176	176	180	163	117	96	82	77
Активи банків (млрд грн), з них:	340,2	599,4	926,1	880,3	942,1	1 054,3	1 127,2	1 278,1	1 316,9	1 254,4	1 256,3	1 336,4	1 360,8
кредити (млрд грн), з них:	269,3	485,4	792,2	747,3	755,0	825,3	815,3	911,4	1 006,4	1 009,8	1 005,9	1 042,8	1 118,6
1) кредити суб'єктам господарювання, млрд грн	...	276,2	472,6	475	508,3	580,9	609,2	698,8	802,6	830,6	847,1	870,3	919,1
Темпи приросту, %	×	...	71,1	0,5	7,0	14,3	4,9	14,7	14,9	3,5	2,0	2,7	5,6
<i>Частка суб'єктів господарювання у наданих банками кредитах, %</i>	...	56,9	59,7	63,6	67,3	70,4	74,7	76,7	79,8	82,3	84,2	83,5	82,2
2) кредити домогосподарствам, млрд грн	...	153,6	268,9	222,5	186,5	174,7	161,8	167,8	179	175,7	157,4	170,9	196,6
Темпи приросту, %	×	...	75,1	-17,3	-16,2	-6,3	-7,4	3,7	6,7	-1,8	-10,4	8,6	15,0
<i>Частка домогосподарств у наданих банками кредитах, %</i>	...	31,6	33,9	29,8	24,7	21,2	19,8	18,4	17,8	17,4	15,6	16,4	17,6
<i>Частка кредитів в активах, %</i>	79,2	81,0	85,5	84,9	80,1	78,3	72,3	71,3	76,4	80,5	80,1	78,0	82,2

Темпи приросту активів, %	×	76,2	54,5	-4,9	7,0	11,9	6,9	13,4	3,0	-4,7	0,2	6,4	1,8
Темпи приросту обсягу кредитів, %	×	80,2	63,2	-5,7	1,0	9,3	-1,2	11,8	10,4	0,3	-0,4	3,7	7,3
<i>Середньозважена процентна ставка за новими кредитами нефінансовим корпораціям, %, у тому числі:</i>													
<i>у національній валюті</i>	13,9	13,1	15,5	18	14	13,3	14,5	13,2	14,2	17	15,1	13,4	16,1
<i>в іноземній валюті</i>	15,1	13,9	17,2	21	14,9	14,7	17,3	15,2	16,7	21,4	17,7	15	18,1
<i>у національній валюті</i>	10,7	10,5	10,6	9,7	10,5	9,2	8,4	9,4	9	8,8	8,8	7,4	5,9
<i>Середньозважена процентна ставка в річному обчисленні за новими кредитами домашнім господарствам, %, у тому числі:</i>													
<i>у національній валюті</i>	15,2	15,6	18,7	22,3	25,2	26,5	27,4	27,3	26,8	28,1	30,6	29,1	30,4
<i>в іноземній валюті</i>	19,1	19,2	23,0	24,3	26,4	27,3	27,7	27,5	26,9	28,3	30,7	29,2	30,4
<i>у національній валюті</i>	12,7	13,0	14,3	16,2	13,0	12,3	11,8	12,2	12,7	14,2	14,3	16,0	11,6
Зобов'язання банків (млрд грн), з них:													
кошти суб'єктів господарювання, млрд грн	297,6	529,8	806,8	765,1	804,4	898,8	957,9	1 085,5	1 168,8	1 150,7	1 132,5	1 172,8	1 205,1
	76,9	112,0	143,9	115,2	144,0	186,2	202,6	234,9	261,4		369,9	403,9	406,2

кошти фізичних осіб, млрд грн	106,1	163,5	213,2	210,0	270,7	306,2	364,0	433,7	416,4	389,1	437,2	478,6	508,9
Темпи приросту обсягу зобов'язань, %	×	78,0	52,3	-5,2	5,1	11,7	6,6	13,3	7,7	-1,6	-1,6	3,6	2,8
Темпи приросту коштів суб'єктів господарювання, %	×	45,6	28,5	-20,0	25,0	29,3	8,8	15,9	11,3	21,5	16,5	9,2	0,6
Темпи приросту коштів фізичних осіб, %	×	54,1	30,4	-1,5	28,9	13,1	18,9	19,1	-4,0	-6,6	12,4	9,5	6,3
Частка коштів юридичних осіб у зобов'язаннях банків, %	25,8	21,1	17,8	15,1	17,9	20,7	21,2	21,6	22,4	27,6	32,7	34,4	33,7
Частка коштів фізичних осіб у зобов'язаннях банків, %	35,7	30,9	26,4	27,4	33,7	34,1	38,0	40,0	35,6	33,8	38,6	40,8	42,2
Середньозважена процентна ставка за новими депозитами нефінансовим корпораціям, %, у тому числі:	6,5	6,6	7,5	11,5	7,0	5,8	10,5	6,7	8,3	11,2	10,4	8,3	11,8
у національній валюті	7,8	7,8	9,6	13,1	7,3	6,2	11,8	7,2	9,0	11,9	10,8	8,6	12,2
в іноземній валюті	5,0	5,2	3,8	7,9	5,7	3,4	3,1	3,7	4,8	4,7	3,2	2,8	2,2

<i>Середньозважена процентна ставка в річному обчисленні за новими депозитами домашнім господарствам, %, у тому числі:</i>														
<i>у національній валюті</i>	6,9	7,4	8,7	12,2	11,4	9,1	11,9	12,5	13,2	12,2	10,4	7,8	7,0	
<i>в іноземній валюті</i>	7,1	8,2	9,8	14,7	14,6	12,3	16,7	16,9	18,3	17,7	15,4	12,1	11,1	
	6,5	6,4	7,2	10,0	8,7	6,2	7,1	6,8	7,7	7,5	5,4	3,4	2,5	

Джерело: складено автором на основі [320; 451].

**Окремі показники діяльності кредитних спілок в Україні за 2006–2018 рр.
(станом на 31 грудня відповідного року)**

Показники	Роки												
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Кількість кредитних спілок, од.	764	800	829	755	659	613	617	624	589	588	462	378	358
Загальна кількість членів КС, тис. осіб	1 791,4	2 391,6	2 669,4	2 190,3	1 570,3	1 062,4	1 095,9	980,9	821,6	764,6	642,9	564,1	479
Внески членів КС на депозитні рахунки, млн грн	1 926,5	3 451,1	3 951,1	2 959,3	1 945,0	1 185,5	1 287,5	1 330,1	989,8	855,2	831,8	937,0	1 045,7
Темпи приросту внесків, %	×	79,1	14,5	-25,1	-34,3	-39,0	8,6	3,3	-25,6	-13,6	-2,7	12,6	11,6
Загальні активи КС, млн грн, з них:	3 241,0	5 261,0	6 064,9	4 218,0	3 432,2	2 386,5	2 656,9	2 598,8	2 338,7	2 064,3	2 032,5	2 169,8	2 218,4
кредити, надані членам КС, млн грн	2 596,7	4 512,3	5 572,8	3 909,1	3 349,5	2 237,4	2 531,0	2 349,1	1 994,4	1 792,7	1 799,5	1 902,3	2 018,0
Темпи приросту кредитів, %	×	73,8	23,5	-29,9	-14,3	-33,2	13,1	-7,2	-15,1	-10,1	0,4	5,7	6,1
Частка кредитів у загальних активах, %	80,1	85,8	91,9	92,7	97,6	93,8	95,3	90,4	85,3	86,8	88,5	87,7	91,0

Джерело: складено автором на основі [151; 341; 342; 345; 413; 420].

Окремі показники діяльності фінансових компаній в Україні за 2006–2018 рр.

Показники (станом на 31 грудня відповідного року)	Роки							
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Кількість зареєстрованих фінансових компаній*, з них:	78	403	492	537	711	809	818	940
фінансові компанії		312	377	415	571	650	677	
інші кредитні установи (ІКУ)	48	61	85	92	110	130	113	
фінансові установи – юридичні особи публічного права (ЮОПП)	30	30	30	30	30	29	28	
Активи фінансових компаній, млн грн			39 781,2	51 264,8	95 825,0	97 332,0	107 533,9	125 322,3
Активи фінансових компаній*, млн грн					71 120,0	67 401,4	70 298,3	
Обсяг наданих фінансових послуг фінансовими компаніями, млн грн, з них:	...	...	42 342,9	54 154,8	86 156,3	110 420,3	228 165,0	256 600,4
1) залучення фінансових активів із зобов'язанням щодо подальшого їхнього повернення, млн грн	...	...	247,7	644,9	1 649,3	2 551,9	705,7	50,5
2) надання гарантій та порук (поручительств)	205,6	779,0	539,0	461,7	226,8	1 961,5	5 455,0	9 474,9
3) надання коштів у позику, у тому числі на умовах фінансового кредиту**	1 036,8	3 592,9	7 018,1	6 984,5	7 370,7	5 783,1	26 940,6	47 856,9
4) адміністрування фінансових активів для придбання товарів у групах	0,0	266,6	622,2	422,5	678,3	420,9	487,7	258,7
5) надання послуг з факторингу**	6 845,2	11 702,8	10 039,5	23 525,7	16 555,9	16 887,5	31 363,4	48 105,0

700

Додаток 24

6) надання послуг з фінансового лізингу (вартість укладених договорів за звітний період)	9,7	1,7	16,5	257,4	20,2	67,3	153,4	673,8
7) операції з обміну валют	13 611,4	11 053,5	7 605,2	694,4	449,3	413,5	30 175,6	...
8) операції з переказу грошових коштів	4 758,1	10 307,1	11 127,0	12 703,8	31 594,7	70 326,7	107 837,0	...
9) управління майном для фінансування об'єктів будівництва та/або проведення операцій з нерухомістю	...	...	5 127,7	8 459,9	27 611,1	12 008,0	25 046,6	12 610,0
Обсяг грошових коштів, розміщених на кредитному ринку, млн грн	1 046,5	3 594,6	7 034,6	7 241,9	7 390,9	5 850,4	27 094,0	48 530,7
Темп приросту обсягу грошових коштів, розміщених на кредитному ринку (сума 3+6), %	310,2	343,5	195,7	2,9	2,1	-20,8	463,1	179,1
<i>Частка коштів розміщених на кредитному ринку в наданих фінансових послугах, %</i>			16,6	13,4	8,6	5,3	11,9	18,9
<i>Частка залучення фінансових активів у наданих фінансових послугах, %</i>			0,6	1,2	1,9	2,3	0,3	0,0

*Без урахування рядків інші кредитні установи та фінансові установи – юридичні особи публічного права.

**Разом з показниками ІКУ та фінансових установ ЮОПП.

Джерело: складено автором на основі [154; 349; 351; 413; 420].

**Окремі показники діяльності ломбардів в Україні за 2006–2018 рр.
(станом на 31 грудня відповідного року)**

Показники	Роки										
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Кількість ломбардів, од.	314	373	426	456	473	479	477	482	456	415	359
Обсяг залучених коштів на платній та безоплатній основі, млн грн, з них від:	93,8	79,9	80,0	137,1	181,2	179,1	200,5	179,3	192,1	168,2	156,2
банків	79,7	75,2	42,7	97,7	138,5	114,7	65,0	66,1	75,0	59,9	44,2
юридичних осіб (крім банків)	13,6	4,5	37,3	38,0	38,8	63,6	128,2	100,0	100,8	86,9	104,5
фізичних осіб	0,5	0,3	0,0	1,4	3,9	0,8	7,3	13,2	16,3	21,4	7,6
Частка банків в обсягах залучених коштів, %	85,0	94,1	53,4	71,3	76,4	64,0	32,4	36,9	39,0	35,6	28,3
Частка юридичних осіб (крім банків) в обсягах залучених коштів, %	14,5	5,6	46,6	27,7	21,4	35,5	63,9	55,8	52,5	51,7	66,9
Частка фізичних осіб в обсягах залучених коштів, %	0,5	0,3	0,0	1,0	2,2	0,4	3,6	7,4	8,5	12,7	4,8
Темпи приросту обсягу залучених коштів, %		-14,8	0,1	71,4	32,2	-1,2	11,9	-10,6	7,1	-12,4	-7,1

702

Додаток 25

Кількість наданих фінансових кредитів під заставу, тис. шт.	4 907,2	6 758,8	9 247,2	9 388,5	12 267,8	12 131,3	10 930,1	10 600,0	11 943,6	12 226,3	11 749,5
Обсяг наданих фінансових кредитів під заставу, млн грн	2 126,8	3 505,0	5 503,1	7 325,1	8 842,9	8 368,2	8 410,8	12 459,7	16 718,0	16 389,0	16 442,3
Темп приросту обсягу наданих фінансових кредитів під заставу, %	15,7	64,8	57,0	33,1	20,7	-5,4	0,5	48,1	34,2	-2,0	0,3
Середньозважена річна процентна ставка за кредитами, %		251,1	216,5	214,5	211,0	211,1	215,6	184,3	197,7	189,3	213,3
Обсяг активів, млн грн	525,3	618,9	888,2	1 203,8	1 558,4	1 518,6	1 710,3	2 218,6	3 317,7	3 763,7	3 721,3
Темпи приросту активів, %	42,9	17,8	43,5	35,5	29,5	-2,6	12,6	29,7	49,5	13,4	-1,1

Джерело: складено автором на основі [152; 154; 346; 349; 413; 420].

**Окремі показники діяльності лізингових компаній в Україні за 2006–2018 рр.
(станом на 31 грудня відповідного року)**

Показники	Роки							
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Кількість зареєстрованих установ	217	243	254	267	268	202	183	167
Вартість чинних договорів фінансового лізингу на кінець звітного періоду, млн грн	33 600,0	41 500,0	67 099,5	58 304,1	26 109,9	22 904,4	22 417,9	24 920,9
Темпи приросту, %	...	23,5	61,7	-13,1	-55,2	-12,3	-2,1	11,2
Кількість чинних договорів фінансового лізингу, од.	...	...	25 052	27 348	22 148	17 314	13 939	14 472
Вартість договорів фінансового лізингу, укладених за звітний період, млн грн	11 327,7	14 708,8	31 536,6	7 181,0	6 241,4	9 754,4	12 814,2	21 519,3
Темпи приросту, %	128,2	29,8	114,4	-77,2	-13,1	56,3	31,4	67,9
Кількість договорів фінансового лізингу, укладених за звітний період, од.	10 906	10 826	11 051	8 940	4 098	9 122	7 699	8 739
Лізингові платежі за звітний період (за дев'ять місяців), млн грн	...	...	...	...	...	10 735	6 247	9 524

Джерело: складено автором на основі [154; 349; 350; 413; 420].

**Окремі показники діяльності страхових компаній в Україні за 2006–2018 рр.
(станом на 31 грудня відповідного року)**

Показники	Роки												
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Кількість страхових компаній, од.	411	446	469	450	456	442	414	407	382	361	310	294	281
Валові страхові премії (платежі, внески), млн грн	13 829,9	18 008,2	24 008,6	20 442,1	23 081,7	22 693,5	21 508,2	28 661,9	26 767,3	29 736,0	35 170,3	43 431,8	49 367,5
Темпи приросту валових страхових премій, %	...	30,2	33,3	-14,9	12,9	-1,7	-5,2	33,3	-6,6	11,1	18,3	23,5	13,7
Чисті страхові премії, млн грн, з них від:	8 769,4	12 353,8	15 981,8	12 658,0	13 327,7	17 970,0	20 277,5	21 551,4	18 592,8	22 354,9	26 463,9	28 494,4	34 424,3
фізичних осіб (домогосподарств), млн грн	2 954,8	5 170,4	7 630,2	5 949,0	6 171,1	7 478,7	8 900,3	10 267,5	9 519,9	10 239,5	13 220,0	15 555,6	18 431,0
юридичних осіб (суб'єктів господарювання), млн грн	5 814,6	7 183,4	8 351,6	6 709,0	7 156,6	10 491,3	11 377,2	11 283,9	9 072,9	12 115,4	13 243,9	12 938,8	15 993,3
Темпи приросту чистих страхових премій, %	...	40,9	29,4	-20,8	5,3	34,8	12,8	6,3	-13,7	20,2	18,4	7,7	20,8
Темпи приросту страхових премій від фізичних осіб, %	...	75,0	47,6	-22,0	3,7	21,2	19,0	15,4	-7,3	7,6	29,1	17,7	18,5

705

Додаток 27

Темпи приросту страхових премій від юридичних осіб, %	...	23,5	16,3	-19,7	6,7	46,6	8,4	-0,8	-19,6	33,5	9,3	-2,3	23,6
<i>Частка домогосподарств у чистих страхових преміях, %</i>	33,7	41,9	47,7	47,0	46,3	41,6	43,9	47,6	51,2	45,8	50,0	54,6	53,5
Валові страхові виплати, млн грн	2 599,6	4 213,0	7 050,7	6 737,2	6 104,6	4 864,0	5 151,0	4 651,8	5 065,4	8 100,5	8 839,5	10 536,8	12 863,4
<i>Рівень валових страхових виплат, %</i>	18,8	23,4	29,4	33,0	26,4	21,4	23,9	16,2	18,9	27,2	25,1	24,3	26,1
Чисті страхові виплати, млн грн	2 326,2	3 884,0	6 546,1	6 056,4	5 885,7	4 699,2	4 970,0	4 566,6	4 893,0	7 602,8	8 561,0	10 256,8	12 432,6
<i>Рівень чистих страхових виплат, %</i>	26,5	31,4	41,0	47,8	44,2	26,2	24,5	21,2	26,3	34,0	32,3	36,0	36,1
Загальні активи страхових компаній (згідно з формою 1 (П(С)БО 2)), млн грн	23 995,0	32 213,0	41 930,5	41 970,1	45 234,6	48 122,7	56 224,7	66 387,5	70 261,2	60 729,1	56 075,6	57 381,0	63 493,3

Активи страхових компаній (згідно зі ст. 31 Закону України “Про страхування” для представлення коштів страхових резервів) (станом на 31 грудня відповідного року, млн грн), з них:	17 488,2	19 330,3	23 904,9	23 690,9	27 695,0	28 642,4	48 831,5	37 914,0	40 530,1	36 418,8	35 071,9	36 084,6	40 666,5
1) грошові кошти на поточних рахунках і готівка в касі	787,2	1 429,4	1 937,5	1 540,6	1 788,6	2 116,3	2 050,3	2 197,8	2 805,9	2 540,4	2 943,9	2 771,8	2 982,2
2) банківські вклади (депозити)	5 453,7	6 171,5	6 963,7	6 103,7	6 464,6	7 819,1	8 922,1	9 296,4	9 031,8	12 603,8	11 528,6	12 238,2	14 101,8
3) банківські метали	41,2	72,5	150,9	105,3	79,3	70,5	48,2	25,2	36,4	36,9	30,4	39,9	32,2
4) нерухоме майно	794,6	1 157,6	1 877,8	1 997,8	2 182,6	2 054,0	2 151,5	1 965,3	2 045,5	2 216,4	2 601,0	2 655,1	3 014,0
5) акції	7 626,1	7 078,7	8 177,0	9 521,8	10 905,8	12 529,0	28 761,1	17 834,3	18 009,1	11 901,4	7 968,6	6 653,6	5 077,3
6) облігації	363,5	517,8	825,8	556,5	652,7	780,3	1 071,7	755,6	809,6	735,1	853,9	898,3	908,2
7) іпотечні сертифікати	40,3	19,0	21,2	20,7	66,7	95,9	132,6	388,8	468,3	38,6	89,6	88,2	87,3
8) цінні папери, емітовані державою	183,4	210,2	387,8	869,5	1 523,4	1 447,5	2 282,8	2 355,4	3 390,0	2 604,3	5 540,2	6 572,1	7 895,9
9) права вимоги до перестраховиків	2 163,9	2 582,7	3 498,9	3 067,7	3 940,1	1 647,3	3 252,3	3 038,5	3 867,4	3 740,6	3 471,9	4 054,5	5 418,1

10) інвестиції в економіку України за напрямками, визначеними КМУ	32,1	90,0	63,4	78,4	86,1	77,6	77,1	52,1	61,4	0,9	31,9	99,0	1 131,8
11) кредити страхувальникам та для житлового будівництва	2,2	0,9	0,9	5,1	5,1	4,9	4,7	4,7	4,7	0,4	11,8	13,9	17,7
Обсяг грошових коштів, розміщених на кредитному ринку (сума 2+11), млн грн	5 455,9	6 172,4	6 964,6	6 108,8	6 469,7	7 824,0	8 926,8	9 301,1	9 036,5	12 604,2	11 540,4	12 252,1	14 119,5
<i>Частка коштів, розміщених на кредитному ринку в активах за ст. 31, %</i>	31,2	31,9	29,1	25,8	23,4	27,3	18,3	24,5	22,3	34,6	32,9	34,0	34,7
Обсяг грошових коштів, розміщених на ринку боргових цінних паперів (сума 6+7+8+10), млн грн	619,3	837,0	1 298,2	1 525,1	2 328,9	2 401,3	3 564,2	3 551,9	4 729,3	3 378,9	6 515,6	7 657,6	10 023,2

<i>Частка коштів, розміщених на ринку боргових цінних паперів в активах за ст. 31, %</i>	3,5	4,3	5,4	6,4	8,4	8,4	7,3	9,4	11,7	9,3	18,6	21,2	24,6
Обсяг грошових коштів, розміщених на ринку пайових цінних паперів (лише рядок 5), млн грн	7 626,1	7 078,7	8 177,0	9 521,8	10 905,8	12 529,0	28 761,1	17 834,3	18 009,1	11 901,4	7 968,6	6 653,6	5 077,3
<i>Частка коштів, розміщених на ринку пайових цінних паперів в активах за ст. 31, %</i>	43,6	36,6	34,2	40,2	39,4	43,7	58,9	47,0	44,4	32,7	22,7	18,4	12,5
Обсяг грошових коштів, розміщених на фінансовому ринку (сума 2+5+6+7+8+ +10+11), млн грн	13 701,3	14 088,1	16 439,8	17 155,7	19 704,4	22 754,3	41 252,1	30 687,3	31 774,9	27 884,5	26 024,6	26 563,3	29 220,0
<i>Частка коштів, розміщених на фінансовому ринку в активах за ст. 31, %</i>	78,3	72,9	68,8	72,4	71,1	79,4	84,5	80,9	78,4	76,6	74,2	73,6	71,9

Джерело: складено автором на основі [310; 350; 413; 420; 450].

**Окремі показники діяльності недержавних пенсійних фондів в Україні за 2006–2018 рр.
(станом на 31 грудня відповідного року)**

Показники	Роки										
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Кількість НПФ, од.	93	92	89	88	84	74	75	73	62	56	57
Пенсійні внески (наростаючим підсумком з початку діяльності, млн грн), з них від:	582,9	754,6	925,4	1 102,0	1 313,7	1 587,5	1 808,2	1 886,8	1 895,2	1 897,3	2 000,5
домогосподарств (фізичних осіб і ФОПів), млн грн	26,1	31,9	40,9	50,8	58,8	66,7	71,6	80,5	92,4	124,5	172,3
юридичних осіб (суб'єктів господарювання), млн грн	556,8	722,7	884,5	1 051,2	1 254,9	1 520,8	1 736,6	1 806,3	1 802,8	1 772,8	1 828,2
Темпи приросту пенсійних внесків, %	148,7	29,5	22,6	19,1	19,2	20,8	13,9	4,3	0,4	0,1	5,4
Темпи приросту пенсійних внесків від домогосподарств, %	...	22,2	28,2	24,2	15,7	13,4	7,3	12,4	14,8	34,7	38,4
Темпи приросту пенсійних внесків від юридичних осіб, %	...	29,8	22,4	18,8	19,4	21,2	14,2	4,0	-0,2	-1,7	3,1
Частка домогосподарств у пенсійних внесках, %	4,5	4,2	4,4	4,6	4,5	4,2	4,0	4,3	4,9	6,6	8,6

710

Додаток 28

Пенсійні виплати, млн грн	27,3	90,1	158,2	208,9	251,9	300,2	421,4	557,1	629,9	696,3	809,9
<i>Рівень пенсійних виплат, %</i>	4,7	11,9	17,1	19,0	19,2	18,9	23,3	29,5	33,2	36,7	40,5
Активи НПФ, млн грн, з них:	612,2	857,9	1 144,3	1 386,9	1 660,1	2 089,8	2 469,2	1 980,0	2 138,7	2 465,6	2 745,2
1) грошові кошти, розміщені на вкладних (депозитних) банківських рахунках	...	...	...	...	572,7	760,2	953,8	780,7	884,2	1 083,3	985,5
2) цінні папери, дохід за якими гарантовано Кабінетом Міністрів України	...	...	...	...	200,2	251,8	377,7	675,2	875,8	1 004,9	1 263,5
3) облігації підприємств, емітентами яких є резиденти України	...	...	...	...	517,9	648,3	679,6	266,3	200,8	202,4	298,6
4) акції українських емітентів	...	...	...	...	256,9	278,4	262,5	65,2	15,7	11,3	43,8
5) об'єкти нерухомості	...	...	...	...	49,6	58,0	69,9	72,2	86,0	62,6	47,3
6) банківські метали	...	...	...	...	18,6	14,7	14,5	13,5	8,7	10,1	9,8
7) кошти на поточному рахунку	...	...	...	...	9,3	19,3	16,4	17,3	18,5	22,2	18,5
8) активи, не заборонені законодавством України	...	...	...	...	13,6	26,6	25,9	25,7	22,3	24,0	26,2
9) дебіторська заборгованість	...	...	...	...	21,3	32,5	68,9	63,9	26,2	41,8	48,3

10) акції іноземних емітентів*	...	...	...	...	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	3,0	3,7
Обсяг грошових коштів, розміщених на кредитному ринку (лише рядок 1), млн грн	...	...	...	...	572,7	760,2	953,8	780,7	884,2	1 083,3	985,5
Частка коштів, розміщених на кредитному ринку в активах НПФ, %	...	...	...	...	34,5	36,4	38,6	39,4	41,3	43,9	35,9
Обсяг грошових коштів, розміщених на ринку боргових цінних паперів (сума 2+3+8), млн грн	...	...	...	...	731,7	926,7	1 083,2	967,2	1 098,9	1 231,3	1 588,3
Частка коштів, розміщених на ринку боргових цінних паперів в активах НПФ, %	...	...	...	...	44,1	44,3	43,9	48,8	51,4	49,9	57,9
Обсяг грошових коштів, розміщених на ринку пайових цінних паперів (сума 4+10), млн грн	...	...	...	...	256,9	278,4	262,5	65,2	16,2	14,3	47,5
Частка коштів, розміщених на ринку пайових цінних паперів в активах НПФ, %	...	...	...	...	15,5	13,3	10,6	3,3	0,8	0,6	1,7

712

Продовження додатка 28

Обсяг грошових коштів, розміщених на фінансовому ринку (сума 1+2+3+4+8+10), млн грн	...	...	...	...	1 561,3	1 965,3	2 299,5	1 813,1	1 999,3	2 328,9	2 621,3
Частка коштів, розміщених на фінансовому ринку в активах НПФ, %	...	...	...	...	94,0	94,0	93,1	91,6	93,5	94,5	95,5
Сума інвестиційного доходу, млн грн	86,8	236,7	497,6	559,9	727,0	953,3	1 266,0	872,2	1 080,5	1 455,5	1 767,7
Прибуток від інвестування активів недержавного пенсійного фонду, млн грн	55,2	189,6	433,0	473,3	620,3	818,0	1 095,0	657,0	834,8	1 183,9	1 440,5
Сума витрат, які відшкодовують з пенсійних активів, млн грн	31,6	47,1	64,6	86,6	106,7	135,3	171,0	215,2	245,7	271,5	327,2
Віддача (рентабельність) активів, %	14,2	27,6	43,5	40,4	43,8	45,6	51,3	44,1	50,5	59,0	64,4
Чиста віддача (рентабельність) активів, %	9,0	22,1	37,8	34,1	37,4	39,1	44,3	33,2	39,0	48,0	52,5

Джерело: складено автором на основі [153; 352; 412; 413; 420].

Балансовий звіт депозитних корпорацій (крім Національного банку України) за секторами економіки за 2008–2018 рр.

Активи

Період	Готівкові кошти	Депозити	Цінні папери, крім акцій	Кредити	у тому числі									Акції та інші форми участі в капіталі	Страхові технічні резерви	Похідні фінансові інструменти	Інша дебіторська заборгованість	Нефінансові активи	Усього активів
					Центральний банк	Інші депозитні корпорації	Інші фінансові корпорації	Центральні органи державного управління	Регіональні та місцеві органи державного управління	Державні нефінансові корпорації	Інші нефінансові корпорації	Інші сектори-резиденти	Нерезиденти						
А	1	2	3	4	4.1	4.2	4.3	4.4	4.5	4.6	4.7	4.8	4.9	5	6	7	8	9	10
залишки коштів на кінець періоду, млн грн																			
2008	20 185	75 200	34 309	776 815	–	29 708	9 789	–	12	37 382	406 283	280 556	13 085	6 575	–	453	5 969	49 757	969 263
2009	21 287	87 840	35 426	760 845	–	20 580	14 014	4 527	1 229	42 587	419 627	241 311	16 970	4 640	–	35	33 121	58 728	1 001 922
2010	26 191	107 027	79 871	774 242	–	26 477	13 430	7 430	1 388	46 042	454 919	209 615	14 942	5 440	–	451	29 125	65 332	1 087 681
2011	26 273	126 763	84 021	847 075	–	40 343	16 441	6 790	1 742	57 452	518 093	201 291	4 923	5 984	–	1 759	49 634	73 293	1 214 803
2012	29 741	143 169	91 710	842 838	–	23 854	16 229	4 618	1 185	57 690	547 735	187 685	3 842	6 948	–	2 122	74 274	78 861	1 269 663
2013	35 847	141 142	133 544	931 941	–	18 771	19 317	4 998	910	50 472	641 431	193 654	2 388	7 411	–	2 502	73 572	86 103	1 412 061
2014	27 911	130 525	164 179	1 058 190	–	12 310	25 576	4 164	762	64 081	714 760	211 325	25 213	7 240	–	4 186	36 689	87 197	1 516 116
2015	33 974	165 921	200 040	1 023 210	–	7 503	15 564	2 963	401	71 733	716 063	174 904	34 080	3 851	–	12 745	67 141	82 593	1 589 476
2016	36 205	172 614	333 495	1 031 255	–	5 176	11 583	1 064	366	76 733	745 381	163 555	27 397	1 923	–	45 882	49 403	101 684	1 772 461
2017	44 668	209 285	361 001	1 068 946	–	5 850	10 936	915	607	87 594	742 338	174 268	46 439	1 022	–	56 269	31 707	91 844	1 864 742
2018	47 347	197 268	420 251	1 134 422	–	10 435	9 222	773	2 102	86 724	773 016	201 293	50 856	606	–	317	30 597	92 089	1 922 896
операції за період, млн грн																			
2008	–302	10 889	11 703	126 227	–	–25 708	2 699	–	8	21 786	77 368	48 167	1 908	–16	–	–	1 934	13 030	163 465
2009	758	10 116	2 237	–31 668	–	–9 517	4 145	4 527	1 217	5 010	6 169	–46 004	2 786	–1 546	–	–	26 942	8 856	15 696
2010	5 198	20 437	42 690	16 783	–	6 088	–566	2 903	159	3 606	37 491	–31 168	–1 731	798	–	–	–2 763	6 464	89 606
2011	176	19 914	4 280	72 418	–	13 983	2 991	–639	354	11 418	63 375	–8 809	–10 255	343	–	–	21 262	7 945	126 338
2012	3 332	15 806	8 117	–5 009	–	–16 480	–217	–2 172	–557	213	28 843	–13 749	–890	849	–	–	23 806	5 510	52 411
2013	6 027	–2 262	40 541	87 823	–	–5 158	3 076	380	–275	–7 223	92 697	5 838	–1 511	104	–	–	–2 034	7 457	137 655
2014	–14 501	–57 664	–5 972	–158 693	–	–10 360	3 562	–835	–147	–31	–122 145	–40 228	11 490	–273	–	–	–39 928	720	–276 311
2015	3 240	–12 618	17 180	–272 050	–	–7 288	–12 350	–1 201	–361	–6 917	–160 967	–82 898	–68	–4 333	–	–	25 041	–4 769	–248 310
2016	1 146	–8 951	121 181	–60 124	–	–2 869	–4 341	–1 899	–35	–329	–17 602	–22 640	–10 408	–225	–	–	–19 387	19 006	52 646
2017	7 900	–21 196	80 463	30 438	–	628	–726	–149	241	10 487	–8 507	10 711	17 755	–755	–	–	–17 753	–9 880	69 217
2018	3 101	–8 743	16 650	76 921	–	4 488	–1 237	–143	1 496	–119	38 854	28 368	5 214	–379	–	–	–841	249	86 960

714

Додаток 29

2. Пасиви

Депозити	у тому числі									Цінні папери, крім акцій	Кредити	Страхові технічні резерви	Похідні фінансові інструменти	Інша кредиторська заборгованість	Акції та інші форми участі в капіталі	Усього пасивів
	Центральний банк	Інші депозитні корпорації	Інші фінансові корпорації	Центральні органи державного управління	Регіональні та місцеві органи державного управління	Державні нефінансові корпорації	Інші нефінансові корпорації	Інші сектори-резиденти	Нерезиденти							
11	11.1	11.2	11.3	11.4	11.5	11.6	11.7	11.8	11.9	12	13	14	15	16	17	18
залишки коштів на кінець періоду, млн грн																
425 856	–	20 992	19 305	615	1 921	12 281	105 907	219 711	45 124	10 784	327 528	–	325	68 925	135 846	969 263
402 381	3	26 810	15 621	8 140	446	12 319	82 477	215 949	40 614	4 949	283 517	–	51	165 099	145 925	1 001 922
464 300	0	21 722	19 022	3 924	208	13 952	102 153	277 390	25 928	3 038	261 195	–	48	185 131	173 970	1 087 681
553 001	1	28 026	21 799	3 734	160	17 964	135 155	312 943	33 218	7 343	249 577	–	152	214 457	190 273	1 214 803
628 214	4	25 119	20 852	5 788	141	27 229	146 090	372 241	30 749	10 989	205 294	–	144	222 622	202 399	1 269 663
738 274	3	36 646	26 174	2 761	189	26 438	168 722	445 690	31 651	13 985	208 131	–	256	219 313	232 103	1 412 061
725 663	2	16 045	29 935	3 557	206	36 925	181 800	422 670	34 524	4 554	321 536	–	406	250 403	213 554	1 516 116
769 989	2	13 285	29 021	5 367	635	67 229	198 219	416 257	39 974	319	281 962	–	193	374 923	162 090	1 589 476
865 139	1	11 959	26 211	5 276	565	90 919	219 640	450 863	59 705	389	216 196	–	236	529 255	161 246	1 772 461
939 427	2	9 012	28 539	22 591	323	94 072	249 686	503 633	31 569	371	182 676	–	110	553 985	188 173	1 864 742
965 959	–	10 135	28 234	22 627	395	68 766	273 737	539 208	22 856	4 187	178 356	–	51	594 981	179 363	1 922 896
операції ¹ за період, млн грн																
38 040	–	3 629	1 956	–210	–1 669	1 897	5 956	13 163	13 317	–9 026	62 643	–	–	21 330	50 477	163 465
–31 890	3	5 395	–3 962	7 070	–1 475	–217	–24 572	–8 045	–6 088	–5 848	–51 995	–	–	92 154	13 274	15 696
65 810	–2	–4 792	3 420	–4 128	–238	1 690	20 409	63 840	–14 388	–1 903	–21 239	–	–	18 900	28 038	89 606
89 474	1	6 374	2 747	–104	–48	4 023	33 310	35 897	7 275	4 307	–11 683	–	–	26 887	17 352	126 338
73 623	3	–2 989	–975	2 014	–19	9 240	10 634	58 278	–2 563	3 645	–44 601	–	–	6 252	13 491	52 411
108 344	–1	11 324	5 356	–3 119	47	–815	22 399	72 351	802	2 989	2 680	–	–	–6 303	29 945	137 655
–223 301	–1	–30 990	270	–675	–30	–1 458	–18 674	–158 156	–13 587	–11 035	4 418	–	–	–14 091	–32 302	–276 311
–117 095	–0	–7 928	–4 009	73	350	18 467	–9 322	–106 069	–8 659	–4 713	–132 386	–	–	69 974	–64 089	–248 310
47 584	–1	–2 725	–3 920	–649	–105	17 225	15 136	7 664	14 960	47	–91 094	–	–	123 011	–26 901	52 646
64 687	2	–3 085	2 211	16 989	–261	1 909	27 444	47 564	–28 086	–28	–34 780	–	–	17 926	21 412	69 217
35 783	–2	1 362	–167	521	84	–24 115	25 915	40 324	–8 140	3 727	–1 407	–	–	41 229	7 628	86 960

¹ Розрахунок здійснюється відповідно до методології МВФ за формулою: $O = ЗКП - ЗПП - ПВ - ІЗОА$, де O – операції за період, $ЗКП$ – залишки коштів на кінець звітного періоду, $ЗПП$ – залишки коштів на початок звітного періоду, $ПВ$ – переоцінка вартості внаслідок змін цін та/або обмінних курсів, $ІЗОА$ – інші зміни в обсягах активів.

Джерело: [451].

Балансовий звіт інших фінансових корпорацій за секторами економіки¹ за 2008–2018 рр.

1. Активи

Період	Готівкові кошти	Депозити	Цінні папери, крім акцій	Кредити ³	Акції та інші форми участі в капіталі	Страхові технічні резерви	Похідні фінансові інструменти	Інша дебіторська заборгованість	Нефінансові активи	Усього активів
А	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
залишки коштів на кінець періоду, млн грн										
2008	136	19 305	51 189	21 082	46 696	3 499	155	54 126	8 877	205 064
2009	149	16 370	60 150	18 067	49 173	3 068	5	80 642	10 251	237 874
2010	138	19 577	63 249	18 115	58 778	3 940	8	104 943	11 189	279 938
2011	217	22 194	65 074	21 468	67 446	1 647	6	120 796	12 746	311 594
2012	280	21 282	81 536	20 610	80 889	1 906	8	151 935	13 267	371 712
2013	463	26 306	80 032	21 476	88 940	3 053	116	166 307	16 195	402 888
2014	454	30 116	82 728	26 872	109 914	3 882	84	196 243	18 876	469 170
2015	605	29 376	63 402	26 627	104 108	3 757	61	220 802	26 926	475 663
2016	798	26 569	61 854	34 963	106 057	3 473	272	194 797	27 307	456 090
2017	1 018	28 615	52 855	42 452	110 590	4 055	865	223 925	38 915	503 291
2018	1 102	28 425	48 283	65 164	119 767	5 418	1 473	231 560	41 805	542 997
операції ² за період, млн грн										
2009	13	-3 211	8 962	-3 030	2 476	-431	-	26 517	1 374	32 670
2010	-10	3 236	3 099	59	9 606	872	-	24 304	938	42 104
2011	78	2 592	1 825	3 358	8 667	-2 293	-	15 853	1 557	31 637
2012	63	-942	16 780	-861	8 619	259	-	31 136	520	55 574
2013	184	5 051	-1 051	858	7 557	1 147	-	14 368	2 928	31 043
2014	-10	246	-14 876	5 179	11 067	829	-	29 924	2 682	35 041
2015	151	-3 918	-17 433	-379	2 627	-125	-	20 784	8 049	9 758
2016	193	-3 945	-5 170	8 314	1 112	-284	-	-13 083	381	-12 481
2017	350	1 911	-6 608	7 685	16 856	582	-	826	11 958	33 559
2018	-24	-47	492	22 749	-7 768	1 363	-	36 025	3 568	56 358

2. Пасиви

Депозити	Цінні папери, крім акцій	Кредити	Страхові технічні резерви	у тому числі			Похідні фінансові інструменти	Інша кредиторська заборгованість	Акцій та інші форми участі в капіталі	Усього пасивів
				Чиста вартість коштів домашніх господарств у резервах із страхування життя	Чиста вартість коштів домашніх господарств у пенсійних фондах	Попередні внески страхових премій та резерви для покриття неврегульованих претензій				
11	12	13	14	14.1	14.2	14.3	15	16	17	18
залишки коштів на кінець періоду, млн грн										
4 255	6 076	9 789	11 519	1 609	609	9 300	196	60 360	112 871	205 064
3 349	8 176	14 014	11 003	1 789	855	8 360	0	74 013	127 319	237 874
2 146	10 006	13 430	12 540	2 185	1 141	9 215	15	80 063	161 737	279 938
1 298	7 989	16 441	13 088	2 664	1 385	9 040	22	84 859	187 897	311 594
1 404	17 957	35 293	14 809	3 223	1 658	9 929	3	75 922	226 325	371 712
1 452	21 364	43 083	16 527	3 846	2 086	10 595	147	70 856	249 459	402 888
1 091	24 794	60 956	18 310	5 306	2 464	10 540	1 389	101 630	261 000	469 170
950	16 557	51 345	20 343	6 889	1 967	11 487	171	122 172	264 125	475 663
880	10 803	48 279	23 063	7 828	2 126	13 109	1	130 777	242 288	456 090
982	9 602	45 093	25 325	8 390	2 460	14 475	3	149 301	272 984	503 291
1 085	8 703	39 838	29 714	9 335	2 738	17 641	4	170 319	293 334	542 997
операції ³ за період, млн грн										
-906	2 140	4 145	-515	180	245	-941	-	13 650	14 155	32 670
-1 203	1 783	-566	1 537	396	286	855	-	6 051	34 502	42 104
-848	-2 030	2 991	548	479	244	-175	-	4 796	26 181	31 637
106	10 273	-1 297	1 721	559	273	889	-	11 232	33 540	55 574
49	2 961	6 054	1 718	623	428	666	-	-3 402	23 663	31 043
-362	3 633	-2 979	1 783	1 460	378	-55	-	30 762	2 204	35 041
-141	-7 712	-27 143	2 033	1 583	-497	947	-	18 536	24 186	9 758
-70	-6 230	-8 138	2 720	939	159	1 622	-	10 555	-11 318	-12 481
112	-2 005	-5 873	2 262	561	335	1 366	-	-4 784	43 847	33 559
103	-930	-4 539	4 389	946	278	3 166	-	40 169	17 165	56 358

¹ Включають дані страхових компаній, недержавних пенсійних фондів, інститутів спільного інвестування (пайових та корпоративних інвестиційних фондів), кредитних спілок, інших кредитних установ, фінансових компаній, юридичних осіб, що надають послуги фінансового лізингу, ломбардів і допоміжних фінансових організацій. Розрахунки та оцінки Національного банку України.

² Розрахунок здійснюється відповідно до методології МВФ за формулою: $O = ЗКП - ЗПП - ПВ - ІЗОА$, де O – операції за період, $ЗКП$ – залишки коштів на кінець звітного періоду, $ЗПП$ – залишки коштів на початок звітного періоду, $ПВ$ – переоцінка вартості внаслідок змін цін та/або обмінних курсів, $ІЗОА$ – інші зміни в обсягах активів.

³ Починаючи з 2018 року включаються дані оновленої регуляторної звітності Нацкомфінпослуг щодо кредитів, наданих фінансовими компаніями, що мають діючі ліцензії з надання коштів в позику, в тому числі і на умовах фінансового кредиту.

Джерело: [451].

Внутрішній кредит в Україні за 2008–2018 рр.

Період	Внутрішній кредит ¹									
	усього	у тому числі								
		чисті вимоги до центральних органів державного управління ²			вимоги до інших резидентів ³					
		усього	у тому числі		усього	у тому числі		з них: за наданими кредитами, усього	у тому числі	
у національній валюті	в іноземній валюті		у національній валюті	в іноземній валюті		у національній валюті	в іноземній валюті			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
залишки коштів на кінець періоду, млн грн										
2008	778 432	23 786	21 632	2 154	754 646	320 443	434 203	734 377	300 421	433 956
2009	809 174	72 268	77 956	-5 687	736 905	368 181	368 724	719 163	351 223	367 940
2010	860 545	113 216	133 205	-19 989	747 330	408 578	338 752	725 814	388 329	337 484
2011	966 570	144 613	152 841	-8 228	821 958	497 985	323 973	795 442	472 063	323 379
2012	1 035 593	181 555	167 094	14 461	854 038	553 530	300 508	810 999	511 271	299 728
2013	1 205 843	241 255	205 437	35 819	964 587	654 568	310 019	906 148	598 142	308 006
2014	1 512 703	438 845	401 530	37 314	1 073 858	599 421	474 437	1 016 839	544 158	472 680
2015	1 506 408	463 609	460 369	3 239	1 042 799	494 303	548 496	978 913	431 111	547 802
2016	1 676 188	653 167	593 003	60 164	1 023 021	528 838	494 182	997 822	504 138	493 683
2017	1 749 556	715 199	665 570	49 628	1 034 357	587 726	446 631	1 015 905	569 874	446 031
2018	1 802 305	711 221	635 099	76 123	1 091 084	631 501	459 584	1 072 493	613 356	459 137

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
операції за період, млн грн										
2008	180 323	26 842	19 281	7 561	153 481	89 968	63 513	150 046	86 506	63 540
2009	19 647	50 510	57 551	-7 041	-30 863	48 865	-79 728	-29 430	50 803	-80 233
2010	50 061	37 241	52 293	-15 052	12 821	39 869	-27 048	9 548	37 106	-27 558
2011	107 089	32 931	20 798	12 133	74 158	89 234	-15 076	69 331	83 733	-14 403
2012	68 179	37 340	14 300	23 040	30 840	55 283	-24 444	14 585	39 208	-24 623
2013	167 504	59 043	37 698	21 345	108 462	100 126	8 336	94 001	86 871	7 130
2014	-3 465	158 272	191 279	-33 007	-161 737	-55 701	-106 036	-159 018	-53 983	-105 034
2015	-258 478	-4 117	47 644	-51 761	-254 361	-101 916	-152 445	-263 596	-113 063	-150 533
2016	64 072	148 628	95 398	53 230	-84 556	33 724	-118 280	-44 992	73 027	-118 020
2017	62 333	57 200	63 493	-6 293	5 133	58 620	-53 487	12 164	65 736	-53 572
2018	74 874	7 370	-19 217	26 587	67 503	44 668	22 835	67 334	44 356	22 978

¹ Внутрішній кредит – сукупність чистих вимог депозитних корпорацій до центральних органів державного управління та вимог до інших секторів економіки.

² Чисті вимоги до центральних органів державного управління – сальдо між вимогами та зобов'язаннями депозитних корпорацій по відношенню до центральних органів державного управління.

³ Вимоги до інших резидентів – сукупність вимог депозитних корпорацій за кредитами, вкладеннями в цінні папери тощо по відношенню до інших фінансових корпорацій, регіональних та місцевих органів державного управління, державних та інших нефінансових корпорацій, інших секторів економіки (домашніх господарств та некомерційних організацій, що обслуговують домашні господарства).

Джерело: [451].

Огляд фінансових корпорацій¹ в Україні за 2008–2018 рр.

Показники	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Чисті зовнішні активи	-30 198	2 860	104 891	100 832	88 035	50 527	-77 194	30 214	101 653	200 265	258 292
Вимоги до нерезидентів	306 459	305 409	384 963	372 242	340 491	285 278	266 131	628 783	728 249	700 913	750 183
Мінус: зобов'язання перед нерезидентами	336 657	302 549	280 071	271 410	252 456	234 751	343 325	598 569	626 596	500 648	491 891
Внутрішній кредит	900 508	947 513	1 016 462	1 134 556	1 234 213	1 392 194	1 721 169	1 694 106	1 877 441	1 955 759	2 041 294
Чисті вимоги до центральних органів державного управління	24 238	73 498	115 441	146 812	184 934	244 538	443 029	467 367	660 346	723 433	721 163
Вимоги до центральних органів державного управління	42 483	87 804	145 377	165 199	194 347	253 923	464 263	527 448	716 602	805 811	795 239
Мінус: зобов'язання перед центральними органами державного управління	18 245	14 306	29 937	18 387	9 413	9 385	21 233	60 081	56 256	82 377	74 076
Вимоги до інших резидентів	876 270	874 014	901 021	987 744	1 049 279	1 147 657	1 278 140	1 226 739	1 217 094	1 232 326	1 320 131
Вимоги до регіональних та місцевих органів державного управління	541	1 944	2 012	2 350	6 780	6 790	6 273	3 534	523	993	2 998
Вимоги до державних нефінансових корпорацій	37 855	44 830	50 145	61 424	65 141	64 483	78 049	96 540	88 122	89 370	88 407
Вимоги до інших нефінансових корпорацій	545 579	576 505	630 656	714 650	781 639	873 334	973 604	943 963	954 811	956 572	1 011 052
Вимоги до інших секторів економіки	292 296	250 736	218 208	209 319	195 719	203 050	220 214	182 702	173 637	185 391	217 674
Готівкові кошти в обігу поза фінансовими корпораціями	154 623	156 881	182 851	192 448	202 966	237 314	282 496	282 069	313 595	331 569	362 527
Депозити	344 639	315 168	396 628	468 400	548 143	643 795	643 585	683 347	762 873	848 702	883 198
Цінні папери, крім акцій	5 655	6 291	6 680	5 562	11 388	10 214	10 251	8 389	5 453	4 784	9 175
Кредити	–	–	–	–	–	2 034	825	1 501	904	1 156	351
Похідні фінансові інструменти	139	24	18	12	64	7	67	17	42	29	7
Страхові технічні резерви	8 647	8 584	9 470	12 232	14 309	14 946	16 339	18 872	21 622	23 699	27 661
Акцій та інші форми участі в капіталі	346 622	378 249	439 710	477 007	525 651	549 683	617 060	587 222	598 099	669 654	675 684
Інші статті (чисті)	9 984	85 175	85 994	79 725	19 727	-15 271	73 352	142 902	276 507	276 431	340 982

¹ Огляд фінансових корпорацій – аналітична форма подання даних фінансових корпорацій, які консолідуються в узагальнені категорії активів і пасивів. Огляд фінансових корпорацій складають на підставі даних балансових звітів за секторами економіки Національного банку України, депозитних корпорацій (крім Національного банку України) та інших фінансових корпорацій за методологією МВФ.

Джерело: [451].

Огляд депозитних корпорацій (крім Національного банку України)¹ за 2008–2018 рр.

Показники	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Чисті зовнішні активи	-44 199	-113 882	-226 116	-149 120	-105 680	-84 528	-45 543	-73 315	-106 752	-68 951	-52 190	-11 253	-3 737
Вимоги до нерезидентів	20 571	30 610	57 706	81 341	91 999	105 749	128 606	106 004	128 614	181 310	178 102	165 029	159 397
Готівкові кошти в іноземній валюті	4 064	6 630	7 406	7 780	9 089	9 373	10 200	11 753	6 047	8 410	9 537	15 670	10 857
Переказні депозити	11 963	14 862	31 253	43 584	56 555	65 917	82 785	56 848	84 320	121 376	115 983	89 256	77 121
Інші депозити	868	1 591	4 661	890	1 845	871	1 182	866	721	2 230	1 822	3 975	9 765
Цінні папери, крім акцій	4	50	412	372	422	186	186	74	453	216	–	31	873
Кредити	3 450	6 740	13 085	16 970	14 942	4 923	3 842	2 388	25 213	34 080	27 397	46 439	50 856
Акції та інші форми участі в капіталі	157	548	629	989	1 225	1 286	1 802	1 938	3 002	2 227	493	475	194
Страхові технічні резерви	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Похідні фінансові інструменти	–	–	35	12	0	1 050	1 095	1 069	186	63	1	33	72
Інша дебіторська заборгованість	65	188	226	10 742	7 920	22 143	27 513	31 067	8 672	12 708	22 869	9 150	9 659
Мінус: зобов'язання перед нерезидентами	64 770	144 491	283 822	230 461	197 679	190 276	174 150	179 319	235 366	250 261	230 292	176 282	163 134
Переказні депозити	3 363	6 176	5 482	4 745	7 086	10 398	7 095	10 813	14 950	21 120	43 277	15 429	11 377
Інші депозити	4 989	10 172	39 642	35 870	18 842	22 819	23 654	20 838	19 574	18 854	16 428	16 140	11 480
Цінні папери, крім акцій	1 146	4 722	2 540	499	50	57	6 358	8 004	2 055	9	7	5	5
Кредити	54 537	120 634	235 652	175 283	161 419	134 418	108 627	108 963	197 520	207 480	170 182	143 472	139 418
Страхові технічні резерви	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Похідні фінансові інструменти	–	–	33	14	–	17	2	4	3	36	6	47	11
Інша кредиторська заборгованість	735	2 786	473	14 051	10 282	22 567	28 412	30 698	1 264	2 763	393	1 188	843
Вимоги до Національного банку України	22 614	33 576	34 326	40 394	52 747	53 766	53 649	74 461	69 042	142 426	136 185	133 685	134 259
Готівкові кошти в національній валюті	7 150	11 352	12 779	13 506	17 103	16 900	19 541	24 094	21 864	25 565	26 667	28 998	36 490
Переказні депозити	14 886	18 981	18 627	23 172	24 389	29 172	31 131	43 947	27 478	27 090	40 548	37 475	35 654
Інші депозити	394	139	141	175	1 813	2 150	2 619	3 287	76	455	774	67 187	62 112
Цінні папери, крім акцій	180	3 097	2 754	3 421	9 442	5 527	334	3 126	19 604	89 280	68 162	–	–
Кредити	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Акції та інші форми участі в капіталі	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Похідні фінансові інструменти	–	–	–	–	–	–	–	–	–	27	–	–	–
Інша дебіторська заборгованість	5	8	25	120	0	17	25	7	21	10	33	25	2

¹ Огляд депозитних корпорацій (крім Національного банку України) – аналітична форма подання статистичних даних інших депозитних корпорацій (банків), які консолідуються в узагальнені категорії активів і пасивів. Огляд містить дані про зобов'язання інших депозитних корпорацій, які включають до грошових агрегатів. Огляд депозитних корпорацій (крім Національного банку України) складають на підставі даних балансового звіту за секторами економіки інших депозитних корпорацій (банків) за методологією МВФ.

Чисті вимоги до центральних органів державного управління	2 192	2 744	13 032	16 650	63 260	67 185	65 689	95 985	115 130	100 867	298 184	392 715	392 415
Вимоги до центральних органів державного управління	4 457	6 304	18 211	29 394	71 437	73 104	73 546	101 261	121 542	109 516	305 888	418 496	418 293
Цінні папери, крім акцій	4 198	5 800	16 926	20 224	57 496	60 128	61 164	88 091	104 574	86 350	247 875	352 173	410 828
Кредити	–	–	–	4 527	7 430	6 790	4 618	4 998	4 164	2 963	1 064	915	773
Акцій та інші форми участі в капіталі	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Похідні фінансові інструменти	–	–	5	0	5	10	428	312	1 366	10 098	45 688	56 202	–
Інша дебіторська заборгованість	259	504	1 280	4 643	6 506	6 176	7 336	7 860	11 439	10 106	11 261	9 206	6 692
Мінус: зобов'язання перед центральними органами державного управління	2 265	3 560	5 179	12 744	8 178	5 919	7 857	5 276	6 412	8 649	7 704	25 781	25 879
Переказні депозити	265	561	565	8 015	3 728	3 658	5 728	2 657	3 307	5 325	5 233	22 546	22 568
Інші депозити	0	40	51	125	197	76	60	104	250	41	43	45	59
Цінні папери, крім акцій	–	–	15	–	0	0	0	0	0	–	–	–	–
Кредити	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Страхові технічні резерви	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Похідні фінансові інструменти	–	–	–	0	6	13	11	15	7	–	–	–	0
Інша кредиторська заборгованість	2 000	2 959	4 549	4 604	4 247	2 172	2 058	2 499	2 848	3 283	2 428	3 190	3 251
Вимоги до інших резидентів	255 038	443 210	753 945	734 993	745 508	819 958	848 839	956 687	1 068 260	1 040 176	1 020 718	1 033 095	1 090 741
Вимоги до інших фінансових корпорацій	4 352	10 091	15 800	18 131	18 228	21 150	21 406	25 571	34 692	19 227	14 292	14 276	12 030
Переказні депозити	–	–	–	–	–	–	–	–	–	1	2	–	–
Інші депозити	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Цінні папери, крім акцій	524	1 513	2 699	2 270	2 276	1 579	1 859	3 062	5 564	2 502	1 858	2 697	2 210
Кредити	2 689	5 932	9 789	14 014	13 430	16 441	16 229	19 317	25 576	15 564	11 583	10 936	9 222
Акцій та інші форми участі в капіталі	1 022	2 434	2 906	1 586	2 250	2 647	2 717	2 213	1 404	651	537	334	254
Страхові технічні резерви	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Похідні фінансові інструменти	–	–	196	0	15	22	3	147	1 389	171	1	3	4
Інша дебіторська заборгованість	116	212	210	261	257	461	598	832	760	337	311	305	340
Вимоги до регіональних та місцевих органів державного управління	363	467	490	1 906	1 979	2 322	6 763	6 776	6 269	3 533	522	992	2 997
Цінні папери, крім акцій	358	452	476	673	589	574	5 573	5 860	5 342	2 942	7	–	733
Кредити	4	4	12	1 229	1 388	1 742	1 185	910	762	401	366	607	2 102
Акцій та інші форми участі в капіталі	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Похідні фінансові інструменти	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Інша дебіторська заборгованість	0	11	2	4	2	5	5	7	164	190	149	385	162
Вимоги до державних нефінансових корпорацій	9 106	13 604	37 694	44 660	49 975	61 253	64 922	64 403	77 991	82 265	85 183	89 304	88 310
Цінні папери, крім акцій	278	248	278	2 035	3 869	3 691	7 155	13 861	13 862	9 551	8 340	1 327	1 178
Кредити	8 798	13 326	37 382	42 587	46 042	57 452	57 690	50 472	64 081	71 733	76 733	87 594	86 724
Акцій та інші форми участі в капіталі	7	10	4	7	11	6	4	3	0	0	38	75	34
Похідні фінансові інструменти	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Інша дебіторська заборгованість	24	19	30	30	53	105	73	67	47	982	72	307	375
Вимоги до інших нефінансових корпорацій	158 956	258 166	418 642	428 062	464 540	532 726	566 924	663 229	735 797	759 305	755 638	752 733	784 384
Цінні папери, крім акцій	4 180	7 178	7 755	4 883	4 695	9 954	13 103	16 859	13 689	8 227	6 281	3 775	3 456
Кредити	151 705	247 150	406 283	419 627	454 919	518 093	547 735	641 431	714 760	716 063	745 381	742 338	773 016
Акцій та інші форми участі в капіталі	2 681	3 205	2 601	2 047	1 945	2 037	2 416	2 926	2 503	938	820	112	100
Похідні фінансові інструменти	–	–	176	17	427	477	445	570	382	1 444	11	7	176
Інша дебіторська заборгованість	390	633	1 827	1 487	2 554	2 166	3 225	1 444	4 463	32 634	3 145	6 501	7 635
Вимоги до інших секторів економіки	82 262	160 882	281 319	242 235	210 786	202 508	188 825	196 707	213 511	175 845	165 083	175 789	203 021
Цінні папери, крім акцій	10	8	–	0	0	–	–	–	–	–	–	–	–
Кредити	82 034	160 455	280 556	241 311	209 615	201 291	187 685	193 654	211 325	174 904	163 555	174 268	201 293
Похідні фінансові інструменти	–	–	–	–	–	–	–	–	–	1	1	2	–
Інша дебіторська заборгованість	217	419	763	923	1 171	1 217	1 139	3 053	2 187	941	1 527	1 520	1 728

Зобов'язання перед Національним банком України	1 441	1 738	60 986	86 369	72 783	73 700	77 989	78 930	110 243	65 199	37 119	28 152	23 316
Переказні депозити	–	–	–	3	0	1	4	3	2	2	1	2	–
Інші депозити	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Цінні папери, крім акцій	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Кредити	1 439	1 737	60 985	86 366	72 782	73 681	77 961	78 923	110 229	65 193	37 094	28 141	23 218
Похідні фінансові інструменти	–	–	–	–	–	–	–	–	4	–	–	–	–
Інша кредиторська заборгованість	2	1	1	0	0	18	24	4	8	5	24	8	97
Переказні депозити, що включаються в грошовий агрегат МЗ	61 136	90 364	104 807	116 786	147 136	169 019	175 485	196 984	239 166	290 944	346 363	425 142	456 976
Інші фінансові корпорації	2 750	4 294	4 147	4 888	6 171	5 737	5 407	7 049	10 445	7 584	8 501	10 980	10 468
Регіональні та місцеві органи державного управління	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Державні нефінансові корпорації	3 480	4 215	7 142	8 078	10 509	11 027	20 434	19 536	29 155	50 189	65 223	71 621	52 341
Інші нефінансові корпорації	28 340	40 896	52 168	45 620	62 935	79 826	70 905	80 660	96 464	117 183	139 142	163 303	180 845
Інші сектори економіки	26 567	40 959	41 350	58 200	67 520	72 429	78 738	89 739	103 102	115 987	133 498	179 238	213 321
Інші депозити, що включаються в грошовий агрегат МЗ	123 098	189 374	252 397	209 581	265 382	318 843	390 928	470 040	432 164	419 782	441 271	450 788	452 969
Інші фінансові корпорації	5 991	11 048	15 158	10 734	12 851	16 062	15 445	19 126	19 490	21 437	17 710	17 559	17 766
Регіональні та місцеві органи державного управління	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Державні нефінансові корпорації	3 496	5 060	5 139	4 242	3 443	6 937	6 795	6 902	7 770	17 040	25 696	22 451	16 426
Інші нефінансові корпорації	30 298	45 412	53 739	36 857	39 217	55 329	75 185	88 062	85 336	81 035	80 499	86 383	92 892
Інші сектори економіки	83 312	127 854	178 361	157 749	209 870	240 514	293 503	355 951	319 567	300 270	317 366	324 394	325 886
Цінні папери, крім акцій, що включаються в грошовий агрегат	1 650	4 884	3 200	2 526	1 031	3 714	2 072	2 758	1 379	250	309	302	3 864
Інші фінансові корпорації	341	867	366	264	194	2 347	1 300	936	129	80	51	55	140
Регіональні та місцеві органи державного управління	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Державні нефінансові корпорації	3	1	4	–	0	–	–	0	–	–	–	–	–
Інші нефінансові корпорації	915	3 272	1 888	1 848	571	725	78	11	2	2	71	53	43
Інші сектори економіки	391	744	943	414	266	642	695	1 812	1 249	168	188	193	3 680
Депозити, що не включаються в грошовий агрегат МЗ	1 417	3 536	1 921	446	208	160	141	189	206	635	565	323	395
Переказні депозити	1 417	3 536	1 921	423	173	135	101	150	194	474	539	285	372
Інші депозити	–	0	0	23	35	24	40	39	12	161	26	39	23
Цінні папери, крім акцій, що не включаються в грошовий агрегат	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Кредити	259	1 038	1 468	1 310	1 053	1 738	2 021	1 494	2 159	3 282	4 859	6 571	6 314
Похідні фінансові інструменти	–	–	290	24	18	13	67	13	73	25	72	36	11
Страхові технічні резерви	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Акцій та інші форми участі в капіталі	47 325	77 431	135 846	145 925	173 970	190 273	202 399	232 103	213 554	162 090	161 246	188 173	179 363
Інші статті (чисті)	–680	–2 716	14 272	79 949	94 254	98 922	71 533	71 308	146 737	272 310	411 093	448 756	490 472

Джерело: [451].

Огляд інших фінансових корпорацій¹ в Україні за 2008–2018 рр.

Показники	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Чисті зовнішні активи	2 195	3 528	5 982	2 903	-9 971	-12 323	-25 158	-15 559	-27 593	-28 956	-18 231
Вимоги до нерезидентів	2 227	8 675	11 592	7 178	12 470	11 948	17 111	20 634	9 574	5 909	12 971
Мінус: зобов'язання перед нерезидентами	32	5 147	5 610	4 276	22 441	24 271	42 268	36 193	37 166	34 865	31 201
Вимоги до депозитних корпорацій	22 036	18 562	21 471	27 108	25 418	29 874	33 687	34 072	32 634	36 855	37 059
Готівкові кошти в національній валюті	136	149	138	217	279	463	451	603	797	977	1 101
Переказні депозити	4 147	5 637	6 726	6 131	5 838	7 180	10 626	7 938	8 859	11 056	10 659
Інші депозити	15 158	10 734	12 851	16 062	15 445	19 126	19 490	21 437	17 710	17 559	17 766
Цінні папери, крім акцій	366	264	194	2 347	1 300	936	129	80	51	55	140
Кредити	1 468	1 310	1 053	1 738	2 021	1 494	2 159	3 282	4 859	6 571	6 314
Акції та інші форми участі в капіталі	269	255	272	306	235	311	179	168	145	158	168
Похідні фінансові інструменти	151	0	0	1	3	6	6	8	30	7	3
Інша дебіторська заборгованість	340	214	236	306	298	358	646	554	184	472	907
Чисті вимоги до центральних органів державного управління	452	1 230	2 225	2 199	3 380	3 282	4 185	3 759	7 179	8 234	9 942
Вимоги до центральних органів державного управління	598	1 399	2 414	2 445	3 636	3 531	4 609	4 289	7 552	8 823	10 636
Цінні папери, крім акцій	462	1 180	2 155	1 778	3 095	2 762	4 099	3 571	6 897	8 129	9 923
Інша дебіторська заборгованість	135	219	259	666	541	769	511	718	655	694	713
Мінус: зобов'язання перед центральними органами державного управління	145	169	189	245	256	249	425	530	372	589	694
Інша кредиторська заборгованість	145	169	189	245	256	249	425	530	372	589	694

¹ Огляд інших фінансових корпорацій – аналітична форма подання даних інших фінансових корпорацій (крім банків), які консолідуються в узагальненні за категорією активів і пасивів. Огляд складають на підставі даних балансового звіту за секторами економіки інших фінансових корпорацій за методологією МВФ.

Вимоги до інших резидентів	137 531	156 573	173 227	188 445	221 197	215 979	244 096	205 495	210 415	213 261	241 155
Вимоги до регіональних та місцевих органів державного управління	51	37	32	28	16	12	1	1	1	0	0
Цінні папери, крім акцій	51	37	32	28	16	12	1	1	1	0	0
Вимоги до державних нефінансових корпорацій	–	–	–	–	–	–	–	14 270	2 924	54	72
Вимоги до інших нефінансових корпорацій	126 666	148 233	166 005	181 841	214 576	209 970	237 710	184 585	199 107	203 734	226 531
Цінні папери, крім акцій	49 746	57 948	60 130	60 044	76 073	73 679	73 139	55 657	53 260	43 221	37 108
Кредити ²	8 840	8 530	9 958	13 252	12 028	14 003	18 640	17 219	21 772	26 435	44 320
Акції та інші форми участі в капіталі	46 050	48 560	58 125	66 711	79 988	81 109	100 044	83 771	97 221	107 403	116 657
Похідні фінансові інструменти	4	5	7	5	5	110	78	53	242	859	1 469
Інша дебіторська заборгованість	22 026	33 191	37 784	41 829	46 482	41 069	45 810	27 885	26 612	25 816	26 976
Вимоги до інших секторів економіки	10 814	8 303	7 190	6 576	6 606	5 997	6 385	6 640	8 384	9 472	14 552
Цінні папери, крім акцій	40	76	86	98	45	22	346	522	56	35	55
Кредити ²	10 774	8 227	7 103	6 478	6 560	5 974	6 039	6 118	8 328	9 437	14 497
Депозити	4 255	3 349	2 146	1 298	1 404	1 452	1 091	950	880	982	1 085
Цінні папери, крім акцій	5 520	7 499	9 327	7 175	16 921	18 725	19 617	12 987	9 065	8 190	7 662
Кредити	9 789	14 014	13 430	16 441	16 229	21 351	26 401	17 065	12 487	12 092	9 573
Похідні фінансові інструменти	196	0	15	22	3	147	1 389	171	1	3	4
Депозитні корпорації	196	0	15	22	3	147	1 389	171	1	3	4
Страхові технічні резерви	8 647	8 584	9 470	12 232	14 309	14 946	16 339	18 872	21 622	23 699	27 661
Чиста вартість коштів домашніх господарств у резервах із страхування життя	1 609	1 789	2 185	2 664	3 223	3 846	5 306	6 889	7 828	8 390	9 335
Чиста вартість коштів домашніх господарств у пенсійних фондах	609	855	1 141	1 385	1 658	2 086	2 464	1 967	2 126	2 460	2 738
Попередні внески страхових премій та резерви для покриття неврегульованих претензій	6 429	5 941	6 145	8 183	9 429	9 014	8 569	10 016	11 668	12 849	15 588
Акції та інші форми участі в капіталі	112 871	127 319	161 737	187 897	226 325	249 459	261 000	264 125	242 288	272 984	293 334
Інші статті (чисті)	20 937	19 127	6 780	-4 410	-35 166	-69 269	-69 027	-86 403	-63 706	-88 556	-69 395

² Починаючи з 2018 року включаються дані оновленої регуляторної звітності Нацкомфінпослуг щодо кредитів, наданих фінансовими компаніями, що мають діючі ліцензії з надання коштів в позику, в тому числі і на умовах фінансового кредиту.

Джерело: [451].

Динаміка платіжного балансу України за 1994-2000 рр. за методологією п'ятого видання "Керівництва з платіжного балансу" (стандартна форма подання),

млн дол. США

Статті платіжного балансу	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
<u>РАХУНОК ПОТОЧНИХ ОПЕРАЦІЙ</u>	-1 163	-1 152	-1 185	-1 335	-1 296	1 658	1 481
БАЛАНС ТОВАРІВ ТА ПОСЛУГ	-1 366	-1 190	-1 122	-1 536	-1 207	1 821	1 575
ДОХОДИ	-344	-434	-572	-644	-871	-869	-942
кредит	56	247	103	158	122	98	143
дебет	-400	-681	-675	-802	-993	-967	-1 085
Оплата праці	0	0	5	8	9	15	31
кредит	0	0	6	12	12	18	33
дебет	0	0	-1	-4	-3	-3	-2
Доходи від інвестицій	0	0	-577	-652	-880	-884	-973
кредит	0	0	97	146	110	80	110
дебет	0	0	-674	-798	-990	-964	-1 083
Доходи від прямих інвестицій	0	0	-32	-44	-65	-66	-43
кредит	0	0	1	1	0	3	0
дебет	0	0	-33	-45	-65	-69	-43
Доходи від портфельних інвестицій	0	0	-31	-124	-331	-280	-458
кредит	0	0	3	18	1	0	3
дебет	0	0	-34	-142	-332	-280	-461
Доходи від інших інвестицій	0	0	-514	-484	-484	-538	-472
кредит	0	0	93	127	109	77	107
дебет	0	0	-607	-611	-593	-615	-579
ПОТОЧНІ ТРАНСФЕРТИ	547	472	509	845	782	706	848
Грошові перекази тих, хто працює за кордоном	-	-	-	-	-	-	61
кредит	-	-	-	-	-	-	64
дебет	-	-	-	-	-	-	-3
<u>РАХУНОК ОПЕРАЦІЙ З КАПІТАЛОМ ТА ФІНАНСОВИХ ОПЕРАЦІЙ</u>	735	878	946	2 120	2 181	-726	-1 426

Продовження таблиці 35.1

РАХУНОК ОПЕРАЦІЙ З КАПИТАЛОМ	97	6	5	0	-3	-10	-8
ФІНАНСОВИЙ РАХУНОК	638	872	941	2 120	2 184	-716	-1 418
ПРЯМІ ІНВЕСТИЦІЇ	151	257	526	581	747	489	594
За кордоном	-8	-10	5	-42	4	-7	-1
В Україні ^{1/}	159	267	521	623	743	496	595
ПОРТФЕЛЬНІ ІНВЕСТИЦІЇ	0	4	198	1603	47	-86	138
<i>Активи</i>	0	-12	-1	-2	-2	-11	-4
<i>Пасиви</i>	0	16	199	1605	49	-75	142
Цінні папери, що дають право на участь в капіталі	0	0	46	248	227	129	146
Банки	0	0	0	0	0	0	0
Інші сектори	0	0	46	248	227	129	146
Боргові цінні папери	0	0	153	1357	-178	-204	-4
Облігації та інші довготермінові боргові цінні папери	0	0	153	1357	-178	-204	-4
Органи грошово-кредитного регулювання	0	0	0	0	0	0	0
Сектор державного управління	0	0	145	1 357	-178	-204	-4
Банки	0	0	0	0	0	0	0
Інші сектори	0	0	8	0	0	0	0
Інструменти грошового ринку	0	0	0	0	0	0	0
ІНШІ ІНВЕСТИЦІЇ	1 033	1 099	1 090	319	66	-836	-1 752
<i>Активи</i>	-3 026	-1 574	-821	-1583	-1 246	-2 286	-883
<i>Торгові кредити ^{1/}</i>	-465	-202	-415	154	-	-	-
Сектор державного управління	0	0	0	0	-	-	-
Інші сектори	-465	-202	-415	154	-	-	-
Довготермінові	0	0	0	0	-	-	-
Короткотермінові	-465	-202	-415	154	-	-	-
<i>Позики</i>	0	12	-159	-319	-12	158	12
Органи грошово-кредитного регулювання	0	0	0	0	0	0	0
Сектор державного управління	0	0	0	0	0	0	0
Банки	0	12	-159	-319	-12	158	12
Довготермінові	0	0	0	0	0	134	3

Продовження таблиці 35.1

Короткотермінові	0	12	-159	-319	-12	24	9
Інші сектори	0	0	0	0	0	0	0
<i>Валюта та депозити</i>	-779	-340	251	-708	-1 022	468	-1 546
Органи грошово-кредитного регулювання	0	0	0	0	0	0	-15
Сектор державного управління	0	0	0	0	0	0	0
Банки	0	0	242	-217	-34	-107	-76
Інші сектори	0	0	9	-491	-988	-1361	-1455
<i>Інші активи</i>	-1 782	-1 044	-498	-710	-212	-976	651
<i>Пасиви</i>	4 059	2 673	1 911	1 902	1 312	1 450	-869
<i>Торгові кредити</i> ¹⁷	2 804	614	131	865	-	-	-
Сектор державного управління	0	0	0	0	-	-	-
Інші сектори	2 804	614	131	865	-	-	-
Довготермінові	0	0	0	0	-	-	-
Короткотермінові	2 804	614	131	865	-	-	-
<i>Позики</i>	21	3 726	1 333	985	-43	75	-1 673
Органи грошово-кредитного регулювання	361	1 215	776	285	275	78	-604
Кредитита позики від МВФ	361	1 215	776	285	275	78	-604
Отримані	0	1 215	776	285	381	635	245
Погашені	0	0	0	0	-106	-557	-849
Інші довготермінові	0	0	0	0	0	0	0
Короткотермінові	0	0	0	0	0	0	0
Сектор державного управління	-374	2 259	261	481	-338	118	-1 356
Кредитита позики від МВФ	0	0	0	0	0	0	0
Інші довготермінові	-374	2 259	261	481	-338	118	-1 356
Отримані	1 131	3 276	969	1350	780	547	179
Погашені	-1 505	-1 017	-708	-869	-1118	-429	-1 535
Короткотермінові	0	0	0	0	0	0	0
Банки	0	220	193	-40	-173	-11	18
Довготермінові	0	0	0	0	0	0	0
Короткотермінові	0	220	193	-40	-173	-11	18
Інші сектори	34	32	103	259	193	-110	269
Довготермінові	34	32	103	259	193	-191	270
Отримані	94	70	206	315	630	623	915
Погашені	-60	-38	-103	-56	-437	-814	-645

Закінчення таблиці 35.1

Короткотермінові	0	0	0	0	0	81	-1
<i>Валюта та депозити</i>	577	504	372	-11	-91	-5	95
Органи грошово-кредитного регулювання	0	0	0	0	0	0	0
Сектор державного управління	0	0	0	0	0	0	0
Банки	577	504	372	-11	-91	-5	95
Інші сектори	0	0	0	0	0	0	0
<i>Інші зобов'язання</i>	657	-2 171	75	63	1 446	1 380	709
Органи грошово-кредитного регулювання	0	0	0	0	0	0	0
Сектор державного управління	658	-2 169	-17	57	-97	41	330
Довготермінові	0	0	0	0	0	0	0
Короткотермінові	658	-2169	-17	57	-97	41	330
Банки	0	0	0	0	0	0	0
Інші сектори	-1	-2	92	6	1 543	1 339	379
Довготермінові	0	0	0	0	0	0	0
Короткотермінові	-1	-2	92	6	1 543	1 339	379
РЕЗЕРВНІ АКТИВИ	-546	-488	-873	-383	1 324	-283	-398
Монетарне золото	-7	0	-183	18	4	-15	-87
Спеціальні права запозичення	-180	17	94	-5	-108	112	-184
Резервна позиція в МВФ	0	0	0	0	0	0	0
Іноземна валюта	-359	-505	-784	-396	1 428	-380	-127
Валюта та депозити	-359	-446	-733	-525	1 428	-380	-127
Цінні папери	0	-59	-51	129	-	-	-
Помилки та упушення	428	274	239	-785	-885	-932	-55
БАЛАНС	0	0	0	0	0	0	0

¹ З огляду на уточнення методики розрахунку статті “Прямі інвестиції” за рекомендаціями місії МВФ з питань статистики зовнішнього сектора обсяги кредиторської та дебіторської заборгованості підприємств з прямими інвестиціями щодо прямих інвесторів-нерезидентів перенесено зі статті “Торгові кредити (активи, пасиви)” до статті “Прямі інвестиції в Україну, інший капітал” з 2012 р.

Джерело: [448].

**Динаміка платіжного балансу України за 2000-2009 рр.: аналітична форма представлення
(відповідно до КПБ 6), млн дол. США**

Статті платіжного балансу	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
А. Рахунок поточних операцій	1 342	1 324	3 180	2 901	6 911	2 534	-1 619	-5 251	-12 781	-1 736
Баланс товарів та послуг	1 436	535	1 864	1 298	4 980	674	-3 070	-8 131	-14 368	-1 957
Баланс первинних доходів	-942	-667	-606	-581	-645	-985	-1 722	--659	-1 540	-2 440
Надходження	143	167	163	254	389	758	1 332	3 656	5 419	4 624
Виплати	1 085	834	769	835	1 034	1 743	3 054	4 315	6 959	7 064
Оплата праці (баланс)	31	56	70	141	212	349	531	2 199	3 611	3 411
Надходження	33	56	74	145	218	359	540	2 210	3 629	3 426
Виплати	2	0	4	4	6	10	9	11	18	15
Доходи від інвестицій (баланс)	-973	-723	-676	-722	-857	-1 334	-2 253	-2 858	-5 151	-5 851
Надходження	110	111	89	109	171	399	792	1 446	1 790	1 198
Виплати	1 083	834	765	831	1 028	1 733	3 045	4 304	6 941	7 049
у тому числі реінвестовані доходи	0	0	2	12	6	4	35	17	172	22
Баланс вторинних доходів	848	1 456	1 922	2 184	2 576	2 845	3 173	3 539	3 127	2 661
Надходження	967	1 516	1 967	2 270	2 671	3 111	3 533	4 147	4 165	3 460
Виплати	119	60	45	86	95	266	360	608	1 038	799
<u>В. Рахунок операцій з капіталом</u>	0	11	26	11	21	-43	22	25	28	599
<i>Чисте кредитування (+)/ чисте запозичення (-) (=A+B)</i>	<i>1 342</i>	<i>1 335</i>	<i>3 206</i>	<i>2 912</i>	<i>6 932</i>	<i>2 491</i>	<i>-1 597</i>	<i>-5 226</i>	<i>-12 753</i>	<i>-1 137</i>
<u>С. Фінансовий рахунок</u>	340	-350	1 970	652	4 393	-8 230	-4 005	647	-9 690	12 589

730

Таблиця 35.2

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Прямі інвестиції (сальдо)	-594	-769	-698	-1 411	-1 711	-7 533	-5 737	-9 218	-9 903	-4 654
Прямі інвестиції: активи	1	23	-5	13	4	275	-133	975	797	115
Прямі інвестиції: пасиви	595	792	693	1 424	1 715	7 808	5 604	10 193	10 700	4 769
у тому числі										
реінвестування доходів	0	0	2	12	6	4	35	17	172	22
кредити прямого інвестора в Україну	0	13	20	145	219	315	1 065	1 812	1 088	313
Портфельні інвестиції (сальдо)	-138	45	-337	-867	-2 067	-2 757	-3 583	-5 753	1 280	1 533
Портфельні інвестиції: активи	4	-1	-2	-1	6	0	3	29	-12	8
Портфельні інвестиції: пасиви	142	-46	335	866	2 073	2 757	3 586	5 782	-1 292	-1 525
Акціонерний капітал	146	87	95	84	-61	82	322	715	388	105
Боргові цінні папери	-4	-133	240	782	2 134	2 675	3 264	5 067	-1 680	-1 630
Центральний банк	0	0	-8	-4	-5	0	0	0	0	0
Сектор державного управління	-4	-133	128	610	1 211	1 320	761	1 330	-476	-1 341
Банки	0	0	0	100	253	885	1 927	3 619	-723	-1 233
Інші сектори	0	0	120	76	675	470	576	118	-481	944
Інші інвестиції (сальдо)	1 148	282	2 108	2 070	8 299	2 164	5 391	-156	-541	16 053
Інші інвестиції: активи	883	1 905	2 840	2 860	12 495	7 913	15 580	22 838	22 884	10 822
Центральний банк	15	-1	23	30	266	-267	111	-52	-9	29
Сектор державного управління	-1 002	0	0	0	0	0	0	0	0	0

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Банки	64	-137	86	455	907	601	1 098	2 439	1 835	748
Інші сектори	1 806	2 043	2 731	2 375	11 322	7 579	14 371	20 451	21 058	10 045
у тому числі										
готівкова валюта поза банками	1 356	633	665	50	3 321	3 170	8 507	13 518	12 897	9 713
торгові кредити	351	1 342	2 045	2 192	7 791	3 783	5 797	6 842	8 163	421
Інші інвестиції: пасиви	-265	1 623	732	790	4 196	5 749	10 189	22 994	23 425	-5 231
Центральний банк	0	0	-4	16	7	-18	-16	-20	-15	-9
Сектор державного управління	-1 026	165	-386	-304	79	-1	-404	-271	484	234
Банки	141	162	193	779	579	2 663	5 717	13 025	9 772	-7 535
Інші сектори	620	1 296	929	299	3 531	3 105	4 892	10 260	13 184	2 079
Довготермінові кредити	259	450	323	666	2 768	2 805	3 982	6 706	6 539	415
Короткотермінові кредити	-1	82	346	182	241	393	218	370	528	-102
Торгові кредити	362	764	260	-549	522	-93	692	3 184	6 117	1 766
Помилки та упушення	76	-92	-897	-860	128	104	76	-480	526	343
<u>Д. Зведений баланс (= А + В - С = Е)</u>	1 002	1 685	1 236	2 260	2 539	10 721	2 408	9 421	-3 063	-13 726
<u>Е. Резерви та пов'язані статті (= Е.1 - Е.2 - Е.3 = Д)</u>	1 002	1 685	1 236	2 260	2 539	10 721	2 408	9 421	-3 063	-13 726
Е.1.Резервні активи	398	1 606	1 045	2 045	2 226	10 425	1 999	8 980	1 080	-5 654
Е.2.Кредити МВФ	-604	-79	-191	-215	-313	-296	-409	-441	4 143	6 026
Е.3.Розподіл СПЗ	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2 046

Примітки:

1. Дані платіжного балансу за 2018 р. скориговано з огляду на уточнення звітної інформації.
2. Дані з 2014 р. наведено без урахування тимчасово окупованої території АР Крим, м. Севастополь і тимчасово окупованих територій у Донецькій та Луганській областях.

Джерело: [448].

Динаміка платіжного балансу України за 2010-2018 рр.:
аналітична форма представлення (відповідно до КПБ 6), млн дол. США

Статті платіжного балансу	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
А. Рахунок поточних операцій	-3 016	-10 233	-14 335	-16 518	-4 596	1 616	-1 340	-2 442	-4 367
Баланс товарів та послуг	-3 982	-10 145	-14 346	-15 634	-4 606	-2 362	-6 453	-8 644	-11 367
Баланс первинних доходів	-2 009	-3 796	-2 965	-3 033	-1 531	375	1 477	2 579	3 348
Надходження	4 715	5 485	7 082	7 767	5 503	5 786	6 889	9 329	11 860
Виплати	6 724	9 281	10 047	10 800	7 034	5 411	5 412	6 750	8 512
Оплата праці (баланс)	4 034	4 808	5 520	6 757	5 154	5 595	6 694	9 110	11 478
Надходження	4 046	4 825	5 542	6 782	5 183	5 631	6 731	9 137	11 494
Виплати	12	17	22	25	29	36	37	27	16
Доходи від інвестицій (баланс)	-6 043	-8 604	-8 485	-9 790	-6 685	-5 220	-5 217	-6 531	-8 130
Надходження	669	660	1 540	985	320	155	158	192	366
Виплати	6 712	9 264	10 025	10 775	7 005	5 375	5 375	6 723	8 496
у тому числі реінвестовані доходи	-	-	-	-	-	-	-	399	497
Баланс вторинних доходів	2 975	3 708	2 976	2 149	1 541	3 603	3 636	3 623	3 652
Надходження	4 042	4 751	4 219	4 129	3 424	4 573	4 627	4 811	4 947
Виплати	1 067	1 043	1 243	1 980	1 883	970	991	1 188	1 295
В. Рахунок операцій з капіталом	188	101	40	-60	400	456	92	-4	37
<i>Чисте кредитування (+)/ чисте запозичення (-) (=A+B)</i>	<i>-2 828</i>	<i>-10 132</i>	<i>-14 295</i>	<i>-16 578</i>	<i>-4 196</i>	<i>2 072</i>	<i>-1 248</i>	<i>-2 446</i>	<i>-4 330</i>
С. Фінансовий рахунок	-7 859	-7 677	-10 120	-18 601	9 111	1 223	-2 594	-5 012	-7 207
Прямі інвестиції (сальдо)	-5 759	-7 015	-7 195	-4 079	-299	-3 012	-3 268	-2 593	-2 360

Прямі інвестиції: активи	692	192	980	430	548	38	173	234	116
Прямі інвестиції: пасиви	6 451	7 207	8 175	4 509	847	3 050	3 441	2 827	2 476
у тому числі									0
реінвестування доходів	-	-	-	-	-	-	-	399	497
кредити прямого інвестора в Україну	901	1 086	1 927	841	135	-953	-109	893	507
Портфельні інвестиції (сальдо)	-4 342	-1 569	-4 689	-8 787	2 700	-367	-293	-1 800	-2 080
Портфельні інвестиції: активи	17	48	72	-5	-1	3	-77	3	33
Портфельні інвестиції: пасиви	4 359	1 617	4 761	8 782	-2 701	370	216	1 803	2 113
Акціонерний капітал	290	519	516	1 180	-391	177	69	110	-9
Боргові цінні папери	4 069	1 098	4 245	7 602	-2 310	193	147	1 693	2 122
Центральний банк	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Сектор державного управління	3 254	1 040	3 424	4 786	19	949	256	1 496	2 017
Банки	-150	-1 026	-346	1 779	-717	-613	-88	-100	92
Інші сектори	965	1 084	1 167	1 037	-1 612	-143	-21	297	13
Інші інвестиції (сальдо)	3 593	1 878	3 157	-6 375	7 243	4 263	392	-137	-1 061
Інші інвестиції: активи	10 748	9 883	9 225	-1 720	1 515	565	-2 762	629	1 996
Центральний банк	202	-12	-284	-149	-361	-52	-15	-11	-19
Сектор державного управління	0	0	0	0	0	0	0	24	24
Банки	1 869	-139	1 781	-3 276	-3 006	384	-700	-753	-329
Інші сектори	8 677	10 034	7 728	1 705	4 882	233	-2 047	1 369	2 320
у тому числі									0

ГОТІВКОВА ВАЛЮТА поза банками	5 600	11 408	7 961	2 691	3 452	-168	-2 722	393	2 421
торгові кредити	2 732	-1 651	-755	-530	744	609	428	1 038	-108
Інші інвестиції: пасиви	7 155	8 005	6 068	4 655	-5 728	-3 698	-3 154	766	3 057
Центральний банк	-4	3	7	-12	0	1 320	-1 303	100	0
Сектор державного управління	1 865	77	-994	-33	3 274	2 295	252	530	922
Банки	-2 396	-2 108	-3 295	-1 032	-2 102	-4 304	-2 628	-1 522	-454
Інші сектори	7 690	10 033	10 350	5 732	-6 900	-3 009	525	1 658	2 589
Довготермінові кредити	4 136	4 925	8 047	1 264	-596	-1 198	-348	-548	1 127
Короткотермінові кредити	467	1 027	-299	570	342	-84	273	607	358
Торгові кредити	3 087	4 081	2 602	3 898	-6 646	-1 727	600	1 599	1 104
Помилки та упущення	1 351	971	1 393	-640	533	-339	-575	482	1 706
<u>D. Зведений баланс (= A + B -C=E)</u>	5 031	-2 455	-4 175	2 023	-13 307	849	1 346	2 566	2 877
<u>E. Резерви та пов'язані статті (= E.1 -E.2 -E.3 = D)</u>	5 031	-2 455	-4 175	2 023	-13 307	849	1 346	2 566	2 877
E.1.Резервні активи	8 460	-2 455	-7 594	-3 552	-12 404	6 016	2 348	2 673	2 161
E.2.Кредити МВФ	3 429	0	-3 419	-5 575	903	5 167	1 002	107	-716
E.3.Розподіл СПЗ	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Примітки:

1. Дані платіжного балансу за 2018 р. скориговано з огляду на уточнення звітної інформації.
2. Дані з 2014 р. наведено без урахування тимчасово окупованої території АР Крим, м. Севастополь і тимчасово окупованих територій у Донецькій та Луганській областях.

Джерело: [448].

**Динаміка міжнародної інвестиційної позиції України за 2001-2010 рр.
(зміни внаслідок операцій резидентів з нерезидентами)**

Показники	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ЧИСТА МІЖНАРОДНА ІНВЕСТИЦІЙНА ПОЗИЦІЯ	1 243	2 309	2 052	7 060	2 595	-1 521	-5 706	-12 227	-794	-1 477
АКТИВИ	3 533	3 878	4 917	14 731	18 613	17 449	32 822	24 749	5 291	19 917
Прямі інвестиції	23	-5	13	4	275	-133	975	797	115	692
Інструменти участі в капіталі	6	-5	13	4	27	-8	975	797	115	692
Інвестиції прямого інвестора в підприємства прямого інвестування	6	-5	13	4	27	-8	975	797	115	692
Боргові інструменти	17	0	0	0	248	-125	0	0	0	0
Інвестиції прямого інвестора в підприємства прямого інвестування	17	0	0	0	224	-125	0	0	0	0
Інвестиції підприємств прямого інвестування в прямого інвестора – зворотне інвестування (у тому числі торгові кредити)	0	0	0	0	24	0	0	0	0	0
Портфельні інвестиції	-1	-2	-1	6	0	3	29	-12	8	17
Інструменти участі в капіталі	1	-1	4	6	-4	2	21	-10	11	0
Сектор загального державного управління	0	0	4	3	0	0	0	0	0	0

Депозитні корпорації (крім центрального банку)	1	-1	0	1	-1	0	0	-10	11	1
Інші сектори	0	0	0	2	-3	2	21	0	0	-1
Боргові цінні папери	-2	-1	-5	0	4	1	8	-2	-3	17
Депозитні корпорації (крім центрального банку)	-3	0	-5	-1	0	1	8	-2	-5	13
Короткотермінові	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Довготермінові	-3	0	-5	-1	0	1	8	-2	-5	13
Інші сектори	1	-1	0	1	4	0	0	0	2	9
Довготермінові	1	-1	0	1	4	0	0	0	2	9
Інші інвестиції	1 905	2 840	2 860	12 495	7 913	15 580	22 838	22 884	10 822	10 748
Інші інструменти участі у капіталі	0	0	0	0	5	3	0	0	0	5
Сектор загального державного управління	0	0	0	0	5	3	0	0	0	5
Довготермінові	0	0	0	0	5	3	0	0	0	5
Центральний банк	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Довготермінові	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Валюта і депозити	569	806	671	4 690	4 078	9 536	15 810	14 172	10 685	8 407
Центральний банк	-1	23	30	266	-267	111	-52	-9	29	202
Депозитні корпорації (крім центрального банку)	-131	97	458	893	554	854	2 253	1 286	1 032	2 265
Короткотермінові	-131	97	458	892	543	858	2 245	1 252	1 030	2 282
Довготермінові	0	0	0	1	11	-4	8	34	2	-17

<i>У тому числі: залишки за міжбанківськими операціями</i>	-172	69	377	711	498	530	1 772	1 603	1 028	2 067
Інші сектори	701	686	183	3 531	3 791	8 571	13 609	12 895	9 624	5 940
<i>У тому числі: готівкова валюта в позабанківському секторі</i>	633	665	50	3 865	3 170	8 507	13 518	12 897	9 713	5 600
Кредити	-6	-11	-3	14	47	244	186	549	-284	-396
Депозитні корпорації (крім центрального банку)	-6	-11	-3	14	47	244	186	549	-284	-396
Короткотермінові	-9	-1	-1	13	4	162	9	380	-192	-240
Довготермінові	3	-10	-2	1	43	82	177	169	-92	-156
Торгові кредити та аванси	521	-8	255	806	211	1 301	1 547	5 893	118	4 424
Інші сектори	521	-8	255	806	211	1 301	1 547	5 893	118	4 424
Короткотермінові	521	-8	255	806	211	1 303	1 541	5 889	114	4 425
Довготермінові	0	0	0	0	0	-2	6	4	4	-1
Інша дебіторська заборгованість	821	2 053	1 937	6 985	3 572	4 496	5 295	2 270	303	-1 692
Інші сектори	821	2 053	1 937	6 985	3 572	4 496	5 295	2 270	303	-1 692
Короткотермінові	821	2 053	1 937	6 985	3 572	4 496	5 295	2 050	218	17
Довготермінові	0	0	0	0	0	0	0	220	85	-1 709
Резервні активи	1 606	1 045	2 045	2 226	10 425	1 999	8 980	1 080	-5 654	8 460
Монетарне золото	5	-1	-3	5	10	19	20	15	15	21
Золото в злитках	5	-1	-3	5	10	19	20	15	15	21

Неалоковані рахунки в золоті	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Спеціальні права запозичення	9	-233	-8	-20	0	0	2	6	11	-54
Інші резервні активи	1 592	1 279	2 056	2 241	10 415	1 980	8 958	1 059	-5 680	8 493
Готівкова валюта та депозити	1 592	1 279	1 515	2 049	7 179	-2 358	2 564	-1 419	-2 865	2 921
Вимоги до органів грошово-кредитного регулювання	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Вимоги до інших інституційних одиниць	1 592	1 279	1 515	2 049	7 179	-2 358	2 564	-1 419	-2 865	2 921
Цінні папери	0	0	541	192	3 236	4 338	6 394	2 478	-2 815	5 572
Боргові цінні папери	0	0	541	192	3 236	4 338	6 394	2 478	-2 815	5 572
Довготермінові	0	0	541	192	3 236	4 338	6 394	2 478	-2 815	5 572
ПАСИВИ	2 290	1 569	2 865	7 671	16 018	18 970	38 528	36 976	6 085	21 394
Прямі інвестиції	792	693	1 424	1 715	7 808	5 604	10 193	10 700	4 769	6 451
Інструменти участі в капіталі	779	673	1 279	1 496	7 493	4 539	8 381	9 612	4 456	5 550
Інвестиції прямого інвестора в підприємства прямого інвестування*	779	671	1 267	1 490	7 489	4 504	8 364	9 440	4 434	5 550
Боргові інструменти	13	20	145	219	315	1 065	1 812	1 088	313	901
Інвестиції прямого інвестора в підприємства прямого інвестування	13	20	145	219	315	1 065	1 510	1 301	360	945

кредити прямого інвестора	13	20	145	219	315	1 065	1 510	1 301	360	945
<i>торгові кредити підприємств з прямими інвестиціями</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Інвестиції підприємств прямого інвестування в прямого інвестора-зворотнє інвестування (у тому числі торгові кредити)</i>	0	0	0	0	0	0	302	-213	-47	-44
Портфельні інвестиції	-46	335	866	2 073	2 757	3 586	5 782	-1 292	-1 525	4 359
Інструменти участі в капіталі	87	95	84	-61	82	322	715	388	105	290
Інші сектори	87	95	84	-61	82	322	715	388	105	290
Боргові цінні папери	-133	240	782	2 134	2 675	3 264	5 067	-1 680	-1 630	4 069
Центральний банк	0	-8	-4	-5	0	0	0	0	0	0
Депозитні корпорації (крім центрального банку)	0	0	100	253	885	1 927	3 619	-723	-1 233	-150
Короткотермінові	0	0	-3	0	12	74	-76	0	0	0
Довготермінові	0	0	103	253	873	1 853	3 695	-723	-1 233	-150
Сектор загального державного управління	-133	128	610	1 211	1 320	761	1 330	-476	-1 341	3 254
Короткотермінові	0	0	0	0	0	0	0	0	28	-2
Довготермінові	-133	128	610	1 211	1 320	761	1 330	-476	-1 369	3 256
Інші сектори	0	120	76	675	470	576	118	-481	944	965
Короткотермінові	0	0	0	0	0	0	0	0	0	7

Довготермінові **	0	120	76	675	470	576	118	-481	944	958
Інші інвестиції	1 544	541	575	3 883	5 453	9 780	22 553	27 568	2 841	10 584
Валюта і депозити	136	137	769	447	2 305	5 057	10 293	9 685	-5 355	-793
Центральний банк	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3
Депозитні корпорації (крім центрального банку)	136	137	769	447	2 305	5 057	10 293	9 685	-5 355	-796
Короткотермінові	173	20	501	461	1 108	2 661	4 666	-1 133	-3 501	396
Довготермінові	-37	117	268	-14	1 197	2 396	5 627	10 818	-1 854	-1 192
У тому числі: залишки за міжбанківськими операціями	74	116	566	357	1 778	4 788	9 462	9 545	-4 294	-1 369
<i>Кредити</i>	644	144	355	2 914	3 241	4 031	9 076	11 766	4 384	8 290
Центральний банк	-79	-195	-199	-306	-314	-425	-461	4 128	1 219	1 394
МВФ Кредитита позики від	-79	-191	-215	-313	-296	-409	-441	4 143	1 228	1 401
Інші короткотермінові	0	0	0	0	-5	0	0	0	0	0
Інші довготермінові	0	-4	16	7	-13	-16	-20	-15	-9	-7
Депозитні корпорації (крім центрального банку)	26	56	10	132	358	660	2 732	87	-2 180	-1 600
Короткотермінові	0	16	-3	55	335	583	735	-669	-664	-21
Довготермінові	26	40	13	77	23	77	1 997	756	-1 516	-1 579
Сектор загального державного управління	165	-386	-304	79	-1	-404	-271	484	5 032	3 893
МВФ Кредитита позики від	0	0	0	0	0	0	0	0	4 798	2 028

Інші короткотермінові	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2 000
Інші довготермінові	165	-386	-304	79	-1	-404	-271	484	234	-135
Інші сектори	532	669	848	3 009	3 198	4 200	7 076	7 067	313	4 603
Короткотермінові	82	346	182	241	393	218	370	528	-102	467
Довготермінові	450	323	666	2 768	2 805	3 982	6 706	6 539	415	4 136
Торгові кредити та аванси***	764	260	-549	522	-93	692	3 184	6 117	1 766	3 087
Інші сектори	764	260	-549	522	-93	692	3 184	6 117	1 766	3 087
Короткотермінові	764	260	-549	522	-93	610	1 635	6 211	2 129	3 046
Довготермінові	0	0	0	0	0	82	1 549	-94	-363	41
Спеціальні права запозичення	0	0	0	0	0	0	0	0	2 046	0

Примітки:

1. З другого кварталу 2014 р. дані наведені без урахування тимчасово окупованої території АР Крим та м. Севастополь.
2. В окремих випадках незначне відхилення між підсумками та сумою складових зумовлене округленням даних під час електронного оброблення інформації.

* З 2010 р. виконано перерахунок запасів прямих іноземних інвестицій, врахованих за ціною останньої операції, відповідно до їхньої ринкової вартості, а також з 2015 р. дані наведені з урахуванням реінвестування доходів у банківський сектор.

** Коригування даних з 2014 р. пов'язане з переоцінкою боргових цінних паперів підприємств.

*** Зменшення заборгованості за торговими кредитами станом на кінець 2018 р. зумовлене зміною критеріїв формування сукупності респодентів статистичного спостереження Державної служби статистики щодо взаєморозрахунків підприємств України з нерезидентами за товари, роботи, послуги.

Джерело: [448].

**Динаміка міжнародної інвестиційної позиції України за 2011-2018 рр.
(зміни внаслідок операцій резидентів з нерезидентами)**

Показники	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ЧИСТА МІЖНАРОДНА ІНВЕСТИЦІЙНА ПОЗИЦІЯ	-9 161	-12 902	-17 218	-3 663	1 733	-1 823	-1 964	-2 624
АКТИВИ	7 668	2 683	-4 847	-10 342	6 622	-318	3 539	4 306
Прямі інвестиції	192	980	430	548	38	173	234	116
Інструменти участі в капіталі	192	1 206	420	105	-51	16	8	-5
Інвестиції прямого інвестора в підприємства прямого інвестування	192	1 206	420	105	-51	16	8	-5
Боргові інструменти	0	-226	10	443	89	157	226	121
Інвестиції прямого інвестора в підприємства прямого інвестування	0	0	0	6	0	0	0	0
Інвестиції підприємств прямого інвестування в прямого інвестора - зворотне інвестування (у тому числі торгові кредити)	0	-226	10	437	89	157	226	121
Портфельні інвестиції	48	72	-5	-1	3	-77	3	33
Інструменти участі в капіталі	8	23	-11	-1	3	-77	1	6
Сектор загального державного управління	0	0	0	0	0	0	0	0
Депозитні корпорації (крім центрального банку)	8	20	-13	-4	3	-77	0	3
Інші сектори	0	3	2	3	0	0	1	7
Боргові цінні папери	40	49	6	0	0	0	2	27
Депозитні корпорації (крім центрального банку)	0	0	0	0	0	0	1	27

743

Таблиця 36.2

Короткотермінові	0	0	0	0	0	0	1	10
Довготермінові	0	0	0	0	0	0	0	17
Інші сектори	40	49	6	0	0	0	1	0
Довготермінові	40	49	6	0	0	0	1	0
Інші інвестиції	9 883	9 225	-1 720	1 515	565	-2 762	629	1 996
Інші інструменти участі у капіталі	0	7	1	-4	12	12	24	24
Сектор загального державного управління	0	7	1	-4	12	12	24	24
Довготермінові	0	7	1	-4	12	12	24	24
Центральний банк	0	0	0	0	0	0	0	0
Довготермінові	0	0	0	0	0	0	0	0
Валюта і депозити	11 757	9 951	-1 125	790	-95	-3 130	-419	2 087
Центральний банк	-12	-284	-149	-361	-52	-15	-11	-19
Депозитні корпорації (крім центрального банку)	84	1 759	-3 210	-2 991	345	-628	-739	-322
Короткотермінові	84	1 767	-3 206	-3 021	327	-591	-737	-320
Довготермінові	0	-8	-4	30	18	-37	-2	-2
<i>У тому числі: залишки за міжбанківськими операціями</i>	35	1 672	-3 394	-1 839	355	-4 954	352	-239
Інші сектори	11 685	8 476	2 234	4 142	-388	-2 487	331	2 428
<i>У тому числі: готівкова валюта в позабанківському секторі</i>	11 408	7 961	2 691	-286	-168	-2 722	393	2 421
Кредити	-223	22	-66	-15	39	-72	-14	-7
Депозитні корпорації (крім центрального банку)	-223	22	-66	-15	39	-72	-14	-7

Короткотермінові	-37	26	-46	496	201	-31	-35	-1
Довготермінові	-186	-4	-20	-511	-162	-41	21	-6
Торгові кредити та аванси	-1 448	-869	-571	744	609	428	1 038	-108
Інші сектори	-1 448	-869	-571	744	609	428	1 038	-108
Короткотермінові	-1 762	-760	-613	810	604	441	1 004	-100
Довготермінові	314	-109	42	-66	5	-13	34	-8
Інша дебіторська заборгованість	-203	114	41	0	0	0	0	0
Інші сектори	-203	114	41	0	0	0	0	0
Короткотермінові	93	114	41	0	0	0	0	0
Довготермінові	-296	0	0	0	0	0	0	0
Резервні активи	-2 455	-7 594	-3 552	-12 404	6 016	2 348	2 673	2 161
Монетарне золото	26	389	295	-726	132	-101	-1	-49
Золото в злитках	26	60	168	-69	7	-13	2	1
Неалоковані рахунки в золоті	0	329	127	-657	125	-88	-3	-50
Спеціальні права запозичення	9	-10	8	-2	14	2 793	-705	-2 154
Інші резервні активи	-2 490	-7 973	-3 855	-11 676	5 870	-344	3 379	4 364
Готівкова валюта та депозити	-2 376	-5 287	-217	-5 035	4 223	-3 409	-1 012	3 366
Вимоги до органів грошово-кредитного регулювання	-196	817	-1 338	-395	575	-602	241	1 022
Вимоги до інших інституційних одиниць	-2 180	-6 104	1 121	-4 640	3 648	-2 807	-1 253	2 344
Цінні папери	-114	-2 686	-3 638	-6 641	1 647	3 065	4 391	998
Боргові цінні папери	-114	-2 686	-3 638	-6 641	1 647	3 065	4 391	998
Довготермінові	-114	-2 686	-3 638	-6 641	1 647	3 065	4 391	998

ПАСИВИ	16 829	15 585	12 371	-6 679	4 889	1 505	5 503	6 930
Прямі інвестиції	7 207	8 175	4 509	847	3 050	3 441	2 827	2 476
Інструменти участі в капіталі	6 121	6 248	3 668	712	4 003	3 550	1 934	1 969
Інвестиції прямого інвестора в підприємства прямого інвестування*	6 121	6 248	3 668	712	4 003	3 550	1 934	1 969
Боргові інструменти	1 086	1 927	841	135	-953	-109	893	507
Інвестиції прямого інвестора в підприємства прямого інвестування	1 086	1 927	841	135	-953	-109	893	507
кредити прямого інвестора	1 086	1 585	103	-80	-1 015	-167	204	356
<i>торгові кредити підприємств з прямими інвестиціями</i>	0	342	738	215	62	58	689	151
<i>Інвестиції підприємств прямого інвестування в прямого інвестора-зворотне інвестування (у тому числі торгові кредити)</i>	0	0	0	0	0	0	0	0
Портфельні інвестиції	1 617	4 761	8 782	-2 701	370	216	1 803	2 113
Інструменти участі в капіталі	519	516	1 180	-391	177	69	110	-9
Інші сектори	519	516	1 180	-391	177	69	110	-9
Боргові цінні папери	1 098	4 245	7 602	-2 310	193	147	1 693	2 122
Центральний банк	0	0	0	0	0	0	0	0
Депозитні корпорації (крім центрального банку)	-1 026	-346	1 779	-717	-613	-88	-100	92
Короткотермінові	0	0	0	0	0	5	-8	0
Довготермінові	-1 026	-346	1 779	-717	-613	-93	-92	92
Сектор загального державного управління	1 040	3 424	4 786	19	949	256	1 496	2 017
Короткотермінові	-53	58	-64	3	-3	0	0	-13

Довготермінові	1 093	3 366	4 850	16	952	256	1 496	2 030
Інші сектори	1 084	1 167	1 037	-1 612	-143	-21	297	13
Короткотермінові	432	0	0	0	0	4	0	0
Довготермінові **	652	1 167	1 037	-1 612	-143	-25	297	13
Інші інвестиції	8 005	2 649	-920	-4 825	1 469	-2 152	873	2 341
Валюта і депозити	-335	-2 883	-1 737	-2 509	-3 752	-1 669	-1 413	-539
Центральний банк	3	7	-12	0	0	0	0	0
Депозитні корпорації (крім центрального банку)	-338	-2 890	-1 725	-2 509	-3 752	-1 669	-1 413	-539
Короткотермінові	1 707	-1 647	696	337	-518	148	-534	-288
Довготермінові	-2 045	-1 243	-2 421	-2 846	-3 234	-1 817	-879	-251
У тому числі: залишки за міжбанківськими операціями	-1 337	-2 441	-2 324	-1 498	-3 831	-2 384	-1 413	-452
<i>Кредити</i>	4 259	2 930	-3 081	4 330	6 948	-1 083	687	1 776
Центральний банк	0	-2 631	-3 062	551	4 666	-301	778	658
Кредити та позики від МВФ	0	-2 631	-3 062	551	3 346	1 002	678	658
Інші короткотермінові	0	0	0	0	1 320	-1 303	0	0
Інші довготермінові	0	0	0	0	0	0	100	0
Депозитні корпорації (крім центрального банку)	-1 770	-405	693	407	-552	-959	-109	85
Короткотермінові	-335	92	476	-96	-319	-45	-45	-100
Довготермінові	-1 435	-497	217	503	-233	-914	-64	185
Сектор загального державного управління	77	-1 782	-2 546	3 626	4 116	252	-41	-452
Кредити та позики від МВФ	0	-788	-2 513	352	1 821	0	-571	-1 374
Інші короткотермінові	0	-2 000	0	0	0	0	0	0

Інші довготермінові	77	1 006	-33	3 274	2 295	252	530	922
Інші сектори	5 952	7 748	1 834	-254	-1 282	-75	59	1 485
Короткотермінові	1 027	-299	570	342	-84	273	607	358
Довготермінові	4 925	8 047	1 264	-596	-1 198	-348	-548	1 127
Торгові кредити та аванси***	4 081	2 602	3 898	-6 646	-1 727	600	1 599	1 104
Інші сектори	4 081	2 602	3 898	-6 646	-1 727	600	1 599	1 104
Короткотермінові	4 125	2 458	3 036	-7 371	-2 025	784	1 645	1 182
Довготермінові	-44	144	862	725	298	-184	-46	-78
Спеціальні права за позичення	0	0	0	0	0	0	0	0

748

Примітки:

- З другого кварталу 2014 р. дані наведені без урахування тимчасово окупованої території АР Крим та м. Севастополь.
 - В окремих випадках незначне відхилення між підсумками та сумою складових зумовлене округленням даних під час електронного оброблення інформації.
- * З 2010 р. виконано перерахунок запасів прямих іноземних інвестицій, врахованих за ціною останньої операції, відповідно до їхньої ринкової вартості, а також з 2015 р. дані наведені з урахуванням реінвестування доходів у банківський сектор.
- ** Коригування даних з 2014 р. пов'язане з переоцінкою боргових цінних паперів підприємств.
- *** Зменшення заборгованості за торговими кредитами станом на кінець 2018 р. зумовлене зміною критеріїв формування сукупності респодентів статистичного спостереження Державної служби статистики щодо взаєморозрахунків підприємств України з нерезидентами за товари, роботи, послуги.

Джерело: [448].

**Прямі інвестиції (акціонерний капітал) з країн світу
в економіці України
(на 1 січня), млн дол. США**

Країна	2011	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Кіпр	9 799,4	16 478,1	17 725,6	11 971,6	9 894,8	8 785,5	8 932,7	8 879,5
Нідерланди	11 396,6	8 733,7	9 007,5	6 887,3	6 090,3	6 028,4	6 395,0	7 060,9
Велика Британія	2 287,1	2 553,6	2 768,2	2 146,2	1 785,2	1 947,0	1 944,4	1 955,9
Німеччина	5 080,0	4 549,4	2 908,4	2 110,6	1 604,9	1 564,2	1 682,9	1 668,2
Швейцарія	862,3	1 105,9	1 351,0	1 391,7	1 391,0	1 436,9	1 515,9	1 540,7
Віргінські острови (Брит.)	1 451,5	2 007,6	2 275,9	1 988,3	1 715,0	1 682,3	1 358,4	1 311,4
Російська Федерація	3 015,7	3 415,1	3 525,9	1 620,5	343,8	813,6	797,2	1 008,1
Австрія	1 812,9	2 493,2	2 314,0	1 351,5	1 152,6	1 099,9	1 038,8	1 005,6
Франція	2 131,7	1 546,2	1 520,5	1 341,9	1 299,1	615,6	723,4	636,0
Польща	913,2	897,4	819,8	708,0	679,4	509,1	571,3	593,9
Люксембург	441,7	566,1	555,8	398,8	363,9	660,1	515,8	526,1
Угорщина	700,5	685,8	685,9	466,4	333,7	498,1	511,1	500,1
США	1 134,8	1 013,9	934,7	789,1	717,2	585,2	517,4	488,9
Беліз	139,7	852,0	1 026,6	652,5	535,1	604,2	532,3	439,1
Інші країни	5 126,4	6 280,1	6 284,2	4 532,4	4 216,5	4 400,2	4 569,8	4 677,5
Усього	46 293,5	53 178,1	53 704,0	38 356,8	32 122,5	31 230,3	31 606,4	32 291,9

Джерело: [452, с. 387].

Додаток 38
Таблиця 38.1

Прямі інвестиції (акціонерний капітал) в Україні за видами економічної діяльності у 2018 р., млн дол. США

Показник	На 1 січня	На 31 грудня
Усього	31 606,4	32 291,9
Сільське, лісове та рибне господарство	578,6	560,9
Промисловість	10 543,7	10 655,1
Добувна промисловість і розроблення кар'єрів	1 732,1	1 747,4
Переробна промисловість	7 999,9	8 199,7
Виробництво харчових продуктів, напоїв та тютюнових виробів	2 758,4	2 778,0
Текстильне виробництво, виробництво одягу, шкіри, виробів зі шкіри та інших матеріалів	117,7	124,8
Виготовлення виробів з деревини, виробництво паперу та поліграфічна діяльність	535,6	574,1
Виробництво коксу та продуктів нафтоперероблення	178,1	263,2
Виробництво хімічних речовин і хімічної продукції	696,9	657,8
Виробництво основних фармацевтичних продуктів і фармацевтичних препаратів	35,2	36,1
Виробництво гумових і пластмасових виробів, іншої неметалевої мінеральної продукції	1 023,6	1 055,7
Металургійне виробництво, виробництво готових металевих виробів, крім виробництва машин і устаткування	1 637,1	1 667,6
Машинобудування, крім ремонту і монтажу машин та устаткування	781,2	800,2
Виробництво меблів, іншої продукції; ремонт і монтаж машин та устаткування	236,1	242,2
Поста чання електроенергії, газу, парита кондиційованого повітря	755,0	652,6
Водопостачання; каналізація, поводження з відходами	56,7	55,3
Будівництво	919,5	925,5
Гуртова та роздрібна торгівля; ремонт автотранспортних засобів і мотоциклів	4 957,8	5 383,0
Транспорт, складське господарство, поштова та кур'єрська діяльність	985,3	997,0
Тимчасове розміщування й організація харчування	343,3	343,4
Інформація та телекомунікації	2 100,1	2 191,1
Фінансова та страхова діяльність	3 526,3	3 512,5
Операції з нерухомим майном	3 796,3	4 009,6
Професійна, наукова й технічна діяльність	2 131,1	2 018,9

Закінчення таблиці 38.1

Діяльність у сфері адміністративного та допоміжного обслуговування	1 550,9	1 522,3
Державне управління й оборона; обов'язкове соціальне страхування	к	к
Освіта	21,2	21,3
Охорона здоров'я та надання соціальної допомоги	36,6	35,6
Мистецтво, спорт, розваги та відпочинок	98,8	99,1
Надання інших видів послуг	к	к

Символ (к)-дані не оприлюднюються з метою забезпечення вимог Закону України "Про державну статистику" щодо конфіденційності статистичної інформації.

Джерело: [452, с. 388].

Таблиця 38.2

Надходження прямих інвестицій (акціонерного капіталу) в Україну за видами економічної діяльності (найбільші обсяги) у 2018 р. *

Показник	млн. дол. США	у % до загального підсумку
Усього	2 869,9	100,0
у тому числі:		
фінансова та страхова діяльність	1 215,1	42,3
оптова та роздрібна торгівля; ремонт автотранспортних засобів і мотоциклів	599,4	20,9
операції з нерухомим майном	405,3	14,1
промисловість	302,1	10,5
інформація та телекомунікації	119,4	4,2
професійна, наукова та технічна діяльність	93,2	3,2

* Дані наведено без урахування тимчасово окупованої території АР Крим, м. Севастополь і частини тимчасово окупованих територій у Донецькій та Луганській областях.

Джерело: [449].

**Прямі інвестиції з України в економіку країн світу
у 2018 р., млн дол. США**

Показник	Усього	у тому числі в	
		країни ЄС	інші країни світу
Прямі інвестиції резидентів в економіці країн світу (акціонерний капітал та боргові інструменти), на 1 січня	6 562,0	6 309,4	252,6
Акціонерний капітал резидентів в економіці країн світу, на 1 січня	6 322,0	6 075,5	246,5
Надійшло акціонерного капіталу резидентів	1,0	1,0	0,0
Вибуло акціонерного капіталу резидентів	-9,4	0,0	-9,4
Інші зміни вартості акціонерного капіталу резидентів (зміна вартості, утрати, перекласифікація інвестицій тощо)	-18,6	7,3	-25,9
з них курсова різниця	-26,8	-3,1	-23,7
Акціонерний капітал резидентів в економіці країн світу, на 31 грудня	6 295,0	6 083,8	211,2
Прямі інвестиції резидентів в економіці країн світу (акціонерний капітал та боргові інструменти), на 31 грудня	6 540,7	6 326,8	213,9

Джерело: [452, с. 390].

Таблиця 39.2

**Прямі інвестиції (акціонерний капітал) з України
в економіці країн світу
(на 1 січня), млн дол. США**

Країна	Роки							
	2011	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Усього	6 424,8	6 588,7	6 702,9	6 456,2	6 315,2	6 346,3	6 322,0	6 295,0
Кіпр	5 900,1	5 917,6	5 925,1	5 926,1	5 923,7	5 930,5	5 932,5	5 931,9
Російська Федерація	190,3	292,6	377,9	196,4	122,8	144,1	150,3	118,5
Латвія	87,9	95,5	98,6	85,0	69,8	68,4	60,9	72,5
Віргінські Острови (Брит.)	25,8	25,8	25,8	25,8	51,3	57,6	61,0	59,9
Угорщина	0,1	4,2	17,3	16,0	14,6	14,9	17,5	16,8
Естонія	-	к	к	к	к	к	к	к
Швейцарія	9,3	5,7	8,2	7,3	7,3	7,1	к	к
Литва	к	к	к	к	к	к	к	к
Нідерланди	к	13,5	14,2	12,5	11,2	10,7	12,3	11,8
Молдова	15,2	16,9	16,9	10,7	7,8	7,1	6,8	6,8
Польща	49,1	54,2	56,4	53,4	50,2	48,7	6,7	6,6
Інші країни	139,1	133,6	108,1	93,7	30,0	31,8	31,8	29,1

Символ (к) - дані не оприлюднюються з метою забезпечення вимог Закону України "Про державну статистику" щодо конфіденційності статистичної інформації.

Джерело: [452, с. 390].

Таблиця 39.3

**Прямі інвестиції (акціонерний капітал) з України
за видами економічної діяльності у 2018 р., млн дол. США**

Показник	На 1 січня	На 31 грудня
Усього	6 322,0	6 295,0
Сільське, лісове та рибне господарство	18,2	17,8
Промисловість	123,7	109,1
Переробна промисловість	122,5	107,9
Виробництво харчових продуктів, напоїв та тютюнових виробів	58,6	54,5
Текстильне виробництво, виробництво одягу, шкіри, виробів зі шкіри та інших матеріалів	к	к
Виготовлення виробів з деревини, виробництво паперу та поліграфічна діяльність	8,2	7,9
Виробництво хімічних речовин і хімічної продукції	к	к
Виробництво основних фармацевтичних продуктів і фармацевтичних препаратів	7,9	7,6
Виробництво гумових і пластмасових виробів, іншої неметалевої мінеральної продукції	0,9	0,9
Металургійне виробництво, виробництво готових металевих виробів, крім виробництва машин і устаткування	22,3	18,6
Машинобудування, крім ремонту і монтажу машин і устаткування	21,1	14,9
Виробництво меблів, іншої продукції; ремонт і монтаж машин і устаткування	к	к
Постачання електроенергії, газу, пари та кондиційованого повітря	к	к
Водопостачання; каналізація, поводження з відходами	к	к
Будівництво	0,9	0,7
Оптова та роздрібна торгівля; ремонт автотранспортних засобів і мотоциклів	49,4	43,0
Транспорт, складське господарство, поштова та кур'єрська діяльність	6,8	6,6
Інформація та телекомунікації	0,1	0,1
Фінансова та страхова діяльність	62,8	74,4
Операції з нерухомим майном	69,8	68,9
Професійна, наукова та технічна діяльність	5981,0	5966,8
Діяльність у сфері адміністративного та допоміжного обслуговування	0,4	0,4
Державне управління й оборона; обов'язкове соціальне страхування	к	к
Мистецтво, спорт, розваги та відпочинок	к	к

Символ (к) - дані не оприлюднюються з метою забезпечення вимог Закону України "Про державну статистику" щодо конфіденційності статистичної інформації.

Джерело: [452, с. 391].

**Динаміка міжнародної інвестиційної позиції України у 2000-2009 рр.
за методологією шостого видання “Керівництва з платіжного балансу та міжнародної
інвестиційної позиції” (залишок на, млн дол. США)**

Показник	31.12.2000	31.12.2001	31.12.2002	31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009
ЧИСТА МІЖНАРОДНА ІНВЕСТИЦІЙНА ПОЗИЦІЯ	-12 792	-12 238	-12 119	-11 722	-12 119	-14 158	-19 919	-26 699	-40 199	-34 972
АКТИВИ	11 023	13 728	15 884	19 705	28 164	42 712	57 023	90 620	106 596	111 157
Прямі інвестиції	170	156	144	166	198	468	344	6 379	7 089	5 906
Портфельні інвестиції	32	30	28	26	36	56	63	103	49	79
Інші інвестиції	9 316	10 453	11 295	12 576	18 405	22 797	34 360	51 675	67 915	78 667
Резервні активи	1 505	3 089	4 417	6 937	9 525	19 391	22 256	32 463	31 543	26 505
ПАСИВИ	23 815	25 966	28 003	31 427	40 283	56 870	76 942	117 319	146 795	146 129
Прямі інвестиції	3 875	4 801	5 924	7 566	9 606	17 209	23 125	38 361	47 081	45 390
Портфельні інвестиції	3 198	2 980	3 293	4 065	6 386	9 011	12 861	18 618	17 059	15 593
Інші інвестиції	16 742	18 185	18 786	19 796	24 291	30 650	40 956	60 340	82 655	85 146

Примітки:

1. В окремих випадках незначне відхилення між підсумками та сумою складових зумовлене округленням даних під час електронного оброблення інформації.

Джерело: [448].

**Динаміка міжнародної інвестиційної позиції України у 2010-2018 рр.
за методологією шостого видання “Керівництва з платіжного балансу та міжнародної
інвестиційної позиції” (залишок на, млн дол. США)**

	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018
ЧИСТА МІЖНАРОДНА ІНВЕСТИЦІЙНА ПОЗИЦІЯ	-35 082	-41 836	-51 173	-66 905	-49 990	-32 732	-27 106	-25 629	-22 065
АКТИВИ	132 016	138 703	142 213	136 390	120 930	124 571	124 280	129 347	133 490
Прямі інвестиції	6 548	6 960	7 867	7 998	7 967	7 787	7 942	8 156	8 226
Портфельні інвестиції	94	108	173	176	188	173	96	98	129
Інші інвестиції	90 798	99 840	109 627	107 800	105 242	103 311	100 703	102 284	104 315
Резервні активи	34 576	31 795	24 546	20 416	7 533	13 300	15 539	18 809	20 820
ПАСИВИ	167 098	180 539	193 386	203 295	170 920	157 303	151 386	154 976	155 555
Прямі інвестиції	52 872	59 035	65 276	67 204	50 218	43 361	42 552	43 933	45 134
Портфельні інвестиції	20 085	21 806	26 765	35 956	32 021	28 758	28 778	30 569	32 674
Інші інвестиції	94 141	99 698	101 345	100 135	88 681	85 184	80 056	80 474	77 747

Примітки:

- З 2014 р. дані наведено без урахування тимчасово окупованої території АР Крим та м. Севастополь.
- В окремих випадках незначне відхилення між підсумками та сумою складових зумовлене округленням даних під час електронного оброблення інформації.
- * З 2010 р. виконано перерахунок запасів прямих іноземних інвестицій, врахованих за ціною останньої операції, відповідно до їхньої ринкової вартості, а також з 2015р. дані наведені з урахуванням реінвестування доходів у банківський сектор.

Джерело: [448].

**Окремі фінансово-економічні показники України
за 1996-2018 рр., що слугували для аналізу
та побудови регресійних моделей (дол. США *)**

757

Роки	ВВП	Внутрішнє кредитування фінансовим сектором	Чисті вимоги фінансових корпорацій до центральних органів державного управління	Внутрішнє кредитування приватного сектору			Прямі іноземні інвестиції, чисті надходження (плат. бал.)	Портфельні інвестиції, облігації (урядові + приватні) (чисті надходження)	Портфельні іноземні інвестиції у вітчизняні акції, чисті надходження (плат. бал.)	Портфельні інвестиції, чисті надходження (плат. бал.)	Особисті грошові перекази з-за кордону	Реальна процентна ставка (%)	Грошова маса М ₃ (грн)
				Всього	у тому числі:								
					банками	іншими фінансовими установами							
1996	44558077827	6581652858	5964351046	617301811.8	616657537.4	644274.406	521000000	-80000000	46000000	-198000000	6000000	8.26844959	9364399820
1997	50150399792	8567241775	7334957203	1232284572	1213471187	18813384.49	623000000	0	248000000	1603000000	12000000	26.2910754	12540782682
1998	41883241472	10289240394	7012310103	3276930291	3234152779	42777512.33	743000000	1387263000	227000000	-47000000	12000000	37.928651	15556186390
1999	31580639045	7965751421	5254186792	2711564628	2674277933	37286695.12	496000000	-106907000	129000000	86000000	18000000	21.626838	21868824636
2000	31261527363	7447249344	3955667438	3491581906	3458734850	32847055.42	595000000	-33083000	146000000	-138000000	419000000	14.9554005	31610281982
2001	37972301335	9196596660	4244107757	4952488903	4947576420	4912482.949	792000000	-133444000	87000000	45000000	829000000	20.4319103	45755205945
2002	42351593887	11906464749	4422111243	7484353506	7478426734	5926771.569	693000000	100892000	95000000	-337000000	1192000000	19.2979108	65128836740
2003	50084197498	16604727812	4280167754	12324560058	12300217297	24342761.26	1424000000	-554509000	84000000	-867000000	1523000000	9.05469177	95334122915
2004	64819702952	20540490851	4211184463	16329306388	16302190311	27116076.76	1715000000	856550000	-61000000	2067000000	1873000000	1.95839818	1.25705E+11
2005	86057915585	28636297195	901210316.8	27735086878	27706363832	28723046.87	7808000000	560873000	82000000	2757000000	2408000000	-6.4565438	1.94071E+11
2006	1.07648E+11	49233928115	1431844267	47802083848	47765869508	36214339.95	5604000000	2746947000	322000000	3583000000	3102000000	0.3839025	2.61063E+11
2007	1.4258E+11	87134070661	4114714555	83019356106	82979720463	39635642.6	10193000000	6114280000	715000000	5753000000	5290000000	-7.4759358	3.96156E+11
2008	1.79817E+11	1.47789E+11	-11285383439	1.59074E+11	1.32891E+11	26183430105	10700000000	277717000	388000000	1280000000	6782000000	-8.6220076	5.15727E+11
2009	1.17113E+11	1.03857E+11	-2318950931	1.06176E+11	86032501712	20143819205	4769000000	-1.181E+09	105000000	1533000000	5941000000	6.94106186	4.87298E+11
2010	1.36013E+11	1.08441E+11	1471974664	1.06969E+11	85100737961	21868420947	6451000000	2193031000	290000000	4342000000	6535000000	1.70831934	5.97872E+11

* Переведено в долари США за поточним офіційним курсом відповідних років (data are in current U.S. dollars. Dollar figures for GDP are converted from domestic currencies using single year official exchange rates. For a few countries where the official exchange rate does not reflect the rate effectively applied to actual foreign exchange transactions, an alternative conversion factor is used).

Додаток 41
Таблиця 41.1

2011	1.6316E+11	1.21313E+11	5346806117	1.15966E+11	92277983093	23687822604	7207000000	4285000000	519000000	1569000000	-	7822000000	1.52926613	6.85515E+11
2012	1.75781E+11	1.29595E+11	7287498780	1.22307E+11	94574928040	27732430135	8175000000	2414000000	516000000	4689000000	-	8449000000	9.83097634	7.73199E+11
2013	1.8331E+11	1.50862E+11	16196477700	1.34666E+11	1.07586E+11	27079669863	4509000000	1.0349E+10	1.18E+09	8787000000	-	9667000000	11.8003967	9.08994E+11
2014	1.33503E+11	1.2726E+11	26827068970	1.00433E+11	79863077539	20569997719	847000000	-2.554E+09	-3.91E+08	2700000000	-	7354000000	1.56704453	9.56728E+11
2015	91030959455	68959862573	17383765381	51576097191	42809040535	8767056656	3050000000	-1.812E+09	177000000	-367000000	-	8474000000	-12.282916	9.94062E+11
2016	93355993629	65600874534	21436833178	44164041356	36034233594	8129807762	3441000000	540897000	69000000	-293000000	-	9472000000	1.8275824	1.1027E+12
2017	1.12154E+11	65759986716	22837386608	42922600107	34900058077	8022542031	2827000000	1589065000	110000000	1800000000	-	12132000000	-4.6666008	1.20886E+12
2018	1.30832E+11	66260012075	21149741942	45110270132	36300971767	8809298365	2476000000	-275000000	-9000000	2080000000	-	14694000000	3.11071226	1.27764E+12

Джерело: [448; 453; 454].

Визначення термінів окремих фінансово-економічних показників

Показник		Сутність показника
Внутрішнє кредитування фінансовим сектором (дол. США.)	Domestic credit provided by financial sector (current US\$)	Domestic credit provided by the financial sector includes all credit to various sectors on a gross basis, with the exception of credit to the central government, which is net. The financial sector includes monetary authorities and deposit money banks, as well as other financial corporations where data are available (including corporations that do not accept transferable deposits but do incur such liabilities as time and savings deposits). Examples of other financial corporations are finance and leasing companies, money lenders, insurance corporations, pension funds, and foreign exchange companies.
Внутрішнє кредитування приватного сектору (дол. США.)	Domestic credit to private sector (current US\$)	Domestic credit to private sector refers to financial resources provided to the private sector by financial corporations, such as through loans, purchases of nonequity securities, and trade credits and other accounts receivable, that establish a claim for repayment. For some countries these claims include credit to public enterprises. The financial corporations include monetary authorities and deposit money banks, as well as other financial corporations where data are available (including corporations that do not accept transferable deposits but do incur such liabilities as time and savings deposits). Examples of other financial corporations are finance and leasing companies, money lenders, insurance corporations, pension funds, and foreign exchange companies.
Внутрішнє кредитування приватного сектору банками (дол. США.)	Domestic credit to private sector by banks (current US\$)	Domestic credit to private sector by banks refers to financial resources provided to the private sector by other depository corporations (deposit taking corporations except central banks), such as through loans, purchases of nonequity securities, and trade credits and other accounts receivable, that establish a claim for repayment. For some countries these claims include credit to public enterprises.
Прямі іноземні інвестиції, чисті надходження (плат. бал., номінальні, дол. США)	Foreign direct investment, net inflows (BoP, current US\$)	Foreign direct investment refers to direct investment equity flows in the reporting economy. It is the sum of equity capital, reinvestment of earnings, and other capital. Direct investment is a category of cross-border investment associated with a resident in one economy having control or a significant degree of influence on the management of an enterprise that is resident in another economy. Ownership of 10 percent or more of the ordinary shares of voting stock is the criterion for determining the existence of a direct investment relationship. Data are in current U.S. dollars.
Портфельні інвестиції, облігації (урядові + приватні) (чисті надходження, номінальні дол. США)	Portfolio investment, bonds (PPG + PNG) (NFL, current US\$)	Bonds are securities issued with a fixed rate of interest for a period of more than one year. They include net flows through cross-border public and publicly guaranteed and private nonguaranteed bond issues. Data are in current U.S. dollars.

Портфельні іноземні інвестиції у вітчизняні акції, чисті надходження (плат. бал., номінальні, дол. США)	Portfolio equity, net inflows (BoP, current US\$)	Portfolio equity includes net inflows from equity securities other than those recorded as direct investment and including shares, stocks, depository receipts (American or global), and direct purchases of shares in local stock markets by foreign investors. Data are in current U.S. dollars.
Портфельні інвестиції, чисті надходження (плат. бал., номінальні, дол. США)	Portfolio Investment, net (BoP, current US\$)	Portfolio investment covers transactions in equity securities and debt securities. Data are in current U.S. dollars.
Особисті грошові перекази з-за кордону (номінальні, дол. США)	Personal remittances, received (current US\$)	Personal remittances comprise personal transfers and compensation of employees. Personal transfers consist of all current transfers in cash or in kind made or received by resident households to or from nonresident households. Personal transfers thus include all current transfers between resident and nonresident individuals. Compensation of employees refers to the income of border, seasonal, and other short-term workers who are employed in an economy where they are not resident and of residents employed by nonresident entities. Data are the sum of two items defined in the sixth edition of the IMF's Balance of Payments Manual: personal transfers and compensation of employees. Data are in current U.S. dollars.
Реальна процентна ставка (%)	Real interest rate (%)	Real interest rate is the lending interest rate adjusted for inflation as measured by the GDP deflator. The terms and conditions attached to lending rates differ by country, however, limiting their comparability.
Грошова маса М3 (грн)	Broad money (current LCU)	Broad money (IFS line 35L.ZK) is the sum of currency outside banks; demand deposits other than those of the central government; the time, savings, and foreign currency deposits of resident sectors other than the central government; bank and traveler's checks; and other securities such as certificates of deposit and commercial paper.

Джерело: [448; 453; 454].

Кореляційна матриця між показниками

Змінні (позначені кореляції є значущі при $p < 0.05000$)	ВВП	Внутрішнє кред. фін. сектором	Чисті вимоги фін. корпор. до центр. органів держ. управління	Внутрішнє кредитування приватного сектора	Внутрішнє кредитування приватного сектора банками	Внутр. кред. прив. сектора іншими фін. установами	Прямі іноземні інвестиції, чисті надходження (плат. бал.)
ВВП	1.000000	0.959432	0.083340	0.947594	0.949121	0.853610	0.770735
Внутрішнє кредитування фінансовим сектором	0.959432	1.000000	0.106535	0.984152	0.973155	0.934142	0.672154
Чисті вимоги фінансових корпорацій до центральних органів державного управління	0.083340	0.106535	1.000000	-0.071469	-0.105275	0.063061	-0.393626
Внутрішнє кредитування приватного сектора	0.947594	0.984152	-0.071469	1.000000	0.994997	0.925840	0.744471
Внутрішнє кредитування приватного сектора банками	0.949121	0.973155	-0.105275	0.994997	1.000000	0.883451	0.786692
Внутрішнє кредитування приватного сектора іншими фінансовими установами	0.853610	0.934142	0.063061	0.925840	0.883451	1.000000	0.515469

Прямі іноземні інвестиції, чисті надходження (плат. бал.)	0.770735	0.672154	-0.393626	0.744471	0.786692	0.515469	1.000000
Портфельні інвестиції, облігації (урядові + приватні) (чисті надходження)	0.513461	0.413751	-0.029014	0.420230	0.443253	0.294024	0.454765
Портфельні іноземні інвестиції у вітчизняні акції, чисті надходження (плат. бал.)	0.528628	0.459238	-0.204186	0.497099	0.515737	0.380330	0.541984
Портфельні інвестиції, чисті надходження (плат. бал.)	-0.443464	-0.290078	-0.029122	-0.285799	-0.308079	-0.174918	-0.428854
Особисті грошові перекази з-за кордону	0.755052	0.714320	0.553182	0.617917	0.599085	0.631632	0.381200
Грошова маса М ₃	0.683243	0.678054	0.678534	0.559181	0.534232	0.601504	0.271788
Реальна процентна ставка (%)	-0.556951	-0.496325	-0.079797	-0.483658	-0.520160	-0.300568	-0.607923

Змінні (позначені кореляції є значущі при $p < 0.05000$)	Портф. інвестиції, облігації (урядові + прив.) (чисті надходж.)	Портф. іноземні інвестиції у вітчизн. акції, чисті надходж. (плат. бал.)	Портф. інвестиції, чисті надходження (плат. бал.)	Особисті грошові перекази з-за кордону	Грошова маса М ₃	Реальна процентна ставка (%)
ВВП	0.513461	0.528628	-0.443464	0.755052	0.683243	-0.556951
Внутрішнє кредитування фінансовим сектором	0.413751	0.459238	-0.290078	0.714320	0.678054	-0.496325
Чисті вимоги фінансових корпорацій до центральних органів державного управління	-0.029014	-0.204186	-0.029122	0.553182	0.678534	-0.079797
Внутрішнє кредитування приватного сектора	0.420230	0.497099	-0.285799	0.617917	0.559181	-0.483658
Внутрішнє кредитування приватного сектора банками	0.443253	0.515737	-0.308079	0.599085	0.534232	-0.520160
Внутрішнє кредитування приватного сектора іншими фінансовими установами	0.294024	0.380330	-0.174918	0.631632	0.601504	-0.300568
Прямі іноземні інвестиції, чисті надходження (плат. бал.)	0.454765	0.541984	-0.428854	0.381200	0.271788	-0.607923
Портфельні інвестиції, облігації (урядові + приватні) (чисті надходження)	1.000000	0.904796	-0.865561	0.227825	0.143890	-0.041860
Портфельні іноземні інвестиції у вітчизняні акції, чисті надходження (плат. бал.)	0.904796	1.000000	-0.783064	0.190017	0.095462	-0.019690
Портфельні інвестиції, чисті надходження (плат. бал.)	-0.865561	-0.783064	1.000000	-0.256362	-0.171518	0.133328
Особисті грошові перекази з-за кордону	0.227825	0.190017	-0.256362	1.000000	0.975132	-0.562850
Грошова маса М ₃	0.143890	0.095462	-0.171518	0.975132	1.000000	-0.545550
Реальна процентна ставка (%)	-0.041860	-0.019690	0.133328	-0.562850	-0.545550	1.000000

Джерело: розраховано та складено автором на основі [448; 453; 454].

**Динаміка статей платіжного балансу України, які характеризують потоки грошових коштів
робітників-мігрантів: стандартна форма представлення (відповідно до КІБ 6), млн дол. США**

Статті платіжного балансу	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Оплата праці	56	70	141	212	349	531	2 199	3 611	3 411	4 034	4 808	5 520	6 757	5 154	5 595	6 694	9 110	11 478
Кредит	56	74	145	218	359	540	2 210	3 629	3 426	4 046	4 825	5 542	6 782	5 183	5 631	6 731	9 137	11 494
Дебет	0	4	4	6	10	9	11	18	15	12	17	22	25	29	36	37	27	16
Фінансові корпорації, нефінансові корпорації, домашні господарства та НКОДГ	1 056	1 560	1 758	2 153	2 317	2 672	2 983	2 856	2 308	2 540	3 188	2 542	1 687	960	2 779	2 596	2 830	3 014
Кредит	1 084	1 596	1 806	2 219	2 556	2 996	3 525	3 861	3 083	3 587	4 199	3 715	3 603	2 811	3 682	3 498	3 933	4 265
Дебет	28	36	48	66	239	324	542	1 005	775	1 047	1 011	1 173	1 916	1 851	903	902	1 103	1 251
Приватні трансферти (поточні трансферти між домашніми господарствами-резидентами та домашніми господарствами-нерезидентами)	773	1 118	1 378	1 655	1 873	2 316	2 738	2 457	1 917	1 798	2 165	1 926	1 194	498	2 252	2 219	2 438	2 651
Кредит	773	1 118	1 378	1 655	2 049	2 562	3 080	3 153	2 515	2 489	2 997	2 907	2 885	2 171	2 843	2 741	2 995	3 200
Дебет	0	0	0	0	176	246	342	696	598	691	832	981	1 691	1 673	591	522	557	549
Грошові перекази робітників	585	871	1 071	1 274	234	287	2 285	2 127	1 639	1 551	1 879	1 735	1 509	1 136	1 003	891	980	852
Кредит	585	871	1 071	1 274	236	289	2 292	2 140	1 643	1 560	1 890	1 749	1 531	1 165	1 013	906	996	872
Дебет	0	0	0	0	2	2	7	13	4	9	11	14	22	29	10	15	16	20
Інші поточні трансферти	283	442	380	498	444	356	245	399	391	742	1 023	616	493	462	527	377	392	363
Кредит	311	478	428	564	507	434	445	708	568	1 098	1 202	808	718	640	839	757	938	1 065
Дебет	28	36	48	66	63	78	200	309	177	356	179	192	225	178	312	380	546	702
Прямі інвестиції (пасиви, зміни внаслідок операцій резидентів з нерезидентами)	792	693	1 424	1 715	7 808	5 604	10 193	10 700	4 769	6 451	7 207	8 175	4 509	847	3 050	3 441	2 827	2 476

Джерело: [448].

Динаміка кількості банків в Україні

Роки	Кількість банків ¹	з них: з іноземним капіталом	у тому числі зі 100% іноземним капіталом	Частка банків з іноземним капіталом, %	у тому числі зі 100% іноземним капіталом, %
1991	76	–	–	0	0
1992	130	–	–	0	0
1993	207	–	–	0	0
1994	228	12	1	5,26	0,44
1995	210	12	1	5,71	0,48
1996	188	14	2	7,45	1,06
1997	189	22	6	11,64	3,17
1998	178	28	9	15,73	5,06
1999	164	30	8	18,29	4,88
2000	154	31	7	20,13	4,55
2001	152	21	6	13,82	3,95
2002	157	20	7	12,74	4,46
2003	158	19	7	12,03	4,43
2004	160	19	7	11,88	4,38
2005	165	23	9	13,94	5,45
2006	170	35	13	20,59	7,65
2007	175	47	17	26,86	9,71
2008	184	53	17	28,80	9,24
2009	182	51	18	28,02	9,89
2010	176	55	20	31,25	11,36
2011	176	53	22	30,11	12,50
2012	176	53	22	30,11	12,50
2013	180	49	19	27,22	10,56
2014	163	51	19	31,29	11,66
2015	117	41	17	35,04	14,53
2016	96	38	17	39,58	17,71
2017	82	38	18	46,34	21,95
2018	77	37	23	48,05	29,87

¹ Станом на кінець року.

Джерело: складено автором на основі [45, с. 177; 72, с. 215; 320; 321, с. 68; 322, с. 59; 421; 547, с. 32].

Додаток 45

Обсяг і частка іноземного капіталу в банківському секторі України,
млн грн

Роки	Власний капітал банків України ¹	З нього: сплачений зареєстрований статутний капітал банків України	Обсяг іноземного банківського капіталу	Частка іноземного капіталу у статутному капіталі банків України, %	Середній розмір капіталу банку з	
					українським капіталом	іноземним капіталом
1992	1	1	–	0	1	
1993	65	15	–	0	7	
1994	365	88	2	2,27	40	17
1995	1 580	541	6	1,11	270	50
1996	3 156	1 098	49	4,46	603	350
1997	3 971	1 560	247	15,83	786	1 123
1998	4 828	2 107	439	20,84	1 112	1 568
1999	5 878	2 914	678	23,27	1 669	2 260
2000	6 450	3 671	488	13,29	2 588	1 574
2001	7 915	4 575	572	12,50	3 056	2 724
2002	9 983	6 003	822	13,69	3 782	4 110
2003	12 882	8 116	917	11,30	5 179	4 826
2004	18 421	11 648	1 118	9,60	7 468	5 884
2005	25 451	16 144	3 148	19,50	9 152	13 687
2006	42 566	26 266	7 249	27,60	14 087	20 711
2007	69 578	42 873	15 006	35,00	21 771	31 928
2008	119 263	82 454	30 261	36,70	39 842	57 096
2009	115 175	119 189	42 670	35,80	58 411	83 667
2010	137 725	145 857	59 218	40,60	71 602	107 669
2011	155 487	171 865	72 011	41,90	81 182	135 870
2012	169 320	175 204	69 206	39,50	86 177	130 577
2013	192 599	185 239	62 981	34,00	93 327	128 533
2014	148 023	180 150	58 549	32,50	108 572	114 802
2015	103 713	222 170	87 535	39,40	177 151	213 500
2016	123 784	414 668	202 773	48,90	365 336	533 613
2017	161 108	495 377	177 345	35,80	722 800	466 697
2018	154 960	465 532	130 938	28,13	836 485	353 886

¹ Станом на кінець року.

Джерело: складено автором на основі [72, с. 218; 318, с. 96–97; 320; 321, с. 68; 322, с. 59; 421; 547, с. 33–34].

Хронологія та способи входження іноземних банків в Україну

Рік	Місцевий банк	Покупець (материнський банк, країна походження)	Частка акцій,%	Сума угоди, млн дол. США
І. Створення дочірнього банку (з або без подальшої купівлі місцевого банку, рік придбання)				
1994	Індустріально-експортний банк, 2005 р.	“Calyon”, Франція	...	...
1995		ING, Україна, Нідерланди	...	...
1997	Укрсоцбанк, 2007 р.	“Унікредит”, Італія	100	1,4 млрд дол
1997	Унікредитбанком, 2007 р.	ХФБ Україна, Австрія– Італія	...	...
1998		Стібанк Україна, США	...	...
1998	Банк “Аваль”, 2005 р.	“Raiffeisen Centrale”, Австрія	...	...
2004	Енергобанк, 2006 р.	НРБ, Росія	...	...
2005		Міжнародний іпотечний банк, США	...	...
2005	Банк “Мрія”, 2007 р.	ВТБ, Росія	...	...
2007		Номос-банк, Росія	...	...
ІІ. Купівля місцевого банку (придбання часток акцій українських банків)				
2000	Київський інвестиційний банк	ABH Ukraine Ltd, Суріус (група “Альфа”, Росія)	...	...
2002	Банк “Авіатек”	Петрокомерцбанк / “ИФД Капитал”, Росія	...	...
2003	Кредитбанк	Група Р.К.О., Польща	...	...
2004	Трансбанк	“ТуранАлем” (Казахстан)	9,99	...
2005	“Ажіо”	“Vilniaus Bankas” (SEB Group) (Швеція)	98,59	...
2005	“Аваль”	“Raiffeisen International” (Австрія)	93,5	1 028
2005	УкрСиббанк	“BNP Paribas” (Франція)	51	350
2005	ВАБанк	“TBIF Financial Services Group” (Нідерланди)	9,55	8,75

Продовження додатка 46

2005	“Форум”	Bank of New York (США)	10	20
2006	Український кредитно-торговий банк	Банк “ТуранАлем”, Казахстан	...	...
2006	Морський транспортний банк	Marfin Popular Bank, Греція	...	...
2006	“Мрія”	Внешторбанк (Росія)	98	70
2006	“НРБ-Україна”	Кіпрська компанія NRC Holding Limited, що входить до групи російської Національної резервної корпорації (НРК), Сбербанк, Росія	99,99	...
2006	Райффайзенбанк Україна	OTP Bank Plc. (Угорщина)	100	650 млн євро
2006	Мега-банк	Група портфельних інвесторів	20	19
2006	“Надра”	Група портфельних інвесторів	7,7	53
2006	Родовід-банк	Група портфельних інвесторів	18,9	47
2006	Індекс-банк	“Credit Agricole S.A.” (Франція)	98	255
2006	ВАбанк	“ТВIF Financial Services Group” (Нідерланди)	17,55	17
2006	“Престиж”	Erste Bank (Австрія)	50,5	35
2006	“Універсальний”	“Eurobank Ergasias” (Греція)	99,34	49,5
2006	Агробанк	Фінансова група PPF (Чехія)	100	30
2006	АІС-банк	“Русский стандарт” (Росія)	100	8,7–9,5
2006	Мега-банк	Bank Austria Creditanstalt (Австрія)	12,6	...
2006	“Приватінвест”	PPF Group (Чехія)	100	18
2007	ТАС-Комерцбанк, ТАС-інвестбанк	Swedbank	100	735
2007	Укргазпромбанк	Газпромбанк, Росія	...	...

Закінчення додатка 46

2007	Ікар-банк	“Societe Generale”, Франція	...	...
2007	Банк “Електрон”	Volksvagenbank, Австрія	...	...
2007	Радабанк	“КИТ-ФИНАНС”, Росія	...	...
2007	Банк “Прикарпаття”	“Getin Group”, Польща	...	...
2007	Міжнародний комерційний банк	Piraeus Bank, Греція	...	...
2007	Український банк реконструкції і розвитку	Банк Грузії (комерційний)	...	...
2007	Український інноваційний банк	“Нароalim”, Ізраїль	...	...

Джерело: складено автором на основі [25, с. 16; 520, с. 5].

**Умови виходу окремих європейських банків
з фінансового ринку України**

Банк і країна походження материнської компанії	Рік		Активи у володінні	Сума угоди з купівлі	Сума угоди з продажу	Активи викуплено
	купівлі	продажу				
SEB Bank (Швеція)	2005 2007 2007	2012	Банк “Ажіо” (94 %) Банк “Факторіал” (100 %) Акцепт-банк (100 %)	27,5 млн дол., 120 млн дол., немає даних	20–30 млн дол.	Фідобанк
Група компаній Home Credit Group (Чехія)	2006	2009, 2013	Агробанк (100 %)	40–65 млн дол.	43 млн дол. + 20 млн дол.	Платинум банк
Commerzbank (Німеччина)	2007 2010	2012	Банк “Форум” (60 %) + банк “Форум” (20 %)	600 млн дол. + 1 млрд. дол. у розвиток	80–150 млн дол.	Смарт-холдинг
Volksbank (Австрія)	2007	2012	Банк “Електрон” (98 %)	57 млн євро	Немає даних	Сбербанк Росії
Societe Generale (Франція)	2006	2012	Ікар-банк (100 %)	25–35 млн дол.	25–30 млн дол.	Альфа-банк (Кіпр, Росія)
Erste Group (Австрія)	2006 2007	2012	Банк “Престиж” (50,5 %) + (49,5 %)	35,3 млн дол. + 104 млн дол.	83 млн дол.	Фідобанк
Swedbank (Швеція)	2007- 2008	2013	ТАС-комбанк, ТАС-інвестбанк	735 млн дол.	175 млн дол.	Альфа-банк (Кіпр, Росія)
Intesa Sanpaolo (Італія)	2008	2013	Правекс-банк (100 %)	750 млн дол.	74 млн дол.	Group DF

Джерело: [194, с. 30].

Банки з іноземним капіталом станом на 01.01.2014 р.

Банк	Країна походження капіталу	Частка акцій, що належить нерезидентам, %	Група	Банк	Країна походження капіталу	Частка акцій, що належить нерезидентам, %	Група
Альфа Банк	Кіпр, Росія	100	I	Марфін-банк	Кіпр	99,8813	IV
Дочірній банк Сбербанку Росії	Росія	100	I	Кредобанк	Польща	99,5655	III
ОТП-банк	Угорщина	100	II	Ідея-банк	Польща	99,0604	IV
ІНГ-банк "Україна"	Нідерланди	100	II	Профінбанк	Франція	98,1003	IV
"Кредит-Дніпро"	Кіпр	100	II	Промінвестбанк	Росія	97,8502	I
Правекс-банк	Італія	100	III	Петрокоммерц-Україна	Росія	96,4835	IV
Сітібанк	США	100	III	Райффайзен Банк Аваль	Австрія	96,3658	I
ДІВІ-банк	Кіпр	100	III	"Форум"	Німеччина	96,0635	II
Платинум-банк	Кіпр	100	III	"Надра"	Австрія	89,9659	I
"Русский стандарт"	Росія	100	III	Енергобанк	Росія, Кіпр	89,5879	IV
Прокредит-банк	Німеччина, Велика Британія	100	IV	Західінком-банк	Велика Британія	51,0	IV
БМ-банк	Росія	100	IV	БТА-банк	Казахстан	49,9863	II
АСТРА-банк	Греція	100	IV	Укрбудінвест-банк	Швейцарія	37,1445	IV
Дойче-банк ДБУ	Німеччина	100	IV	Експобанк	Кіпр	34,1852	III
Кредит-Європа-банк	Нідерланди	100	IV	Дельта-банк	США	30,1088	I

Закінчення додатку 48

СЕБ-корпоративний банк	Швеція	100	IV	Укрсоцбанк	Австрія	26,2693	I
“Траст”	Росія	100	IV	Приватбанк	Кіпр	24,99	I
Кредит-вестбанк	Туреччина	100	IV	Банк Кіпру	Кіпр	22,7853	IV
“Юнісон”	Кіпр	100	IV	“Народний капітал”	Швеція	20,4633	IV
УкрСиб-банк	Франція, Велика Британія	99,9995	I	Фідобанк	Кіпр	20,0	II
Креді Агриколь-банк	Франція	99,995	II	Банк “Перший”	Грузія	19,395	IV
Піреус-банк МКБ	Греція	99,9873	IV	“Національний кредит”	Росія	19,076	IV
ВТБ-банк	Росія	99,9737	I	ВіЕйБі банк	Кіпр, Росія	17,31	II
Універсал-банк	Нідерланди	99,9645	II	Мегабанк	Німеччина	15,0	III
ВіЕс-банк	Австрія	99,9230	IV				

Джерело: [105, с. 30].

Деякі фінансові показники за групами банків

Роки	Показник				
	<i>Загальні активи банків, млрд грн</i>				
	Державні	Іноземні	Приватні	Приватбанк	Усього
31.12.2015	464	591	222	294	1 571
31.12.2016	541	605	197	394	1 737
31.12.2017	601	547	208	492	1 848
31.12.2018	616	545	226	525	1 911
	<i>Чисті активи за групами банків, млрд грн</i>				
	Державні	Іноземні	Приватні	Приватбанк	Усього
31.12.2015	353	441	196	265	1254
31.12.2016	425	438	173	221	1256
31.12.2017	475	416	187	259	1336
31.12.2018	463	414	202	282	1361
	<i>Розподіл чистих активів за групами банків, %</i>				
	Державні	Іноземні	Приватні	Приватбанк	Усього
31.12.2015	28.1%	35.1%	15.6%	21.2%	100.00%
31.12.2016	33.8%	34.9%	13.7%	17.6%	100.00%
31.12.2017	35.5%	31.1%	14.0%	19.4%	100.00%
31.12.2018	34.0%	30.4%	14.9%	20.7%	100.00%
	<i>Структура зобов'язань за групами банків, млрд грн</i>				
	Державні	Іноземні	Приватні	Приватбанк	Усього
31.12.2013	184	281	426	194	1086
31.12.2014	243	357	347	182	1130
31.12.2015	338	406	169	238	1151
31.12.2016	399	376	149	208	1133
31.12.2017	423	357	159	234	1173
31.12.2018	430	353	171	251	1205
	<i>Розподіл депозитів фізичних осіб за групами банків, %</i>				
	Державні	Іноземні	Приватні	Приватбанк	Усього
31.12.2015	22.7%	26.0%	16.6%	34.7%	100.00%
31.12.2016	25.1%	26.4%	14.1%	34.4%	100%
31.12.2017	27.0%	24.2%	13.3%	35.5%	100.00%
31.12.2018	28.2%	22.3%	14.3%	35.2%	100.00%

Джерело: складено автором на основі [308, с. 6].

Доларизація фінансового ринку України, на кінець періоду

Рік	Доларизація депозитів, %	Частка депозитів в іноземній валюті у Мз, %	Доларизація кредитів, %	Частка готівкової іноземної валюти поза банками у Мз, %	Доларизація економіки (депозити + готівка поза банками/Мз), %	Інфляція, %
1992	10,0	8,0	11,1	0,1	8,1	2 000,0
1993	28,0	20,5	5,2	9,2	29,8	10 156,0
1994	42,2	31,7	23,0	26,9	58,6	401,0
1995	36,8	22,8	25,7	42,4	65,2	181,7
1996	30,4	16,7	24,8	57,7	74,4	39,7
1997	26,0	13,2	28,8	56,1	69,3	10,1
1998	39,0	20,6	42,3	102,7	123,3	20,0
1999	43,8	24,1	51,5	118,3	142,4	19,2
2000	38,5	22,3	45,9	83,7	106,0	25,8
2001	32,3	18,7	44,1	55,8	73,9	6,1
2002	32,1	19,2	41,8	38,3	57,0	-0,6
2003	31,8	20,8	41,7	28,9	49,0	8,2
2004	36,4	24,2	42,2			12,3
2005	34,3	23,6	43,3			10,3
2006	38,1	27,0	44,5			11,6
2007	32,7	22,8	49,9			16,6
2008	43,9	30,6	59,1			22,3
2009	47,1	33,2	51,4			12,3
2010	42,3	29,7	44,0			9,1
2011	42,4	30,8	41,7			4,6
2012	43,7	32,6	34,9			-0,2
2013	36,8	27,24	33,99	75,88	102,95	0,5
2014	45,58	32,16	46,49	141,82	173,85	24,9
2015	44,94	32,17	55,96	207,32	239,47	43,3
2016	45,98	32,87	49,48	205,10	237,95	12,4
2017	44,00	31,90	43,90	193,98	225,86	13,7
2018	40,66	29,24	42,81	186,30	215,26	9,8

Джерело: [34, с. 119; 80, с. 35; 267, с. 70; 538, с. 66].

Основні показники банківського сектора України (станом на кінець року)¹

Показники	Роки							
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1	2	3	4	5	6	7	8	9
Кількість банків	175	174	180	145	117	96	82	81
Загальні балансові показники, млрд грн²								
Загальні активи	1 212	1 264	1 409	1 477	1 571	1 737	1 848	1 911
<i>у тому числі в іноземній валюті</i>	492	503	513	667	800	788	755	779
<i>частка в загальних активах, %</i>	40,59	39,79	36,41	45,16	50,92	45,37	40,85	40,76
<i>частка у Мз, %</i>			56,44	69,72	80,48	71,46	62,46	60,97
Чисті активи	1 054	1 125	1 278	1 290	1 254	1 256	1 336	1 361
<i>у тому числі в іноземній валюті</i>	416	450	470	565	582	519	507	495
<i>частка в чистих активах, %</i>	39,47	40,00	36,78	43,80	46,41	41,32	37,95	36,37
<i>частка у Мз, %</i>			51,71	59,06	58,55	47,07	41,94	38,74
Резерви	158	139	131	187	317	481	512	550
<i>у тому числі в іноземній валюті</i>	76	53	43	102	218	269	248	284
<i>частка резервів в іноземній валюті, %</i>	48,10	38,13	32,82	54,55	68,77	55,93	48,44	51,64
Валові кредити суб'єктам господарювання ³	608	634	727	820	831	847	870	919
<i>у тому числі в іноземній валюті</i>	221	227	252	400	492	437	423	460
<i>частка у валових кредитах, %</i>	36,35	35,80	34,66	48,78	59,21	51,59	48,62	50,05
<i>частка у Мз, %</i>			27,72	41,81	49,49	39,63	34,99	36,00
Чисті кредити суб'єктам господарювання ³	530	553	648	710	614	477	457	472

1	2	3	4	5	6	7	8	9
Валові кредити фізичним особам	197	184	189	208	176	157	171	197
<i>у тому числі в іноземній валюті</i>	113	84	67	101	97	83	68	61
<i>частка у валових кредитах, %</i>	57,36	45,65	35,45	48,56	55,11	52,87	39,77	30,96
<i>частка у М₃, %</i>			7,37	10,56	9,76	7,53	5,63	4,77
Чисті кредити фізичним особам	158	133	145	144	96	76	92	114
Кошти суб'єктів господарювання ³	205	221	258	283	349	413	427	430
<i>у тому числі в іноземній валюті</i>	70	80	81	114	141	177	163	150
<i>частка в коштах, %</i>	34,15	36,20	31,40	40,28	40,40	42,86	38,17	34,88
<i>частка у М₃, %</i>			8,91	11,92	14,18	16,05	13,48	11,74
Кошти фізичних осіб ⁴	312	368	443	403	402	437	479	509
<i>у тому числі в іноземній валюті</i>	154	187	189	214	215	239	243	241
<i>частка в коштах, %</i>	49,36	50,82	42,66	53,10	53,48	54,69	50,73	47,35
<i>частка у М₃, %</i>			20,79	22,37	21,63	21,67	20,10	18,86
Грошовий агрегат М₃ (залишки коштів на кінець періоду, млн грн)			908 994	956 728	994 062	1 102 700	1 208 859	1 277 635
національна валюта			661 402	649 018	674 296	740 211	823 249	903 980
іноземна валюта			247 592	307 710	319 766	362 489	385 610	373 655
Готівкові кошти в обігу поза банками (М ₀)			237 777	282 947	282 673	314 392	332 546	363 629
Депозити, які включають у грошовий агрегат М ₃			668 460	672 402	711 139	787 999	876 011	910 143
національна валюта			422 351	365 890	391 539	425 697	490 594	540 109
іноземна валюта			246 109	306 512	319 599	362 302	385 417	370 034
Цінні папери, крім акцій, що включаються в грошовий агрегат М ₃			2 758	1 379	250	309	302	3 864

1	2	3	4	5	6	7	8	9
національна валюта			1 275	181	83	122	109	242
іноземна валюта			1 483	1 198	167	187	193	3 621
<i>Рівень доларизації боргових цінних паперів, %</i>			53,77	86,87	66,80	60,52	63,91	93,71
<i>Рівень доларизації грошової маси M₃, %</i>			27,24	32,16	32,17	32,87	31,90	29,25
<i>Рівень доларизації депозитів, %</i>			36,82	45,58	44,94	45,98	44,00	40,66
<i>Рівень доларизації кредитів, %</i>			33,99	46,49	55,96	49,48	43,90	42,81
<i>Рівень доларизації за методикою МВФ (частка валютних депозитів у M₃), %</i>			27,07	32,04	32,15	32,86	31,88	29,16
Готівкова валюта в позабанківському секторі, млн дол. США	75 671	83 632	86 323	86 037	85 869	83 147	83 540	85 961
Готівкова валюта в позабанківському секторі, млн грн	604 611	668 220	689 721	1 356 803	2 060 856	2 261 598	2 344 968	2 380 260
<i>Частка готівкової валюти в позабанківському секторі у M₃, %</i>			75,88	141,82	207,32	205,10	193,98	186,30
<i>Частка депозитів в іноземній валюті й готівкової валюти поза банками у M₃, %</i>			102,95	173,85	239,47	237,95	225,86	215,26
<i>Частка валютної складової M₃ та готівкової валюти поза банками у M₃, %</i>			103,12	173,98	239,48	237,97	225,88	215,55
Співвідношення іноземної та національної складової грошової маси в країні			1,42	2,56	3,53	3,55	3,32	3,05
<i>Рівень доларизації грошового сектора, %</i>			58,63	71,95	77,93	78,00	76,83	75,29

1	2	3	4	5	6	7	8	9
Співвідношення іноземної валюти в тіншовому й офіційному секторі			2,79	4,41	6,44	6,24	6,08	6,37
Зміна (р/р, %)								
Загальні активи	11,10	4,30	11,40	4,80	6,40	10,60	6,40	3,40
Чисті активи	11,90	6,70	13,70	1,00	-2,80	0,20	6,40	1,80
Валові кредити суб'єктам господарювання ³	13,30	4,20	14,70	12,80	1,30	2,00	2,70	5,60
Валові кредити фізичним особам	-4,00	-6,70	3,00	10,30	-15,70	-10,40	8,60	15,00
Кошти суб'єктів господарювання ³	27,70	7,90	16,80	9,50	23,50	18,20	3,40	0,80
Кошти фізичних осіб ⁴	13,20	18,10	20,20	-8,90	-0,30	8,70	9,60	6,30
Рівень проникнення⁵, %								
Валові кредити суб'єктам господарювання ³ / ВВП	45,10	43,40	47,70	51,70	41,80	35,50	29,20	25,90
Чисті кредити суб'єктам господарювання ³ / ВВП	39,30	37,90	42,60	44,70	30,90	20,00	15,30	13,30
Валові кредити фізичним особам/ ВВП	14,60	12,60	12,40	13,10	8,80	6,60	5,70	5,50
Чисті кредити фізичним особам/ ВВП	11,70	9,10	9,50	9,10	4,80	3,20	3,10	3,20
Кошти суб'єктів господарювання ³ / ВВП	15,20	15,10	17,00	17,80	17,60	17,30	14,30	12,10
Кошти фізичних осіб/ ВВП	23,10	25,20	29,10	25,40	20,20	18,30	16,10	14,30
Фінансові результати⁶, млрд грн								
Чисті процентні доходи	53,8	49,2	49,1	52,2	39,1	44,2	53,1	22,5
Чисті комісійні доходи	15,4	18,1	21,0	23,1	22,6	24,2	27,5	9,6
Відрахування в резерви	36,5	22,3	28,0	84,4	114,5	198,3	49,3	3,8

1	2	3	4	5	6	7	8	9
Чистий прибуток/збиток	-7,7	6,0	1,4	-33,1	-66,6	-159,4	-26,5	10,8
<i>Довідково:</i>								
гривень/долар США (середнє за період)	7,97	7,99	7,99	11,89	21,84	25,55	26,60	27,95
гривень/долар США (на кінець періоду)	7,99	7,99	7,99	15,77	24,00	27,20	28,07	27,69
гривень/євро (середнє за період)	11,09	10,27	10,61	15,72	24,23	28,29	30,00	31,91
гривень/євро (на кінець періоду)	10,30	10,54	11,04	19,23	26,22	28,42	33,50	31,71

¹ За платоспроможними банками на кожен звітний дату.

² З нарахованими доходами/витратами.

³ Включно з небанківськими фінансовими установами.

⁴ Включно з ощадними сертифікатами.

⁵ ВВП за методологією СНР-2008; у 2008–2013 рр. з урахуванням тимчасово окупованої території АР Крим і м. Севастополь; у 2014–2018 рр. без урахування тимчасово окупованої території АР Крим, м. Севастополь та частини зони проведення АТО; дані за I–IV квартали 2018 р. – значення за останні 12 місяців з урахуванням прогнозу НБУ (3092, 3235, 3396 та 3553 млрд грн, відповідно).

⁶ З урахуванням коригувальних проводок, за IV квартал 2018 р. – попередні дані.

Джерело: складено та розраховано автором на основі [308, с. 11; 309].

**Показники грошово-кредитної та фінансової статистики
(середньозважена процентна ставка за період, %)**

Показник	Роки					
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1	2	3	4	5	6	7
Процентні ставки за новими кредитами, надані резидентам¹ (без урахування овердрафту), з них:						
корпоративний сектор ²	13,7	13,8	16,9	13,3	13,6	16,6
у національній валюті	16,5	16,2	20,0	15,2	15,8	20,9
в іноземній валюті	8,8	9,0	9,1	7,6	6,6	5,7
<i>Різниця між процентними ставками за новими кредитами корпоративному сектору в національній та іноземній валюті, %</i>	7,7	7,2	10,9	7,6	9,2	15,2
<i>Реальна процентна ставка за новими кредитами корпоративному сектору (номінальна мінус інфляція), %</i>	16,0	-8,7	-23,3	2,8	2,1	11,1
домашні господарства (крім фізичних осіб-підприємців)	26,0	28,3	25,9	29,7	30,3	33,0
у національній валюті	26,0	28,4	26,0	29,7	30,4	33,1
в іноземній валюті	11,7	9,7	7,8	10,7	8,9	10,9
<i>Різниця між процентними ставками за новими кредитами домашнім господарствам у національній та іноземній валюті, %</i>	14,3	18,7	18,3	19,0	21,5	22,3

780

Додаток 52

1	2	3	4	5	6	7
<i>Реальна процентна ставка за новими кредитами домашнім господарствам (номінальна мінус інфляція), %</i>	25,5	3,5	-17,3	17,3	16,7	23,3
Процентні ставки за новими депозитами резидентів¹, з них:	11,2	9,6	10,5	9,2	8,6	12,7
корпоративний сектор ²	9,9	8,1	10,4	9,0	8,9	13,8
у національній валюті	10,6	8,5	10,9	9,4	9,3	14,5
в іноземній валюті	4,6	5,3	4,8	3,8	2,5	2,5
<i>Різниця між процентними ставками за новими депозитами корпоративному сектору в національній та іноземній валюті, %</i>	6,0	3,1	6,0	5,6	6,8	12,0
<i>Реальна процентна ставка за новими депозитами корпоративному сектору (номінальна мінус інфляція), %</i>	10,1	-16,5	-32,4	-3,0	-4,4	4,7
домашні господарства (крім фізичних осіб-підприємців)	12,8	12,4	11,2	9,7	7,1	7,9
у національній валюті	17,5	17,1	16,9	14,2	11,4	11,7
в іноземній валюті	7,0	7,8	6,5	5,1	2,7	2,7
<i>Різниця між процентними ставками за новими депозитами домашнім господарствам у національній та іноземній валюті, %</i>	10,5	9,3	10,5	9,1	8,7	9,1
<i>Реальна процентна ставка за новими депозитами домашнім господарствам (номінальна мінус інфляція), %</i>	17,0	-7,8	-26,4	1,8	-2,3	1,9

1	2	3	4	5	6	7
Середньозважена дохідність ОВДП за результатами аукціонів з їхнього первинного розміщення, % :						
номінованих у гривні	13,0	15,2	17,0	14,9	15,0	17,8
номінованих у доларах						
США	7,6	5,8	8,7	7,3	4,8	6,0
<i>Різниця між середньозваженою дохідністю ОВДП за результатами аукціонів з їхнього первинного розміщення у гривні та доларах США, %</i>	5,3	9,4	8,3	7,6	10,2	11,8
<i>Реальна середньозважена дохідність ОВДП за результатами аукціонів з їхнього первинного розміщення (номінальна мінус інфляція), %</i>	12,5	-9,7	-26,3	2,5	1,3	8,0
Інфляція, %	0,5	24,9	43,3	12,4	13,7	9,8

¹ Включають дані секторів: нефінансових корпорацій (S.11), інших фінансових корпорацій (S.12, крім депозитних корпорацій (S.121, S.122)), домашніх господарств (S.141, S.142 – фізичні особи-підприємці та S.143, S.144 – фізичні особи), некомерційних організацій, що обслуговують домашні господарства (S.15) та сектора загального державного управління (S.13) відповідно до Класифікації інституційних секторів економіки України.

² Включають дані секторів: нефінансових корпорацій (S.11), інших фінансових корпорацій (S.12, крім депозитних корпорацій (S.121, S.122)), некомерційних організацій, що обслуговують домашні господарства (S.15), а також фізичних осіб-підприємців (S.141, S.142) відповідно до Класифікації інституційних секторів економіки України.

Джерело: складено та розраховано автором на основі даних [358].

Вагові коефіцієнти для розрахунку субіндексів економічної безпеки та інтегрального показника економічної безпеки

№	Назва індикатора, одиниця виміру	Значення вагового коефіцієнта
1	2	3
9.	Фінансова безпека	0,1294
9.1.	<i>Банківська безпека</i>	<i>0,1723</i>
9.1.1	Частка протермінованої заборгованості за кредитами в загальному обсязі кредитів, наданих банками резидентам України, відсотків	0,1510
9.1.2	Співвідношення банківських кредитів та депозитів в іноземній валюті, відсотків	0,1425
9.1.3	Частка іноземного капіталу у статутному капіталі банків, відсотків	0,1371
9.1.4	Співвідношення довгострокових (понад 1 рік) кредитів та депозитів, разів	0,1487
9.1.5	Рентабельність активів, відсотків	0,1496
9.1.6	Співвідношення ліквідних активів до короткострокових зобов'язань, відсотків	0,1359
9.1.7	Частка активів п'яти найбільших банків у сукупних активах банківської системи, відсотків	0,1351
9.2.	<i>Безпека небанківського фінансового ринку</i>	<i>0,1068</i>
9.2.1	Рівень проникнення страхування (страхові премії до ВВП), відсотків	0,3496
9.2.2	Рівень капіталізації лістингових компаній, відсотків ВВП	0,3295
9.2.3	Рівень волатильності індексу ПФТС, кількість критичних відхилень (-10 відсотків)	0,1278
9.2.4	Частка надходжень страхових премій трьох найбільших страхових компаній у загальному обсязі надходжень страхових премій (крім страхування життя), відсотків	0,1931
9.3.	<i>Боргова безпека</i>	<i>0,1746</i>
9.3.1	Відношення обсягу державного та гарантованого державою боргу до ВВП, відсотків	0,2195
9.3.2	Відношення обсягу валового зовнішнього боргу до ВВП, відсотків	0,2214

Продовження додатка 53

1	2	3
9.3.3	Середньозважена дохідність ОВДП на первинному ринку, відсотків	0,1830
9.3.4	Індекс EMBI (Emerging Markets Bond Index ^{&*}) + Україна	0,1778
9.3.5	Відношення обсягу офіційних міжнародних резервів до обсягу валового зовнішнього боргу, відсотків	0,1983
9.4.	<i>Бюджетна безпека</i>	<i>0,2023</i>
9.4.1	Відношення дефіциту/профіциту державного бюджету до ВВП, відсотків	0,2671
9.4.2	Дефіцит/профіцит бюджетних та позабюджетних фондів сектору загальнодержавного управління, відсотків ВВП	0,2482
9.4.3	Рівень перерозподілу ВВП через зведений бюджет, відсотків	0,2203
9.4.4	Відношення обсягу сукупних платежів з обслуговування та погашення державного боргу до доходів державного бюджету, відсотків	0,2644
9.5.	<i>Валютна безпека</i>	<i>0,1686</i>
9.5.1	Індекс зміни офіційного курсу національної грошової одиниці до долара США, середній за період	0,1775
9.5.2	Різниця між форвардним і офіційним курсом гривні, гривень	0,1505
9.5.3	Валові міжнародні резерви України, місяців імпорту	0,1801
9.5.4	Частка кредитів в іноземній валюті в загальному обсязі на даних кредитів, відсотків	0,1496
9.5.5	Сальдо купівлі-продажу населенням іноземної валюти, млрд. доларів США	0,1657
9.5.6	Рівень доларизації грошової маси, відсотків	0,1767
9.6.	<i>Грошово-кредитна безпека</i>	<i>0,1753</i>
9.6.1	Питома вага готівки поза банками в загальному обсязі грошової маси (M0/M3), відсотків	0,1615
9.6.2	Різниця між процентними ставками за кредитами, наданими депозитними корпораціями у звітному періоді, та процентними ставками за депозитами, залученими депозитними установами (крім Національного банку), відсоткових пунктів	0,1697

Закінчення додатка 53

9.6.3	Рівень середньозваженої процентної ставки за кредитами, наданими депозитними корпораціями (крім Національного банку) в національній валюті, відносно індексу споживчих цін, відсоткових пунктів	0,1725
9.6.4	Частка споживчих кредитів, наданих домогосподарствам, в загальній структурі кредитів, наданих резидентам	0,1523
9.6.5	Питома вага довгострокових кредитів у загальному обсязі наданих кредитів (скорегований на курсову різницю), відсотків	0,1697
9.6.6	Загальний обсяг вивезення фінансових ресурсів за межі країни, млрд. доларів США	0,1743

* Інформаційне агентство Cbonds URL: http://www.cbonds.info/ua/rus/index/index_detail/group_id/1/.

Джерело: [270].

Значення індикаторів для нормування*

№	Найменування індикатора, одиниця виміру	Характеристичні значення індикатора									
		X ^L крит	X ^L небезп	X ^L нездв	X ^L здв	X ^L опт	X ^R опт	X ^R здв	X ^R нездв	X ^R небезп	X ^R крит
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
9. Фінансова безпека											
9.1. Банківська безпека											
9.1.1	Частка протермінованої заборгованості за кредитами в загальному обсязі кредитів, наданих банками резидентам України, відсотків						2	3	4	5	7
9.1.2	Співвідношення банківських кредитів та депозитів в іноземній валюті, відсотків	50	70	80	85	90	110	130	140	160	180
9.1.3	Частка іноземного капіталу у статутному капіталі банків, відсотків	10	12	15	18	20	25	30	35	40	60
9.1.4	Співвідношення довгострокових (понад 1 рік) кредитів та депозитів, разів						1	1,2	1,8	2,2	3
9.1.5	Рентабельність активів, відсотків	-1	0	0	0,5	1	1,5	2	2,5	3	3,5
9.1.6	Співвідношення ліквідних активів до короткострокових зобов'язань, відсотків	0,5	0,65	0,8	0,85	1	1,0	1,5	1,8	2	3
9.1.7	Частка активів п'яти найбільших банків у сукупних активах банківської системи, відсотків						30	35	40	50	60

Продовження додатка 54

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
9.2. Безпека небанківського фінансового ринку											
9.2.1	Рівень проникнення страхування (страхові премії до ВВП), відсотків	1	2	4	6	8					
9.2.2	Рівень капіталізації лістингових компаній, відсотків ВВП	15	30	40	50	70	90	105	120	140	150
9.2.3	Рівень волатильності індексу ПФТС, кількість критичних відхилень (-10 відсотків)						0	1	2	3	4
9.2.4	Частка надходжень страхових премій трьох найбільших страхових компаній у загальному обсязі надходжень страхових премій (крім страхування життя), відсотків						10	12	15	20	30
9.3. Боргова безпека											
9.3.1	Відношення обсягу державного та гарантованого державою боргу до ВВП, відсотків						20	30	40	50	60
9.3.2	Відношення обсягу валового зовнішнього боргу до ВВП, відсотків						40	45	55	60	70
9.3.3	Середньозважена дохідність ОВДП на первинному ринку, відсотків						4	5	7	9	11
9.3.4	Індекс ЕМВІ+Україна						200	300	500	700	1000

Продовження додатка 54

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
9.3.5	Відношення обсягу офіційних міжнародних резервів до обсягу валового зовнішнього боргу, відсотків	20	36	41	45	50					
9.4. Бюджетна безпека											
9.4.1	Відношення дефіциту/профіциту державного бюджету до ВВП, відсотків	-6	-5	-4	-3	-2	3	5	6	8	10
9.4.2	Дефіцит/профіцит бюджетних та позабюджетних фондів сектору загальнодержавного управління, відсотків до ВВП	-3	-2	-1	-1	0	0	1	2	3	5
9.4.3	Рівень перерозподілу ВВП через зведений бюджет, відсотків	18	19	20	23	25	28	30	33	35	37
9.4.4	Відношення обсягу сукупних платежів з обслуговування та погашення державного боргу до доходів державного бюджету, відсотків						6	7	10	13	16
9.5. Валютна безпека											
9.5.1	Індекс зміни офіційного курсу національної грошової одиниці до долара США, середній за період	90	94	95	96	97	104	106	108	112	130
9.5.2	Різниця між форвардним і офіційним курсом гривні, гривень	-1,2	-0,8	-0,5	-0,3	0,0	0,3	0,5	0,8	1,2	2,5

Продовження додатка 54

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
9.5.3	Валові міжнародні резерви України, місяців імпорту	1,5	2	2,5	3	5					
9.5.4	Частка кредитів в іноземній валюті в загальному обсязі наданих кредитів, відсотків						20	30	37	45	50
9.5.5	Сальдо купівлі-продажу населенням іноземної валюти, млрд. доларів США	-8	-4	-3	-2	0	0	5	7	8	10
9.5.6	Рівень доларизації грошової маси, відсотків						15	20	24	27	30
9.6. Грошово-кредитна безпека											
9.6.1	Питома вага готівки поза банками в загальному обсязі грошової маси (M0/M3), відсотків						20	22	25	30	35
9.6.2	Різниця між процентними ставками за кредитами, наданими депозитними корпораціями у звітному періоді, та процентними ставками за депозитами, залученими депозитними установами (крім Національного банку), відсоткових пунктів	-1	0	1	2	3	4	5	6	9	11

Закінчення додатка 54

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
9.6.3	Рівень середньозваженої процентної ставки за кредитами, наданими депозитними корпораціями (крім Національного банку) в національній валюті, відносно індексу споживчих цін, відсоткових пунктів	-7	-3	-1	1	3	5	7	9	11	15
9.6.4	Частка споживчих кредитів, наданих домогосподарствам, у загальній структурі кредитів, наданих резидентам	1	2	3	4	5	9	12	15	18	21
9.6.5	Питома вага довгострокових кредитів у загальному обсязі наданих кредитів (скорегований на курсову різницю), відсотків	25	30	40	50	60					
9.6.6	Загальний обсяг вивезення фінансових ресурсів за межі країни, млрд. доларів США						1,0	2	5	10	15

Примітка:

*L (ліва частина) – для індикаторів, які є стимуляторами, нормування відбувається за критеріями лівої частини; R (права частина) – для індикаторів, які є дестимуляторами, нормування відбувається за критеріями правої частини.

Джерело: [270].

**Економічні нормативи у банківській системі України,
станом на 01.01.**

Норматив		Роки											
		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1		2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Н1	Регулятивний капітал, млрд грн	72,3	123,1	135,8	160,9	178,5	178,9	204,9	188,9	129,1	109,7	115,8	126,1
Н2	Норматив достатності (адекватності) регулятивного капіталу / платоспроможності (не менше 10 %)	13,92	14,01	18,08	20,83	18,9	18,06	18,26	15,6	12,31	12,69	16,1	16,18
Н3	Норматив (коефіцієнт) співвідношення регулятивного капіталу до сукупних активів (не менше 9 %; 7 % з 01.01.2019 р.)	8,91	11,82	13,91	14,57	14,96	14,89	13,98	–	–	–	–	–
Н4	Норматив миттєвої ліквідності (не менше 20 %)	53,6	62,38	64,45	58,8	58,48	69,26	56,99	57,13	78,73	60,79	55,55	68,66
Н5	Норматив поточної ліквідності (не менше 40 %)	75,31	75,16	72,9	77,33	70,53	79,09	80,86	79,91	79,98	102,14	108,08	99,12

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Н6	Норматив короткотермінової ліквідності (не менше 60 %)	39,93	32,99	35,88	91,19	94,73	90,28	89,11	86,14	92,87	92,09	98,37	93,52
Н7	Норматив максимального розміру кредитного ризику на одного контрагента (не більше 25 %)	22,56	23,04	21,56	21,04	20,76	22,1	22,33	22,01	22,78	21,48	20,29	19,83
Н8	Норматив великих кредитних ризиків (не більше 8-кратного розміру регулятивного капіталу)	171,01	187,36	169,21	161,2	164,46	172,91	172,05	250,04	364,14	308,27	208,31	176,23
Н9	Норматив максимального розміру кредитів, гарантій та порук, наданих одному інсайдеру (не більше 5 %)	2,01	1,66	0,93	0,81	0,57	0,37	0,36	0,13	–	–	–	–
Н9	Норматив максимального розміру кредитного ризику за операціями із пов'язаними з банком особами (не більше 25 %)	–	–	–	–	–	–	–	–	31,19	36,76	17,89	10,41

1		2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Н10	Норматив максимального сукупного розміру кредитів, гарантій та порук, наданих інсайдерам (не більше 30 %)	6,84	5,76	3,31	2,25	2,51	2,41	1,63	1,37	–	–	–	–
Н11	Норматив інвестування в цінні папери окремо за кожною установою (не більше 15 %)	0,58	0,22	0,07	0,05	0,06	0,09	0,04	0,01	0,002	0,001	0,0001	0,0009
Н12	Норматив загальної суми інвестування (не більше 60 %)	9,05	5,52	3,12	3,35	3,24	3,48	3,15	2,97	1,1	0,6	0,22	0,15

Джерело: [114].

Дані про кількість банків України

Показники	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Кількість банків, уключених до Державного реєстру банків (на кінець періоду)														
у тому числі зареєстровано протягом періоду	5	13	6	7	5	3	4	4	8	2	–	–	–	–
Кількість банків, які мають банківську ліцензію (на кінець періоду)	165	170	175	184	182	176	176	175	179	162	119	99	84	78
з них банки за участю іноземного капіталу	23	35	47	53	51	55	53	53	49	51	41	41	39	41
у тому числі зі 100% іноземним капіталом	9	13	17	17	18	20	22	22	19	19	18	18	19	24
Кількість банків, які мають ліцензію санаційного банку (на кінець періоду)	–	–	–	–	–	–	–	1	1	1	1	1	1	–
Крім того, кількість інших фінансових установ, яким надано ліцензію на здійснення банківських операцій	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Кількість банків, у яких припинено або зупинено здійснення окремих банківських операцій (протягом періоду)	17	11	9	7	7	2	11	5	6	19	–	–	–	–
Кількість банків, у яких відкликано банківську ліцензію (протягом періоду)	1	5	2	1	8	9	4	4	4	19	44	20	15	6

794

Додаток 56

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Кількість банків, виключених з Державного реєстру банків (протягом періоду)	1	6	1	7	6	6	–	26	2	2	1	–	4	9
у тому числі														
у зв'язку з реорганізацією	–	2	1	1	–	2	–	2	2	–	1	–	–	2
у зв'язку з ліквідацією	1	4	–	6	6	4	–	1	–	2	–	–	4	7
Кількість банків, що подають звітність Національному банку України (на кінець періоду)	163	169	173	182	180	175	175	175	180	158	120	99	84	78

Джерело: [313].

Показники фінансово-економічної безпеки банківської системи України

Показники	Порогові значення показників	Фактичний стан показників												
		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Активи банківської системи, % до ВВП	≥ 85	48,4	62,5	83,2	97,7	96,4	87,0	80,1	80,0	87,8	84,1	63,4	50,9	43,6
Капіталізація банківської системи, % до ВВП	≥ 7	5,7	7,8	9,7	12,6	12,6	12,7	11,8	12,0	13,2	9,4	5,3	5,0	5,2
Обсяг власного капіталу банків до активів банківського сектора, %	≥ 10	11,9	12,5	11,6	12,9	13,1	14,6	14,7	15,0	15,1	11,2	8,3	9,9	12,0
Адекватність регулятивного капіталу (H2)	≥ 10	14,9	14,19	13,92	14,01	18,08	20,83	18,9	18,06	13,89	11,21	8,3	8,19	9,77
Рентабельність капіталу (ROE), %	≥ 15	10,4	13,52	12,67	8,57	-32,52	-10,19	-5,27	3,03	0,81	-30,46	-51,91	-116,74	-15,96
Рентабельність активів (ROA), %	≥ 3	1,31	1,61	1,5	1,03	-4,38	-1,45	-0,76	0,45	0,12	-4,07	-4,46	-12,6	-1,94
Частка протермінованої заборгованості за кредитами в кредитному портфелі банків, %	≤ 10	2,2	1,7	1,3	2,3	9,4	11,2	9,6	8,9	7,7	13,5	22,1	30,5	53,4
Середньорічна вартість банківських кредитів, % річних	≤ 10	14,6	14,1	13,5	16,0	18,3	14,6	14,3	15,5	14,4	15,0	17,5	–	–
у тому числі: у національній валюті; в іноземній валюті		16,4 11,5	15,4 11,3	14,4 11,3	17,8 11,6	20,9 10,0	15,7 10,5	16,0 9,2	18,4 8,4	16,6 9,4	17,6 8,3	21,5 6,9	17,7 8,2	21,16 7,32
Рівень інфляції (до грудня попереднього року), %	≤ 107	110,3	111,6	116,6	122,3	112,3	109,1	104,6	99,8	100,5	124,9	143,3	112,4	113,7
Чиста процентна маржа, %	≥ 4,5	4,9	5,3	5,03	5,3	6,21	5,79	5,11	4,38	3,84	4,11	3,11	–	–

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Чистий спред, %	$\geq 1,25$	5,78	5,76	5,31	5,18	5,29	4,84	4,51	–	–	–	–	–	–
Кредитування банками суб'єктів господарювання, % до ВВП		24,7	30,8	38,3	49,8	52,0	47,0	44,2	43,2	48,0	51,2	41,9	35,5	29,2
Частка кредитів у переробну промисловість, у сукупному кредитному портфелі, %	≥ 20	19,6%	16,5	13,6	13,4	14,0	21,6	19,6	17,8	20,8	23,0	25,0*	38,0	25,9**
Частка іноземного капіталу у статутному капіталі банків, %	≤ 30	19,5	27,6	35,0	36,7	35,8	40,6	41,9	39,5	34,0	32,5	43,3	42,8	–

* За 9 місяців 2015 р.

** На кінець травня 2018 р.

Джерело: [8; 24].

**Терміни запровадження вимог Базель III
у % від активів, зважених на ризик**

Показник	Роки, на 01.01.									
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
Коефіцієнт левериджу	Моніторинг наглядових органів		Паралельне виконання починаючи з 01.01.2013 р. до 01.01.2017 р. Оголошення з 01.01.2015 р.					Включення до Компоненти 1		
Частка акціонерного капіталу			3,5%	4%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	
Буфер збереження капіталу						0,625%	1,25%	1,875%	2,5%	
Частка акціонерного капіталу + буфер			3,5%	4%	4,5%	5,125%	5,75%	6,375%	7%	
Зменшення відрахувань (15% фін. інструментів, що входили до складу капіталу 1-го рівня)				20%	40%	60%	80%	100%	100%	
Мінімальний капітал 1-го рівня			4,5%	5,5%	6%	6%	6%	6%	6%	
Мінімальний загальний капітал			8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	
Мінімальний загальний капітал + буфер			8%	8%	8%	8,625%	9,25%	9,875%	10,5%	
Інструменти капіталу, що виводяться зі складу капіталу 1-го та 2-го рівня	Поступове виведення протягом 10 років, починаючи з 2013 р.									
Коефіцієнт ліквідного покриття	Початок спостереження				Запровадження					
Коефіцієнт чистого стабільного фінансування		Початок спостереження						Запровадження		

Джерело: [655].

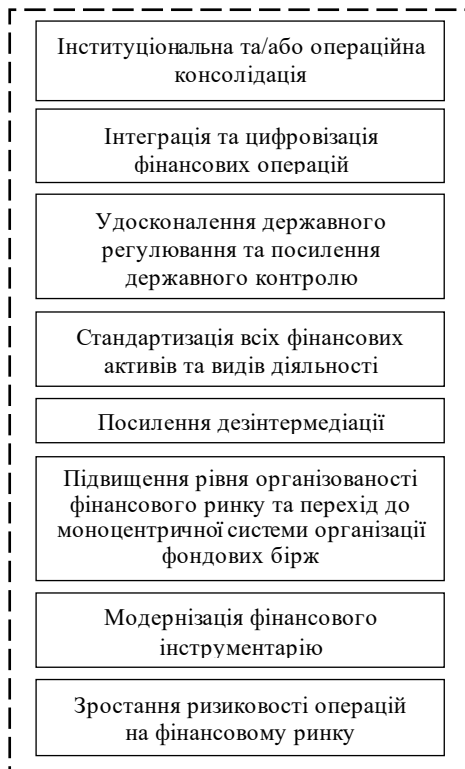
Порівняння основних положень Базель II та Базель III

Показники	Базель II	Базель III
Частка акціонерного капіталу, %	2	4,5 7 (з врахуванням буфера)
Буфер збереження капіталу, %	відсутній	2,5
Контрциклічний буфер капіталу, %	відсутній	0 – 2,5
Капітал для системно важливих банків	відсутній	величина капіталу є більшою, ніж за загальноприйнятими стандартами
Мінімальний капітал 1-го рівня, %	4	6
Капітал 3-го рівня	присутній	скасовано
Мінімальний загальний капітал, %	8	10,5 (з врахуванням буфера)
Коефіцієнт левериджу, %	відсутній	3
Коефіцієнт ліквідного покриття, %	відсутній	>100
Коефіцієнт чистого стабільного фінансування, %	відсутній	>100
Врахування ризиків	кредитний, ринковий, операційний	кредитний, ринковий, операційний + ризик ліквідності

Джерело: складено автором на основі [284, с. 7; 655].

Вплив процесів глобалізації на фінансовий ринок

ЗАКОНОМІРНОСТІ ТА НАПРЯМИ РОЗВИТКУ ФІНАНСОВОГО РИНКУ



НАСЛІДКИ ВПЛИВУ



Джерело: розроблено автором.

СТРАТЕГІЯ РОЗВИТКУ ФІНАНСОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ ДО 2025 РОКУ (проект)

I. МІСІЯ ТА ЦІЛІ СТРАТЕГІЇ

Сучасний стан вітчизняної економіки, нестабільна військово-політична ситуація та зубожіння домогосподарств спонукають до пошуку програм подолання кризових явищ. Реалізація таких програм потребує значних коштів, вагому частку з яких міг б забезпечити фінансовий ринок.

Необхідність розробки Стратегії розвитку фінансового ринку України до 2025 р. зумовлена суттєвим зростанням місця і значення фінансового сектора в сучасній економіці. Відбувається зміна запитів і фінансової поведінки споживачів фінансових послуг, бурхливий розвиток фінансових технологій та поступове стирання фізичних меж надання фінансових послуг, трансформація світової практики фінансового регулювання та нагляду тощо. Водночас відсутність цілісного бачення ефективної моделі розбудови фінансового ринку на середньо- та довготермінову перспективи призводить до неефективного його функціонування та розвитку, що неминуче позначається на вирішенні соціально-економічних проблем країни, забезпеченні її стратегічних фінансових інтересів.

Стратегія розвитку фінансового ринку України до 2025 р. розроблена з урахуванням основних положень Стратегії сталого розвитку “Україна – 2020”, схваленої Указом Президента України від 12 січня 2015 р. № 5 і Угоди про асоціацію між Україною, з однієї сторони, та Європейським Союзом, Європейським співтовариством з атомної енергії та їхніми державами-членами, з іншої сторони, ратифікованої Законом України від 16 вересня 2014 р. № 1678-VII.

Місією Стратегії розвитку фінансового ринку України до 2025 р. є розбудова фінансового сектора, здатного забезпечувати реальний сектор економіки необхідними фінансовими ресурсами для сприяння його прискореному зростанню і добробуту суспільства загалом.

Стратегія розвитку фінансового ринку України є цілісною системою ідей, базових принципів, підходів і комплексу заходів щодо розвитку фінансового ринку на середньотермінову перспективу з урахуванням національних фінансових інтересів та соціально-економічних викликів. Основні положення цієї Стратегії передбачають комплекс ключових заходів нормативно-правового, інституційно-організаційного та функціонального характеру, спрямованих на розбудову всіх сегментів фінансового ринку. Вона є також підґрунтям для вдосконалення наявних програм розвитку окремих сегментів фінансового ринку.

Основні *цілі* Стратегії розвитку фінансового ринку України до 2025 р. такі:

- створення умов для розвитку і реформування фінансового ринку з метою прискорення темпів економічного зростання;
- збалансування інтересів усіх суб’єктів фінансового ринку;

- підвищення взаємної відповідальності та довіри між суб'єктами фінансового ринку на основі забезпечення їхньої прозорої роботи;
- розширення спектра фінансових послуг та зростання їхньої доступності;
- розвиток конкуренції на фінансовому ринку та підтримка його міжнародної конкурентоспроможності.

У цій Стратегії фінансовий ринок розглянуто як систему економічних відносин, пов'язаних з обігом і використанням грошей та фінансових інструментів, а також інституційне середовище та інфраструктуру, де взаємодіють його учасники – кредитори, позичальники, професійні фінансові посередники.

Пріоритетні завдання розвитку фінансового ринку розглянуто за окремими сегментами і напрямками:

- кредитний ринок;
- страховий ринок;
- ринок цінних паперів;
- ринок спільного інвестування;
- ринок недержавних пенсійних послуг;
- ринок кредитної кооперації;
- розвиток інноваційних фінансових інститутів, інструментів та послуг;
- удосконалення регулювання та нагляду на фінансовому ринку.

II. ПРИОРИТЕТНІ ЗАВДАННЯ РОЗВИТКУ ФІНАНСОВОГО РИНКУ

1. Кредитний ринок (Ринок банківського та парабанківського кредитування)

Ключові заходи розвитку:

- забезпечення розвитку кредитного ринку України, зорієнтованого на стимулювання економічного зростання;
- запровадження дієвого механізму захисту прав кредиторів, вкладників і клієнтів та очищення фінансового сектора від проблемних активів, для чого необхідно:
 - ✓ створити правові механізми протидії введенню недобросовісними особами контролю над банками;
 - ✓ запровадити процедури щодо позасудового врегулювання та стимулювання реструктуризації заборгованості;
 - ✓ удосконалити законодавство щодо примусового стягнення заборгованості та відчуження і реалізації заставного майна;
 - ✓ запровадити інститут фінансового омбудсмена;
 - ✓ спростити процедури задоволення забезпечених заставою вимог кредиторів;

Продовження додатка 61

- ✓ запровадити інститут приватних виконавців;
 - ✓ внести зміни до Закону України “Про Фонд гарантування вкладів фізичних осіб” стосовно його фінансування;
 - ✓ поширити надання державних гарантій на вклади у банківських металах;
 - ✓ спростити законодавство щодо банкрутства боржників.
- удосконалення інфраструктури кредитного ринку України з метою створення організаційно-економічних засад активізації його ролі в процесах подолання кризових явищ у національній економіці;
 - оптимізація структури банківського кредитування в напрямі зростання частки довготермінового інвестиційного кредитування, спрямованого на модернізацію та інноваційний розвиток економіки;
 - підвищення рівня капіталізації банків та конкурентоспроможності банківських кредитних послуг, для чого необхідно:
 - ✓ удосконалити систему стимулювання капіталізації прибутку в банках;
 - ✓ упровадити обов’язкове котирування та продаж банками власних акцій на організованому ринку;
 - ✓ сприяти розвитку нових сегментів ринку банківських послуг, зорієнтованих на потреби великих компаній та на малий і середній бізнес та населення;
 - поширення міжнародних стандартів корпоративного управління, для чого потрібно:
 - ✓ посилити вимоги до кваліфікаційного рівня членів наглядових рад банків;
 - ✓ підвищити рівень відповідальності керівників і власників банку за його діяльність;
 - ✓ розробити критерії оцінки ділової репутації засновників банку та підвищення вимог до покупців акцій банків;
 - ✓ підвищити вимоги до стандартів розкриття інформації суб’єктами ринку та прозорості їхньої діяльності;
 - ✓ забезпечити ефективність системи якості внутрішнього і зовнішнього аудиту;
 - збалансування функціонування кредитного ринку на засадах раціонального та гармонійного поєднання важелів ринкового саморегулювання і державних регуляторних заходів;
 - удосконалення системи управління банківськими ризиками, для чого необхідно:
 - забезпечити впровадження постійного моніторингу ризиків з метою ефективного управління і внутрішнього контролю;

- наблизити зовнішній аудит банків до вимог стандартів аудиту та етики Міжнародної федерації бухгалтерів (IFAC);
 - ✓ удосконалити систему бюро кредитних історій та діяльності колекторських агентств;
- удосконалення системи банківського регулювання та нагляду, для чого треба:
 - ✓ запровадити своєчасне реагування органів нагляду на погіршення проблем банку для локалізації наслідків неефективного управління;
 - ✓ зосередити нагляд за діяльністю банків на оцінці кількісних характеристик ризиків та якості управління ризиками;
 - ✓ удосконалити правову основу механізму санації банків;
 - ✓ удосконалити процедури ліквідації банків створенням інституту корпоративних ліквідаторів;
- реалізація Стратегії розвитку державних банків, для чого потрібно:
 - ✓ удосконалити модель управління банками державного сектора, поліпшивши фінансову дисципліну;
 - ✓ запровадити плани виходу держави з капіталу банків задля забезпечення підвищення їхньої вартості;
 - ✓ удосконалити підходи для роботи з кредитами, які не працюють, щоб зменшити тиск на баланси банків державного сектора, максимізувати їхню залишкову вартість;
 - ✓ запровадити стратегії для окремих банків з метою відновлення їхньої діяльності як прибуткових установ, що функціонують на комерційних засадах.

2. Страховий ринок

Ключові заходи розвитку:

- оздоровлення страхового ринку, для чого необхідно:
 - ✓ удосконалити контроль вірогідності звітності страховиків, оцінки розмірів резервів, якості та вартості активів;
 - ✓ удосконалити вимоги до аудиторів, запровадити практику незалежного аудиту;
 - ✓ запровадити принцип першочерговості задоволення вимог страхувальників у загальній черзі інших кредиторів;
- підтримання добросовісної конкуренції;
- розвиток і запровадження нових видів страхування, для чого потрібно:
 - ✓ розробити та реалізувати програму впровадження та розвитку інвестиційного страхування;
 - ✓ запровадити заходи стимулювальної податкової політики щодо розвитку нових видів страхування;

Продовження додатка 61

- ✓ створити правові засади для впровадження обов'язкового медичного страхування;
- ✓ сприяти розвитку страхування нерухомості юридичними та фізичними особами від природних катастроф і техногенних аварій;
- ✓ створити правові засади для підтримки розвитку аграрного страхування;
- ✓ створити ефективну систему імплементації норм і практик ЄС у сфері ядерного страхування;
- ✓ сприяти залученню страховиків до системи другого рівня пенсійного забезпечення;
- ✓ розширити перелік цінних паперів та інших фінансових інструментів, у які можна розміщувати резерви страхових компаній;
- удосконалення регулювання, нагляду і контролю за діяльністю учасників страхового ринку, для чого треба:
 - ✓ удосконалити державне регулювання та нагляд у сфері страхування з урахуванням принципів і стандартів, рекомендованих Міжнародною асоціацією органів нагляду за страховою діяльністю;
 - ✓ створити правові засади для пруденційного нагляду;
 - ✓ підвищити кваліфікаційний рівень працівників Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України;
 - ✓ систематизувати порушення законодавства та запровадити відповідальність щодо кожного з цих порушень з урахуванням ступеня їхньої суспільної небезпеки;
 - ✓ розробити стимули для страховиків, що добровільно дотримуються у діяльності стандартів прозорості;
 - ✓ зменшити кількість обов'язкових видів страхування та забезпечити проведення експертизи доцільності запровадження нових видів обов'язкового страхування;
 - ✓ удосконалити регулювання діяльності актуаріїв, завершити створення системи підготовки та сертифікації актуаріїв з поступовою передачею цих функцій саморегулювній організації;
 - ✓ удосконалити діяльність об'єднання страховиків “Аграрний страховий пул” на засадах транспарентності та прозорості вступу;
- забезпечення захисту прав та інтересів споживачів страхових послуг, для чого необхідно:
 - ✓ забезпечити регулярне оприлюднення інформації про діяльність суб'єктів страхового ринку в засобах масової інформації;
 - ✓ удосконалити моніторинг діяльності страховиків та посилити контроль за дотриманням ними вимог щодо забезпечення платоспроможності, розміру чистих активів, статутного капіталу;
 - ✓ унормувати діяльність страхових посередників, аудиторів, актуаріїв, аварійних комісарів, експертів, аджастерів, сюрвеєрів;

- ✓ створити ефективну систему протидії страховому шахрайству;
- ✓ створити правові засади для першочерговості задоволення вимог страхувальників у загальній черзі інших кредиторів;
- ✓ сприяти розвитку інститутів досудового захисту, зокрема, впровадити інститут “страхового омбудсмена”;
- підвищення капіталізації страховиків та їхньої конкурентоспроможності, для чого треба:
 - ✓ сприяти концентрації страхового ринку;
 - ✓ поширити використання рейтингових оцінок фінансової стійкості та кредитоспроможності страховиків;
 - ✓ розробити методики та запровадити практику оцінки результативності інвестиційної діяльності страхових компаній;
 - ✓ розширити практику впровадження міжнародних стандартів бухгалтерського обліку та фінансової звітності страховиків;
- інтеграція страхового ринку України до світового фінансового простору, для чого потрібно:
 - ✓ усунути суперечності між чинними нормативно-правовими актами з метою вдосконалення договірних відносин у сфері страхування (перестраховання);
 - ✓ адаптувати законодавство України у сфері страхування до законодавства ЄС, зокрема, ухваленням нової редакції Закону України “Про страхування”;
 - ✓ укладати дво- та багатосторонні договори між вітчизняними органами нагляду й органами страхового нагляду інших країн щодо взаємодії у сфері регулювання страхової (перестрахової) діяльності.

3. Ринок цінних паперів

Ключові заходи розвитку:

- розвиток технічної бази проведення торгів, для чого необхідно:
 - ✓ підвищити рівень концентрації торгівлі на організованому ринку цінних паперів запровадженням на торговельних майданчиках єдиних правил і стандартів;
 - ✓ запровадити систему *T2S (TARGET2-Securities)* для торгівлі на ринку цінних паперів;
 - ✓ удосконалити комунікативну систему взаємодії між центральним депозитарієм та іншими депозитаріями, а також реєстраторами, зберігачами та суб’єктами ринку;
 - ✓ удосконалити інформаційно-технічне забезпечення он-лайн режиму проведення торгів;
- розвиток і запровадження інноваційних фінансових інструментів, для чого потрібно:

- ✓ удосконалити Закон України “Про внесення змін до Закону України “Про цінні папери та фондову біржу” в частині впровадження в обіг нових інструментів;
- ✓ ухвалити Закон України “Про похідні цінні інструменти”;
- ✓ стимулювати ведення електронних позабіржових торгових платформ;
- ✓ створити правові засади для розвитку інституту маркет-мейкерів;
- ✓ створити центри накопичення ринкової інформації (репозиторії);
- ✓ запровадити стимулювальну податкову політику для розвитку ринку інноваційних фінансових інструментів;
- розширення участі інвесторів-фізичних осіб в операціях на фондовому ринку, для чого треба:
 - ✓ запровадити стимулювальну податкову політику для залучення фізичних осіб на фондовий ринок;
 - ✓ створити правові засади для розвитку Інтернет-трейдингу;
 - ✓ передбачити умови кредитування фізичних осіб для проведення операцій на ринку цінних паперів;
- підвищення захисту інтересів інвесторів, для чого необхідно:
 - ✓ запровадити методику оцінки ділової репутації учасників фондового ринку;
 - ✓ здійснювати постійний моніторинг маніпуляцій та проведення фіктивних угод;
 - ✓ посилити відповідальність за розголошення інсайдерської чи конфіденційної інформації;
 - ✓ запровадити посаду омбудсмена фондового ринку;
- розвиток системи ліцензування біржової та посередницької діяльності, для чого потрібно:
 - ✓ спростити порядок ліцензування діяльності професійних учасників ринку цінних паперів;
 - ✓ удосконалити вимоги до оприлюднення інформації стосовно діяльності учасників і посередників фондового ринку в засобах масової інформації;
- удосконалення регулювання, нагляду, контролю і саморегулювання на ринку цінних паперів, для чого треба:
 - ✓ удосконалити моніторинг діяльності учасників ринку та посилити контроль за дотриманням ними стандартів діяльності на ринку цінних паперів;
 - ✓ ухвалити Закон України “Про саморегульовальні організації на ринку цінних паперів”;
 - ✓ удосконалити взаємодію державних органів і саморегульовальних організацій у напрямі вдосконалення діяльності на біржовому ринку;
 - ✓ запровадити систему пруденційного нагляду і контролю за ризиками;

- ✓ сприяти підвищенню рівня взаємодії між регуляторами фінансового ринку;
- ✓ створити правові засади для забезпечення конкуренції на фондовому ринку;
- інтеграція ринку цінних паперів до світового фінансового середовища, для чого необхідно:
 - ✓ забезпечити подальшу адаптацію законодавства України у сфері обігу цінних паперів до законодавства ЄС та принципів IOSCO;
 - ✓ імплементувати в українське законодавство європейські стандарти функціонування регульованих ринків цінних паперів;
 - ✓ забезпечити ефективну систему захисту інтересів інвесторів підвищенням інформаційної прозорості ринку, гарантованим виконанням укладених угод, удосконаленням обліку прав власності щодо цінних паперів та запровадженням компенсаційних механізмів відповідно до вимог законодавства ЄС.

4. Ринок спільного інвестування

Ключові заходи розвитку:

- удосконалення інституційної складової ринку спільного інвестування, створенням сприятливих організаційно-правових умов для суттєвого нарощення обсягів діяльності, для чого потрібно:
 - ✓ розробити стимули для розвитку пайових інвестиційних фондів;
 - ✓ сприяти розвитку інвестиційних хедж-фондів, фондів прямих інвестицій і диверсифікованих фондів;
 - ✓ запровадити інститут фінансового арбітражу;
- забезпечення інформаційної прозорості діяльності інститутів спільного інвестування, для чого необхідно:
 - ✓ упорядкувати процедури інвестування коштів;
 - ✓ забезпечити регулярне оприлюднення інформації про діяльність інститутів спільного інвестування в засобах масової інформації;
 - ✓ забезпечити прозорий і публічний моніторинг, ренкінгування та рейтингування роботи інвестиційних фондів і компаній з управління активами;
 - ✓ удосконалити моніторинг діяльності інститутів спільного інвестування та посилити контроль за дотриманням ними вимог щодо забезпечення фінансової стійкості, розміру чистих активів, статутного капіталу;
- забезпечення розвитку послуг спільного інвестування, для чого треба:
 - ✓ надати можливість компаніям з управління активами брати в управління обов'язкові резерви страхових компаній;

- ✓ лібералізувати валютне регулювання у сфері спільного інвестування скасуванням надмірних обмежень на залучення коштів в іноземній валюті та здійсненням інвестицій в іноземні цінні папери;
- удосконалення регулювання, нагляду, контролю і саморегулювання на ринку спільного інвестування, для чого потрібно:
 - ✓ упровадити пруденційний нагляд за діяльністю інститутів спільного інвестування;
 - ✓ стимулювати запровадження принципів і цілей державного регулювання та нагляду відповідно до міжнародних стандартів IAIS (Міжнародної асоціації органів страхового нагляду);
 - ✓ запровадити процедури оцінки ефективності інвестиційної діяльності вітчизняних інститутів спільного інвестування відповідно до Глобальних стандартів результативності інвестування (GIPS);
 - ✓ упровадити ефективні компенсаційні механізми гарантування законних інтересів фізичних осіб-вкладників пайових інвестиційних фондів;
 - ✓ розробити та реалізувати цільову програму виявлення причин низького рівня довіри домогосподарств до використання послуг інститутів спільного інвестування;

5. Ринок недержавних пенсійних послуг

Ключові заходи розвитку:

- запровадження нагромаджувальної системи загальнообов'язкового державного пенсійного страхування, для чого необхідно:
 - ✓ визначити механізми нагромадження пенсійних коштів;
 - ✓ створити спеціальні “довгі” фінансові інструменти (державні облигації з доходністю не нижче рівня інфляції) для інвестування активів нагромаджувальної пенсійної системи;
 - ✓ забезпечити гарантії захисту коштів обов'язкової нагромаджувальної пенсійної системи від можливостей їхнього нецільового використання;
 - ✓ розробити систему управління активами нагромаджувальної пенсійної системи на основі недержавних пенсійних фондів з державним Пенсійним фондом як адміністратором розподілення пенсійних внесків;
 - ✓ посилити роз'яснювальну роботу щодо діяльності недержавних пенсійних фондів серед населення, роботодавців, профспілок, об'єднань громадян та юридичних осіб про переваги участі в системі недержавних пенсійних послуг;
- підвищення ефективності діяльності недержавних пенсійних фондів і привабливості послуг, для чого потрібно:

Продовження додатка 61

- ✓ вжити заходи щодо розширення фінансового інструментарію, який забезпечує надійність та прийнятну дохідність для інвестування активів;
- ✓ усунути штучні перешкоди щодо інвестування активів пенсійних фондів в іноземні цінні папери інвестиційного класу;
- ✓ вжити заходи щодо вдосконалення оподаткування операцій у системі недержавних пенсійних послуг;
- ✓ відновити довіру населення до недержавних пенсійних послуг через ухвалення Закону України “Про заборону фінансових пірамід”;
- забезпечення інформаційної прозорості та якості роботи ринку недержавних пенсійних послуг, для чого треба:
 - ✓ прискорити перехід недержавних пенсійних фондів на міжнародні стандарти фінансової звітності;
 - ✓ вжити заходи щодо запровадження системи публічної оцінки фінансового стану учасників ринку;
 - ✓ запровадити обмеження на інвестування активів недержавних пенсійних фондів у фінансові інструменти їхніх засновників, споріднених, афілійованих та пов’язаних з ними осіб;
 - ✓ забезпечити розкриття інформації про реальних власників недержавних пенсійних фондів, адміністраторів та зберігачів, що їх обслуговують;
 - ✓ посилити відповідальність банків-зберігачів за дотримання чинного законодавства зі збереженням активів недержавних пенсійних фондів;
 - ✓ вжити заходи щодо проблемних і формально існуючих недержавних пенсійних фондів та адміністраторів;
- удосконалення регулювання, нагляду, контролю і саморегулювання на ринку недержавних пенсійних послуг, для чого необхідно:
 - ✓ запровадити принципи державного регулювання та нагляду відповідно до міжнародних стандартів *IOPS* (Міжнародної організації органів нагляду за пенсійними фондами);
 - ✓ забезпечити координацію дій регуляторів фінансового ринку та інших державних установ щодо стимулювання недержавного пенсійного забезпечення;
 - ✓ запровадити перевірки роботи недержавних пенсійних фондів для посилення аналізу ризиків та своєчасне виявлення відхилень в інвестуванні пенсійних активів від визначених нормативів;
 - ✓ створити правові засади для посилення інституційної спроможності державних регуляторів у разі отримання інформації про реальних власників недержавних пенсійних фондів.

6. Ринок кредитної кооперації

Ключові заходи розвитку:

- розвиток ринку небанківського кредитування та привабливості послуг кредитних спілок, для чого потрібно:
 - ✓ створити правові засади для залучення до кредитних спілок членів фермерських, сільських господарств, об'єднань власників житла, профспілкових і релігійних організацій;
 - ✓ підвищити поінформованість населення про кредитні установи та результати їхньої діяльності;
 - ✓ удосконалити механізм забезпечення ліквідності кредитних спілок взаємокредитуванням через об'єднані кредитні спілки та кооперативні банки, утворені кредитними спілками;
 - ✓ доповнити перелік видів фінансових послуг, що їх кредитні спілки можуть надавати своїм членам, зокрема, з оплати за їхнім дорученням товарів (робіт, послуг) та факторингу;
 - ✓ надати кредитним спілкам право придбавати державні й іпотечні цінні папери;
 - ✓ сприяти організації належної інфраструктури системи кредитної кооперації, консолідації асоціацій кредитних спілок;
- забезпечення інформаційної прозорості та якості роботи ринку кредитної кооперації, захисту інтересів і прав членів кредитних спілок, для чого необхідно:
 - ✓ створити правові засади для функціонування системи гарантування вкладів членів кредитних спілок;
 - ✓ визначити вимоги щодо обов'язкового публічного розкриття інформації на ринку кредитної кооперації;
 - ✓ запровадити відповідальність для посадових осіб кредитних спілок за результати фінансової діяльності цих установ;
 - ✓ прискорити ухвалення Закону України “Про Фонд гарантування вкладів членів кредитних спілок”;
 - ✓ сформувати систему професійної підготовки і сертифікації керівників та фахівців ринку кооперативного кредитування;
 - ✓ підвищити ефективність діяльності громадських органів управління та контролю на ринку кредитної кооперації;
 - ✓ удосконалити систему обов'язкового підвищення кваліфікації фахівців кредитних спілок;
- удосконалення регулювання, нагляду, контролю і саморегулювання на ринку кредитної кооперації, для чого потрібно:
 - ✓ запровадити перелік регуляторних вимог для кредитних спілок з урахуванням ступеня ризиків, обсягу та характеру проведення операцій;

- ✓ запровадити принципи міжнародного кооперативного руху у процесі управління кредитними спілками;
- ✓ запровадити дієві механізми виведення неплатоспроможних кредитних спілок з ринку фінансових послуг;
- ✓ створити ефективну систему пруденційного нагляду на ринку кредитної кооперації;
- ✓ адаптувати законодавство України, що регулює ринок кооперативного кредитування, до законодавства ЄС;
- ✓ забезпечити державне регулювання та нагляд у сфері кооперативного кредитування з урахуванням міжнародного досвіду та залученням саморегульованої організації;
- ✓ забезпечити подальший розвиток інститутів саморегулювання кредитних спілок.

7. Підтримка нових фінансових інститутів, інструментів та послуг

Ключові заходи розвитку:

- розвиток нових фінансових інститутів, для чого необхідно:
 - ✓ сприяти розвитку універсальних небанківських фінансових установ;
 - ✓ забезпечити розвиток інституту рейтингових агентств;
 - ✓ розробити стимули для появи спеціалізованих інвестиційних банків;
 - ✓ забезпечити повноцінне функціонування центрального контрагента на ринку капіталу;
 - ✓ створити правові засади для функціонування на фінансовому ринку інвестиційних консультантів.
- консолідація та розвиток біржової, розрахункової та клірингової інфраструктур, для чого треба:
 - ✓ створити правові засади для консолідації біржової інфраструктури з метою протидії маніпулюванню цінами;
 - ✓ запровадити розрахунки за принципом “поставка цінних паперів проти оплати”;
 - ✓ забезпечити передання цінних паперів, віднесених Законом України “Про депозитарну систему України” до компетенції Національного банку України, на депозитарне обслуговування до Центрального депозитарію;
 - ✓ удосконалити механізми функціонування Центрального депозитарію;
 - ✓ удосконалити систему нагляду за діяльністю рейтингових агентств з метою забезпечення якості рейтингування та уникнення конфлікту інтересів;
- розвиток і запровадження інноваційних фінансових інструментів (у тому числі похідних (деривативів)), для чого потрібно:

- ✓ скасувати обмеження для розміщення та/або обігу цінних паперів іноземних емітентів на території України;
- ✓ удосконалити нормативну базу для регулювання операцій на ринку похідних інструментів (деривативів);
- ✓ створити правові засади для сек'юритизації активів (ухвалення Закону України “Про сек'юритизацію”);
- ✓ урегулювати операції позики цінних паперів та операції з кредитування під заставу цінних паперів на фондовому ринку;
- ✓ удосконалити правову основу механізму випуску конвертованих облигацій;
- ✓ упровадити інноваційні фінансові інструменти на ринку акцій – ф'ючерс на дивіденди окремих акцій, на дивіденди індексів, на дивіденди портфеля акцій;
- ✓ сприяти появі нових видів боргових цінних паперів (довготермінових цільових “пенсійних” і “житлових” облигацій);
- ✓ запровадити інноваційні фінансові інструменти на кредитному ринку – кредитний дефолтний своп, кредитний дефолтний індекс, пакетний кредитний дефолтний своп.

8. Регулювання й нагляд на фінансовому ринку та посилення боротьби з відмиванням доходів, отриманих злочинним шляхом:

Ключові заходи розвитку:

- спрощення регуляторного середовища на фінансовому ринку, для чого необхідно:
 - ✓ удосконалити правову основу механізму започаткування та ведення діяльності з надання фінансових послуг;
 - ✓ забезпечити застосування прозорих і зрозумілих заходів впливу залежно від видів порушень визначених норм та правил, важкості їхніх наслідків та очікуваних результатів;
- заходи щодо набуття членства органів регулювання фінансового ринку у міжнародних організаціях та асоціаціях (*IOSCO, IAIS, IOPS* тощо);
- залучення коштів міжнародної технічної допомоги для розвитку державного регулювання фінансового ринку;
- упровадження у практику регулярного проведення стрес-тестування фінансових установ для визначення їхньої фінансової стійкості;
- налагодження комунікації регуляторів зі споживачами та учасниками фінансового ринку, для чого потрібно:
 - ✓ створити ефективну систему міжвідомчої координації державних органів регулювання фінансового ринку, у тому числі через Раду з фінансової стабільності;
 - ✓ запровадити єдині стандарти звітності та обміну інформацією;

- ✓ створити систему внутрішнього обміну інформацією між регуляторами фінансового ринку;
- ✓ забезпечити прозорість ухвалення рішень регуляторами;
- перехід до нагляду на підставі оцінки ризиків, для чого необхідно:
 - ✓ сприяти розвиткові нагляду на засадах оцінки ризиків, зокрема, “Основні принципи ефективного банківського нагляду” Базельського комітету, “Основні принципи страхування” Міжнародної асоціації органів нагляду за страховою діяльністю, “Цілі та принципи регулювання обігу цінних паперів” Міжнародної організації комісій з цінних паперів, “Принципи для інфраструктур фінансового ринку” Комітету з платіжних і розрахункових систем Банку міжнародних розрахунків та Технічного комітету Міжнародної організації комісій з цінних паперів, Міжнародні стандарти з протидії відмиванню доходів та фінансуванню тероризму FATF;
 - ✓ забезпечити перехід від нагляду на основі правил (compliance based supervision) до нагляду на основі оцінки ризику (risk based supervision) та принципів упереджувального моніторингу;
 - ✓ запровадити сучасні методики оцінки ризиків, що ґрунтуються на міжнародно прийнятих моделях та активному використанні рейтингових оцінок;
- удосконалення механізму рефінансування проблемних фінансових установ, забезпечення швидкого й ефективного виведення з ринку таких установ на підставі вдосконалених механізмів ліквідації, у тому числі примусової, та банкрутства;
- забезпечення інституційної та фінансової незалежності регуляторів фінансового ринку, для чого потрібно:
 - ✓ удосконалити правову основу механізму функціонування регуляторів фінансового ринку;
 - ✓ забезпечити незалежність розподілу прибутку регуляторами;
 - ✓ створити правові засади для підвищення автономії та незалежності функціонування регуляторів фінансового ринку;
 - ✓ запровадити процедури перевірки працівників регуляторів фінансового ринку на добросовісність з метою ліквідації корупційних проявів, виконання вимог Закону України “Про очищення влади”, забезпечити добір кадрів, які відповідають найвищим професійним стандартам;
- удосконалення регулювання і нагляду за діяльністю фінансових установ у сфері запобігання легалізації (відмиванню) доходів, отриманих злочинним способом, для чого треба:

- ✓ посилити співпрацю регуляторів фінансового сектора та правоохоронних органів щодо запобігання та протидії легалізації (відмивання) грошей;
- ✓ завершити впровадження Міжнародних стандартів з протидії відмиванню доходів та фінансуванню тероризму і поширенню зброї масового знищення *FATF*;
- ✓ розробити стимули для запровадження банками та небанківськими фінансовими установами систем фінансового моніторингу;
- ✓ створити механізми недопущення до управління або володіння істотною участю в банках, страхових компаніях та інших фінансових установах осіб, що не мають бездоганної ділової репутації;
- ✓ запобігати залученню до капіталів фінансово-кредитних установ коштів, джерела походження яких неможливо виявити;
- розвиток саморегулювання на фінансовому ринку, для чого необхідно:
 - ✓ створити правові засади для закріплення принципів і стандартів діяльності саморегулювальних організацій та професійних об'єднань на фінансовому ринку на підставі принципів *IOSCO*;
 - ✓ обумовити вимоги до саморегулювальних організацій щодо запровадження стандартів (кодексів) поведінки для застосування фінансовими установами – їхніми учасниками;
 - ✓ визначити процедуру делегування саморегулювальним організаціям повноважень щодо нагляду за діяльністю на фінансових ринках;
 - ✓ заохочувати створення страхових та гарантійних фондів у саморегулювальних організаціях, що мають надати додатковий захист прав інвесторів та споживачів фінансових послуг;
 - ✓ забезпечити професійним об'єднанням та саморегулювальним організаціям механізми відстоювання консолідованих інтересів фінансових агентів перед регуляторами фінансового ринку.

9. Захист прав заощадників та позичальників на фінансовому ринку

Ключові заходи розвитку:

- утворення у структурі органів, що провадять державне регулювання фінансового ринку, окремих підрозділів у справах захисту прав споживачів;
- запровадження системи компенсаційного механізму на фінансовому ринку, зокрема, у сегментах страхування життя, фондового ринку та кредитної кооперації;
- підвищення рівня фінансової грамотності та рівня культури заощаджень громадян, для чого необхідно:
 - ✓ удосконалити правову основу механізму підвищення рівня фінансової грамотності всіх вікових груп та соціальних верств населення;

Продовження додатка 61

- ✓ запровадити у шкільну програму предмет “Фінансова грамотність”;
- ✓ підтримати ініціативи громадськості щодо розроблення програм, виконання яких спрямоване на підвищення рівня фінансової грамотності та обізнаності споживачів фінансових послуг;
- ✓ проводити на регулярній основі роз’яснювальну діяльність щодо виявлення ознак шахрайських схем роботи на ринках фінансових послуг та небезпеки участі в таких схемах;
- розроблення ефективного і доступного механізму врегулювання спорів між надавачами та споживачами фінансових послуг;
- застосування санкцій для учасників ринку щодо ненадання попередньої інформації про фінансову послугу та інші порушення прав споживачів фінансових послуг;
- підвищення стандартів розкриття інформації в інтересах споживачів та інвесторів, для чого потрібно:
 - ✓ удосконалити правову основу механізму розкриття інформації небанківськими фінансовими установами, у тому числі відповідно до стандартів *IAIS*, *IOPS*, законодавства ЄС;
 - ✓ ужити заходів до посилення контролю за рекламою фінансових послуг;
- удосконалення законодавства в частині захисту прав споживачів та інвесторів, для чого треба:
 - ✓ усунути недоліки наявної регуляторної бази механізму захисту прав міноритарних акціонерів;
 - ✓ розробити нормативно-правову базу щодо створення фондів гарантування страхових виплат у галузі страхування життя, а також системи гарантування вкладів членів кредитних спілок, внесків довіритель фондів фінансування будівництва;
 - ✓ створити дієві механізми позасудового врегулювання спорів між надавачами та споживачами фінансових послуг;
 - ✓ ініціювати створення інституту фінансового омбудсмена;
 - ✓ запровадити світову практику залучення медіаторів до спроб урегулювання конфліктів;
 - ✓ удосконалити механізми виплати коштів вкладникам банків, які ліквідовують;
- реформа Фонду гарантування вкладів фізичних осіб, для чого необхідно:
 - ✓ удосконалити модель фінансування Фонду, у тому числі запровадженням системи диференційованих зборів;
 - ✓ запровадити можливості раннього реагування і ранньої інтервенції в банк;

Закінчення додатка 61

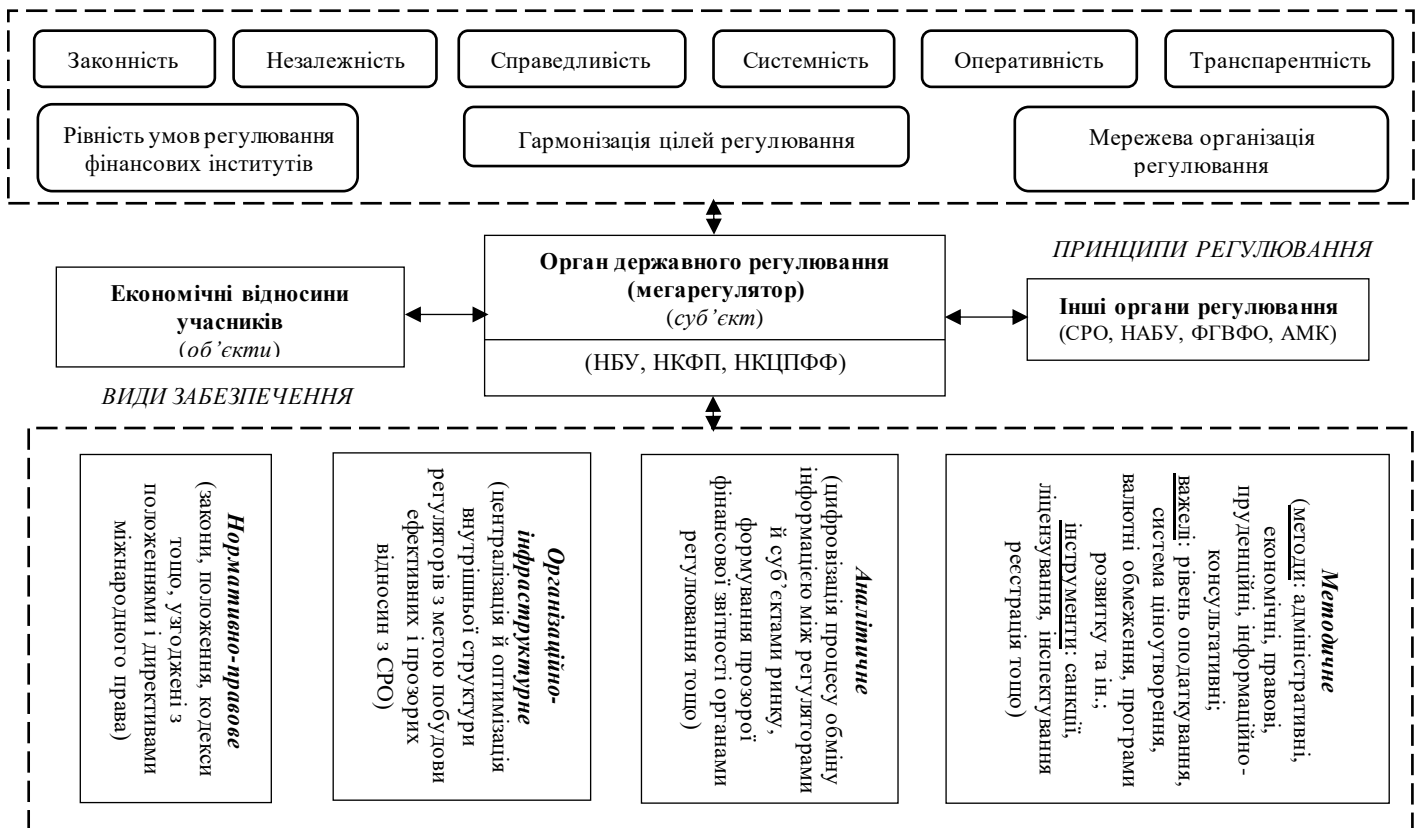
- ✓ удосконалити процес управління активами й унеможливити їхнє виведення власниками;
- ✓ створити механізми задоволення вимог кредиторів банку в розумні строки та за кошт майна пов'язаних осіб банку;

– сприяння інститутам громадянського суспільства щодо здійснення громадського контролю за фактами порушення законодавства суб'єктами фінансового ринку та регулювальними організаціями.

Передбачені цією Стратегією заходи дадуть змогу забезпечити умови для випереджувального розвитку фінансового ринку порівняно з темпами зростання валового внутрішнього продукту.

Джерело: розроблено автором.

Компоненти механізму державного регулювання фінансового ринку і нагляду за ним



Джерело: розроблено автором.

**Органи, методи й інструменти регулювання
фінансового ринку України й нагляду за ним**

Органи нагляду і регулювання	Методи регулювання	Інструменти регулювання
1	2	3
<p align="center"><i>Державні регулятори (НБУ, НКФП, НКЦПФР)</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> – нормативно-правові; – адміністративні; – пруденційні; – економічні; – інституційні; – інформаційно-консультативні 	<ul style="list-style-type: none"> – реєстри й ліцензії; – попереджувальні нормативи; – ризик-менеджмент; – розробка інструкцій; – корпоративне управління; – примусова ліквідація; – санкції, штрафи, ліміти; – плани, прогнози, програми; – підвищення кваліфікації фахівців; – популяризація окремих видів діяльності й інструментів фінансового ринку; – валютний курс; – процентні ставки, норма резервування; – консультування та ін.
<p align="center"><i>Державна фіскальна служба України</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> – фіскальні; – пруденційні; – інформаційно-консультативні 	<ul style="list-style-type: none"> – податки і збори; – пеня, штрафи; – санкції; – перевірки; – консультування та ін.
<p align="center"><i>Інші органи нагляду і моніторингу (Держфінмоніторинг, АМУ, НАБУ, ФГВФО)</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> – пруденційні; – адміністративні; – інформаційно-консультативні 	<ul style="list-style-type: none"> – моніторинг фінансових операцій; – санкції; – інспектування; – регулювання ціноутворення; – рівень конкурентної боротьби між учасниками ринку; – консультування та ін.
<p align="center"><i>Саморегулювальні організації (АУФТ, ПАРД, АУІБ, ЛСОУ, ВАКС, УААПФ та ін.)</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> – інституційно-правові; – пруденційні; – адміністративні; – соціально-економічні; – представницькі; – інформаційно-консультативні 	<ul style="list-style-type: none"> – ініціювання та розроблення нормативно-правових актів і внутрішніх вимог щодо діяльності учасників; – визначення і нагляд за дотриманням “правил гри” і норм законодавства на ринку; – розвиток інфраструктури ринку; – консультування; – вимоги до професійної кваліфікації фахівців-членів СРО; – захист прав членів СРО; – інтеграція ринку у світовий фінансовий ринок та ін.

Закінчення додатка 63

1	2	3
<i>Органи розслідування правопорушень (СБУ, МВС, Прокуратура України)</i>	– адміністративні; – кримінально-процесуальні	– штрафи; – санкції; – розслідування; – арешт та ін.
<i>Міжнародні організації (FATF, IAIS, IOPS та ін.)</i>	– інформаційно-консультативні	– допомога у формуванні нормативно-правового поля діяльності суб'єктів ринку та інших зацікавлених осіб; – фінансування проектів і програм розвитку; – сприяння інтеграції у світовий фінансовий ринок; – консультування та ін.
<i>Держава в особі ВРУ, КМУ, МФУ</i>	– нормативно-правові; – адміністративні; – пруденційні; – інформаційно-консультативні	– розроблення і прийняття основних засад функціонування ринку; – фінансування розвитку; – контроль за діяльністю та ін.

Джерело: складено автором.

**Інструментарій органів державного регулювання фінансового ринку
України та динаміка його використання за 2012–2017 рр.**

Види інструментів	Роки					
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1	2	3	4	5	6	7
Видано ліцензій, од.:						
– НБУ (генеральних);	51	32	24	47	32	14
– НКФП;	174	323	237	362	293	2181
– НКЦПФР	1522	1234	1125	955	843	30**
Анульовано ліцензій, од.:						
– НБУ (генеральних);	21	2	17	21	11	14
– НКФП;	178	290	286	572	515	360
– НКЦПФР	222	63	36	242	140	-
Кількість проведених позапланових перевірок, од.:						
– НБУ;						
– НКФП;	426	4132	72	20	50	29
– НКЦПФР	71	110	132	8	59	94
	239*	176	141	26*	35	-
Кількість складених актів про правопорушення, од.:						
– НБУ;	-	1291	-	-	-	-
– НКФП;	-	1326	733	994	2078	1256
– НКЦПФР	7657	9500	6868	4731	5078	-
Кількість заходів впливу за напрямом пруденційного нагляду (штрафні санкції), од.:						
– НБУ;	31	50	39	37	32	25
– НКФП;	434	1179	1486	979	1937	1177
– НКЦПФР	6237	7439	4884	2871	3573	-
Обсяг накладених штрафних санкцій за правопорушення, тис. грн:						
– НБУ;	-	5167,1	3600,0	4700,0	3600,0	2700,0
– НКФП;	2240,6	5349,9	4934,0	4232,2	15686,0	12503,3
– НКЦПФР	48795,0	134330,0	96090,0	51660,0	38480,0	-
Кількість проведених позапланових перевірок СПФМ, од.:						
– НБУ;	8	5	42		3	-
– НКФП;	30	135	30	-	11	31
– НКЦПФР	178*	102	49	35*	3	-

Закінчення додатка 64

1	2	3	4	5	6	7
Обсяг накладених штрафних санкцій, застосованих до СПФМ за правопорушення, тис. грн:						
– НБУ;	–	–	–	–	9557,9	67328,5
– НКФП;	239,8	3140,5	957,1	–	13,6	638,7
– НКЦПФР	–	-	102,2	128,7	–	–
Кількість звернень громадян, що надійшли до регулятора, од.:						
– НБУ;	–	–	–	–	127	–
– НКФП;	5184	8733	9645	5975	6245	7128
– НКЦПФР	2483	3425	1128	1687	1771	–

*Примітка: планові перевірки.

Джерело: складено автором на основі [134; 414; 418; 421].

Наукове видання

Крупка Ігор Михайлович

**Теоретико-методологічні засади
та особливості функціонування
фінансового ринку України**

Монографія

Редактор М. М. Мартиняк
Технічний редактор С. З. Сенік
Комп'ютерне верстання Н. Б. Мельник

Віддруковано з готового оригінал-макета.
Підписано до друку 27.06.2019. Формат 70×100/16.
Друк. арк. 51,5. Ум. друк. арк. 66,74. Обл.-вид. арк. 40,11.
Наклад 300 прим.

Львівський національний університет імені Івана Франка,
вул. Університетська, 1, м. Львів, 79000

Свідоцтво про внесення суб'єкта видавничої справи
до Державного реєстру видавців, виготівників
і розповсюджувачів видавничої продукції.
Серія ДК №3059 від 13.12.2007 р.