

НАЦІОНАЛЬНИЙ БАНК УКРАЇНИ  
ДЕРЖАВНИЙ ВИЩИЙ НАВЧАЛЬНИЙ ЗАКЛАД  
«УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ  
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ»

на правах рукопису

ІСАЄВА ОЛЕНА ВОЛОДИМИРІВНА

УДК [336.76:336.13](477)(043.5)

**ОЦІНКА ДІЯЛЬНОСТІ ДЕРЖАВИ НА ФІНАНСОВОМУ РИНКУ  
УКРАЇНИ**

Спеціальність 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит

Дисертація на здобуття наукового ступеня  
кандидата економічних наук

Науковий керівник:  
Леонов Сергій Вячеславович  
доктор економічних наук, професор

Суми – 2015

## ЗМІСТ

ВСТУП.....	4
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ТА ПРАКТИЧНИЙ ІНСТРУМЕНТАРІЙ ДІЯЛЬНОСТІ ДЕРЖАВИ НА ФІНАНСОВОМУ РИНКУ.....	12
1.1 Узагальнення наукової думки щодо місця держави на фінансовому ринку.....	12
1.2 Дослідження світового та українського досвіду діяльності держави як регулятора фінансового ринку.....	25
1.3 Систематизація науково-методичних засад та практичного інструментарію діяльності держави як продавця фінансових ресурсів на ринку.....	36
1.4 Проблеми та перспективи залучення державою ресурсів на фінансовому ринку.....	56
1.5 Особливості діяльності держави як посередника фінансового ринку.....	72
Висновки до розділу 1.....	86
РОЗДІЛ 2. РОЗВИТОК МЕТОДИЧНИХ ЗАСАД ОЦІНЮВАННЯ ЯКОСТІ ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ФІНАНСОВОГО РИНКУ В УКРАЇНІ...	90
2.1 Аналіз доцільності запровадження мегарегулятора фінансового ринку України.....	90
2.2 Дослідження якості державного регулювання на фінансовому ринку України.....	101
2.3 Вивчення взаємозв'язків якості регулювання та показників стійкого розвитку фінансового ринку України.....	125
Висновки до розділу 2.....	137
РОЗДІЛ 3. УДОСКОНАЛЕННЯ НАУКОВО-МЕТОДИЧНИХ ПІДХОДІВ ДО ОЦІНЮВАННЯ ДІЯЛЬНОСТІ ДЕРЖАВИ ЯК ПРОДАВЦЯ ТА	

ПОКУПЦЯ РЕСУРСІВ НА ФІНАНСОВОМУ РИНКУ УКРАЇНИ.....	146
3.1 Визначення детермінант спреду доходності державних облігацій в Україні та країнах-нових членах ЄС.....	146
3.2 Обґрунтування напрямків удосконалення структури утримувачів державних облігацій України.....	164
3.3 Дослідження впливу державних капітальних інвестицій на показники соціально-економічного розвитку України.....	182
3.4 Аналіз факторів ефективності державно-приватного партнерства як однієї з провідних форм діяльності держави на фінансовому ринку в якості кредитора.....	196
Висновки до розділу 3.....	213
ВИСНОВКИ.....	217
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	220
ДОДАТКИ.....	251
Додаток А – Узагальнення теоретичних підходів до визначення поняття «фінансовий ринок».....	252
Додаток Б – Особливості регулювання фінансових ринків у різних країнах.....	254
Додаток В – Характеристика державних боргових цінних паперів.....	258
Додаток Г – Вихідні дані для дослідження впливу якості регулювання фінансового ринку на показники стійкого розвитку його сегментів.....	263
Додаток Д – Вихідні дані для аналізу факторів спреду доходності державних облігацій .....	266
Додаток Е – Довідки про впровадження результатів дисертаційного дослідження.....	273

## ВСТУП

**Актуальність теми дослідження.** В умовах політико-економічної кризи в Україні першочерговим завданням держави стає відновлення макроекономічної стабільності, оздоровлення фінансового сектора та забезпечення збалансованого розвитку фінансового ринку. Про обмеженість механізмів саморегулювання фінансового ринку в умовах значної турбулентності та асиметрії інформації неодноразово наголошувалося як науковцями, так і на рівні міжурядових об'єднань та міжнародних фінансово-кредитних інституцій. Якщо провідна роль держави як регулятора фінансового ринку вже сьогодні не викликає сумнівів, то вектори та інструментарій її діяльності як покупця, продавця та посередника на цьому ринку все ще залишаються об'єктом дискусій. Все це обумовлює необхідність узгодження інтересів держави при виконанні комплексу функцій на фінансовому ринку, формування науково обґрунтованої стратегії її діяльності на ньому та системного оцінювання можливостей та результатів реалізації цієї стратегії.

Фундаментальні засади оцінювання діяльності держави на ФР закладено в роботах зарубіжних вчених, серед яких: Дж. Стігліц (J. Stiglitz), У. Дас (U. Das), М. Квінтін (M. Quintyn), К. Ченард (K. Chenard), К. Слім (K. Sleem), Х. Мін (H. Min), Дж. Ферруччі (J. Ferrucci), І. Алексопулу (I. Alexoroulou), І. Бунда (I. Bunda), А. Феррандо (A. Ferrando), М. Чіхак (M. Cihak), А. Тіман (A. Tieman) та ін. Окремі аспекти досліджуваної проблеми відображені у роботах таких вітчизняних науковців, як О. В. Абакуменко, І. А. Белоусова, Т. А. Васильєва, Н. Г. Виговська, О. Д. Вовчак, О. М. Діденко, І. І. Д'яконова, Ф. О. Журавка, О. А. Кириченко, С. В. Леонов, Н. П. Лубкей, С. В. Онишко, В. П. Унінець-Ходаківська, В. М. Федосов, І. О. Школьник та ін.

Незважаючи на підвищений науковий інтерес до дослідження ролі та місця держави на фінансовому ринку, відсутній комплексний підхід до оцінювання її діяльності на цьому ринку. Зокрема, потребують подальшого

дослідження питання, пов'язані з обґрунтуванням сутності, форм та інструментарію фінансового посередництва держави на фінансовому ринку; оцінювання якості державного регулювання фінансового ринку України та її впливу на стійкість розвитку його сегментів; прогнозування спреду доходності державних облігацій в Україні та визначення оптимального складу їх утримувачів (в контексті оцінювання діяльності держави як покупця на фінансовому ринку); виявлення умов результативності державно-приватного партнерства (в контексті оцінювання діяльності держави як продавця на фінансовому ринку). Таким чином, незавершеність формування цілісного уявлення про механізми оцінювання результативності виконання державою всіх її функцій на фінансовому ринку України обумовили актуальність дослідження, його мету, завдання та зміст.

**Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.**

Положення дисертації узгоджуються з пріоритетними напрямками наукових досліджень ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України». Зокрема, до звіту за темою «Сучасні технології фінансово-банківської діяльності в Україні» (номер держ. реєстрації 0103U006965) увійшли пропозиції щодо оцінювання впливу якості державного регулювання ФР на його стійкість; за темою «Реформування фінансової системи України в умовах євроінтеграційних процесів» (номер держ. реєстрації 0109U006782) – щодо факторів впливу на рівень спреду доходності державних облігацій на фінансовому ринку України.

**Мета і завдання дослідження.** Метою дисертаційного дослідження є розвиток теоретичних положень та удосконалення методичного забезпечення і практичних рекомендацій щодо організації діяльності держави на фінансовому ринку України.

Відповідно до мети дисертаційного дослідження були сформовані наступні завдання:

– дослідити еволюцію зміни наукових поглядів на роль держави на фінансовому ринку;

- систематизувати практичний інструментарій реалізації державою функцій регулятора, покупця та продавця на фінансовому ринку в Україні та інших країнах;
- обґрунтувати сутність фінансового посередництва держави на фінансовому ринку, форми та інструментарій його реалізації, специфіку його державного регулювання;
- дослідити специфіку державного регулювання фінансового ринку України, перспективи запровадження мегарегулятора фінансового ринку щодо впливу на якість регулювання;
- розробити дворівневий підхід до оцінювання якості державного регулювання фінансового ринку України (в цілому та за окремими сегментами) з позиції відповідності діяльності регуляторів вимогам міжнародних стандартів;
- за допомогою кореляційно-регресійного аналізу оцінити вплив якості державного регулювання фінансового ринку України на стійкість розвитку його сегментів;
- розробити підхід до оцінювання спреду доходності державних облігацій як вартісної характеристики діяльності держави як покупця на фінансовому ринку, що базується на методі головних компонент та враховує вітчизняну специфіку фінансовому ринку та євроінтеграційний вектор розвитку національної економіки;
- обґрунтувати пропозиції щодо оптимізації структури утримувачів державних облігацій в Україні з урахуванням загроз боргової безпеки;
- дослідити вплив частки держави в структурі капітальних інвестицій на рівень соціально-економічного розвитку України;
- виявити найбільш релевантні фактори впливу на результативність діяльності держави на фінансовому ринку як продавця фінансових ресурсів, зокрема – при реалізації проектів державно-приватного партнерства.

*Об'єктом дослідження є економічні відносини з приводу розподілу і перерозподілу фінансових ресурсів між домогосподарствами, суб'єктами господарювання та державою на фінансовому ринку.*

*Предметом дослідження є науково-методичне забезпечення оцінювання якісних та кількісних характеристик виконання державою функцій на фінансовому ринку.*

*Методи дослідження.* Теоретико-методологічною основою дисертаційного дослідження є фундаментальні положення економічної теорії, теорії фінансів, фінансового посередництва, грошей та кредиту, банківської справи, сучасні концепції державного регулювання фінансового ринку, державно-приватного партнерства, а також наукові праці, присвячені діяльності держави на фінансовому ринку.

Для реалізації визначеної мети та поставлених завдань автором були використані наступні методи наукового дослідження: аналіз, синтез, наукова абстракція, порівняльний аналіз (при розгляді наукових підходів до визначення функцій держави на фінансовому ринку); логічне узагальнення, системно-структурний аналіз, групування (при систематизації форм діяльності держави на фінансовому ринку як регулятора, покупця і продавця ресурсів, фінансового посередника); історико-логічний, експертних оцінок (при дослідженні еволюції підходів до ролі держави в економіці та на фінансовому ринку); економіко-математичне моделювання, кореляційно-регресійний та статистичний аналіз (при формалізації взаємозв'язку між якістю регуляторного управління фінансовим ринком та показниками його стійкості).

Інформаційно-фактологічну базу дисертації склали: закони України, нормативні акти Кабінету Міністрів України, постанови та аналітична інформація Національного банку України (НБУ), Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР); методичні рекомендації Базельського комітету з банківського нагляду, Групи 30, Міжнародної організації комісій з цінних паперів, Організації економічного співробітництва та розвитку, Міжнародної асоціації страхових наглядачів; статистичні дані Міністерства фінансів України, Державної служби статистики України, Світового банку та Міжнародного валютного фонду; звіти українських і закордонних рейтингових агентств; наукові публікації з питань діяльності держави на фінансовому ринку.

**Наукова новизна одержаних результатів** полягає у поглибленні існуючих та обґрунтуванні ряду нових науково-методичних підходів до оцінювання діяльності держави на фінансовому ринку України як продавця і покупця ресурсів, регулятора та фінансового посередника.

Найбільш вагомими науковими результатами дослідження є такі:

*вперше:*

- розроблено дворівневий підхід до оцінювання діяльності держави як регулятора фінансового ринку, який передбачає: 1) на першому рівні – розрахунок індикаторів дотримання в Україні міжнародних стандартів захисту прав споживачів фінансових послуг, забезпечення прозорості монетарної і фінансової політики, регулювання ринків цінних паперів, банківської та страхової діяльності; 2) на другому рівні – розрахунок інтегрального індексу якості державного регулювання фінансового ринку, який узагальнює індивідуальні оцінки дотримання різних стандартів. Це дозволяє комплексно оцінити відповідність діяльності регуляторів фінансового ринку України вимогам міжнародних організацій та динаміку імплементації в Україні найкращих світових практик регулювання кон'юнктури фінансового ринку;

*удосконалено:*

- методичні засади оцінювання спреду доходності державних облігацій як вартісної характеристики діяльності держави як покупця ресурсів на фінансовому ринку, що на відміну від існуючих підходів, запропоновано здійснювати на основі трьохкомпонентної моделі, в якій основні вхідні параметри обрані за методом головних компонент з урахуванням як вітчизняної специфіки функціонування фінансового ринку, так і досвіду країн – нових членів Європейського Союзу, що дозволяє врахувати євроінтеграційний вектор розвитку України;

- критеріальну базу обґрунтування факторів результативної діяльності держави на фінансовому ринку як продавця фінансових ресурсів, що реалізовано шляхом емпіричного підтвердження наявності кореляційних зв'язків динаміки успішно реалізованих проектів державно-приватного



партнерства в Україні з динамікою окремих індикаторів, які визначають залежність країни від зарубіжної фінансової допомоги, купівельну спроможність населення, темпи інфляції, обсяг грошової маси в обігу, рівень контролю корупції, легкість процедур започаткування бізнесу, якість державного регулювання та минулий досвід спільної діяльності держави та бізнесу;

*набули подальшого розвитку:*

- обґрунтування функцій держави на фінансовому ринку, що поряд з традиційними функціями – регулятора, покупця та продавця, дозволило розглядати державу як фінансового посередника (акумулявання фінансових ресурсів спеціалізованими позабюджетними фондами через цільові державні облігації з подальшим їх розподілом та перерозподілом від імені держави іншим господарюючим суб'єктам з метою подальшого цільового використання). Це дозволяє забезпечити системність дослідження механізму функціонування ФР та скоригувати повноваження регуляторів фінансового ринку в частині контролю за діяльністю позабюджетних цільових фондів;

- методичні засади оцінювання впливу діяльності держави як регулятора фінансового ринку на його розвиток, що на відміну від існуючих підходів, здійснено шляхом обґрунтування наявності сильних кореляційних зв'язків між індексом якості державного регулювання фінансового ринку України та рядом індикаторів стійкого розвитку окремих його сегментів (сегменту депозитних корпорацій, ринку цінних паперів, страхового ринку, сегменту інших небанківських фінансових установ);

- обґрунтування оптимальної структури груп утримувачів державних облігацій в контексті уникнення загроз монополізації на ринку державних цінних паперів, втрати національного фінансового суверенітету та формування в економіці прихованого емісійного механізму, що дозволило розширити систему індикаторів боргової безпеки України.

**Практичне значення одержаних результатів** полягає в тому, що основні положення дисертації доведено до рівня методичних розробок і практичних

рекомендацій. Пропозиції дисертанта щодо оцінювання ролі держави як регулятора фінансового ринку можуть бути використані НБУ та НКЦПФР при вдосконаленні нормативно-правових актів в межах їх повноважень; як покупця – Кабінетом Міністрів України, НБУ, профільними міністерствами та відомствами, регіональними органами влади при організації діяльності з залучення додаткових фінансових ресурсів для збалансування бюджету, фінансової підтримки виробничої та соціальної сфер; як посередника – Кабінетом Міністрів України, НБУ, профільними міністерствами, позабюджетними цільовими фондами при залученні ресурсів для реалізації цільових державних програм; продавця – Кабінетом Міністрів України, НБУ, профільними міністерствами та відомствами, Фондом державного майна України при визначенні напрямків державного інвестування.

Висновки та рекомендації дисертанта щодо визначення факторів успішності проектів державно-приватного партнерства – в діяльність Сумської обласної державної адміністрації (довідка від 08.05.2014 №07-01-17); щодо впливу якості державного регулювання на ключові показники розвитку фінансового ринку – в діяльність територіального управління НБУ в Дніпропетровській області (довідка від 05.05.2014 №001-04/1498); щодо визначення факторів впливу на спред доходності державних облігацій – в діяльність територіального управління НБУ в Сумській області (довідка від 05.11.2014 №07-019/3846); щодо впливу державних інвестицій на показники соціально-економічного розвитку – у діяльність Сумського обласного управління АТ «Ощадбанк» (довідка від 12.05.2014 №01-12/1528); щодо заходів, які можуть бути реалізовані місцевими органами влади, в напрямку стимулювання установ та організацій до купівлі державних та/або муніципальних облігацій – у діяльність Сумської міської ради (довідка від 06.05.2014 №59-87/347).

Одержані дисертантом наукові результати використовуються в навчальному процесі у ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України» при викладанні дисциплін: «Державне

управління економікою», «Фінансовий ринок» та «Державний фінансовий менеджмент» (акт про впровадження від 30.04.2014).

**Особистий внесок здобувача.** Дисертаційне дослідження є самостійно виконаною науковою роботою. Наукові положення, висновки, рекомендації і розробки, які виносяться на захист, одержані автором самостійно і відображені в опублікованих працях. Результати, опубліковані дисертантом у співавторстві, використані у дисертаційній роботі лише в межах його особистого внеску.

**Апробація результатів дослідження.** Основні положення дисертації доповідалися та отримали схвальну оцінку на міжнародних науково-практичних конференціях, серед яких: «Актуальні питання фінансово-економічного розвитку держави та регіонів» (м. Київ, 2014 р.), «Економіка: сучасні проблеми та перспективи розвитку» (м. Харків, 2014 р.), «Розвиток економічної науки на сучасному етапі» (м. Тернопіль, 2013 р.), «Інформаційні технології, економіка та право: стан та перспективи розвитку» (м. Чернівці, 2012 р.), «Фінанси України: Глобальні та національні імперативи розвитку» (м. Дніпропетровськ, 2012 р.), «Věda a technologie : krok do budoucnosti – 2011» (м. Прага, 2011 р.), а також на II Всеукраїнській науково-практичній конференції «Фінансова система України: стан, проблеми, перспективи» (м. Херсон, 2012 р.).

**Публікації.** Основні наукові положення та висновки даного дисертаційного дослідження опубліковано у 18 наукових працях загальним обсягом 4,69 друк. арк., з яких особисто автору належить 4,16 друк. арк., у тому числі: 2 розділи у колективних монографіях, 7 статей у наукових фахових виданнях України (з них: 4 – у виданнях, що включені до міжнародних наукометричних баз), 1 стаття у зарубіжному науковому виданні), 9 публікацій у збірниках матеріалів конференцій.

## РОЗДІЛ 1

### ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ДІЯЛЬНОСТІ ДЕРЖАВИ НА ФІНАНСОВОМУ РИНКУ

#### 1.1 Узагальнення наукової думки щодо місця держави на фінансовому ринку

У сучасних умовах розвитку вітчизняної економіки важливого значення набуває функціонування ефективно організованого ринку, який здатний забезпечити потреби в інвестиціях, акумулюючи вільні фінансові ресурси. Враховуючи те, що він формується в умовах трансформаційних процесів та функціонує нетривалий період, а відповідно має певні недоліки організації, необхідним є дослідження ключових тенденцій вітчизняного та світового фінансових ринків.

Як свідчить практика країн з розвинутою ринковою економікою, для успішного функціонування економічної та соціальної сфер фінансовий ринок є необхідним середовищем. Виникнення його було результатом потреби в додатковому способі мобілізації коштів для фінансового забезпечення економічного розвитку [18]. Досконалий фінансовий ринок – це такий ринок, який своєчасно і точно відображає попит і пропозицію фінансових ресурсів та допомагає звести постачальників і споживачів грошей і капіталу одне з одним з мінімальними втратами за допомогою посередників [175]. Окрім того, фінансовий ринок є свого роду фінансовим барометром держави. Він працює ефективно тоді, коли в державі низькі темпи інфляції, стабільна нормативно-правова база, сприятливий політичний клімат, певний баланс інтересів у суспільстві та в цілому економіка розвивається успішно. Ці умови часто порушуються навіть у економічно розвинутих державах, тому на фінансових ринках досить часто трапляються кризи, що спричиняє більш радикальний та економічно невиправданий розподіл фінансових ресурсів всередині країн та в міжнародному масштабі.

Проблеми фінансового ринку знайшли своє відображення у багатьох працях як вітчизняних, так і зарубіжних науковців. Проте дослідження мають де-

що фрагментарний характер – одні сегменти та посередники ринку розглядаються більш глибоко, інші ж висвітлені значно меншою мірою.

Поняття «фінансовий ринок» є дуже широким, оскільки воно пов'язане з фінансовими потоками та відносинами, що виникають в результаті трансформації відносин власності з приводу об'єкта купівлі-продажу [28]. Тому зустрічаються різні трактування даного поняття. У науковій літературі досить часто навіть ототожнюють фінансовий ринок з іншими ринками, зокрема, грошовим, кредитним, інвестиційним, ринком фінансових послуг, ринком цінних паперів. Враховуючи це, для ґрунтовного дослідження стану та перспектив розвитку вітчизняного ринку, необхідно визначити категорію «фінансовий ринок». Проаналізувавши основні визначення, які даються у науковій літературі, можна виокремити декілька підходів (табл. А.1 додатку А).

У деяких дефініціях фінансового ринку відслідковується опис його механізмів та функцій. В інших – подається його визначення та класифікація з позиції економічних течій, що визначаються теорією фінансів. Також фінансовий ринок розглядається і як статична, і як динамічна система. Деякі автори визначають поняття і складові ринку тільки через внутрішні потреби економіки, інші – лише через зовнішні.

При визначенні поняття фінансового ринку найчастіше різні автори беруть до уваги такі аспекти цього явища, як:

- предмет обміну або розподілу (перерозподілу);
- інституційна структура;
- спектр учасників;
- системний характер;
- роль в управлінні грошовими потоками;
- частина загального ринкового простору.

Більшість визначень фінансового ринку можна згрупувати за чотирма напрямками, а саме: ринок як система відносин, як система інститутів, як механізм та як економічне середовище. Зазначимо, що дуже часто в літературних джерелах, як вітчизняних, так і зарубіжних, поняття «фінансовий ринок» та

«ринок фінансових послуг» вживаються як синоніми. У вітчизняному фінансовому праві поняття «ринок фінансових послуг» визначено Законом України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринку фінансових послуг». У законі сформульовано, що ринок фінансових послуг – це сфера діяльності, пов’язана із наданням та споживанням певних фінансових послуг учасниками цього ринку. Фінансовими вважаються такі послуги: випуск платіжних документів, платіжних карток, дорожніх чеків та/або їх обслуговування, кліринг, інші форми забезпечення розрахунків; довірче управління фінансовими активами; діяльність з обміну валют; залучення фінансових активів (ресурсів) із зобов’язанням щодо наступного їх повернення; фінансовий лізинг; надання коштів у позику, в тому числі і на умовах фінансового кредиту; надання гарантій та поручительств; переказ грошей; послуги у сфері страхування та накопичувального пенсійного забезпечення; торгівля цінними паперами; факторинг; інші операції [50].

Саме поняття «послуга», означає чиюсь діяльність на користь іншого таким чином, що має місце збіг у просторі й часі процесів виробництва, реалізації і споживання вартості. Відповідно до вищезазначеного Закону, фінансова послуга – операція з фінансовими активами, що здійснюються в інтересах третіх осіб (тобто операція здійснюється посередником) з метою отримання прибутку або збереження реальної вартості фінансових активів. Наприклад, до банківських послуг належить переказ грошових коштів: банк як посередник, при зверненні до нього клієнта, залучає працю свого персоналу, телекомунікаційні мережі, і створює споживчу вартість, що миттєво реалізується клієнтові й оплачується ним (при цьому клієнт отримує бажаний результат одразу) [202].

Разом з тим, у ринковій економіці має місце не лише надання та споживання відповідних фінансових послуг на комерційній основі, що здебільшого реалізуються фінансовими посередниками, але й прямі угоди щодо купівлі-продажу фінансових активів – грошей, валюти, капіталу, банківських металів, цінних паперів і т.п., а крім того, фінансових інструментів та технологій. Фінансовий ринок охоплює всю сукупність зазначених операцій, а також операцій

фінансових посередників. Отже, фінансовий ринок включає ринок фінансових послуг як складову, і є ширшим поняттям [99].

Зазначимо також, що окремі науковці акцентують увагу на системному характері фінансового ринку. Так, Унінець-Ходаківська В. П. та Данілов О. Д. вважають: «фінансовий ринок – це саморегулююча система ринків, де концентрується попит і пропозиція на різні фінансові активи та послуги, що пов'язані з придбанням активів... З організаційної точки зору, фінансовий ринок є системою самостійних окремих ринків (сегментів), у кожному з яких виділяються ринки конкретних видів фінансових активів (сегменти)» [166].

Враховуючи дискусійність та неоднозначність трактування сутності фінансового ринку, кожне із наведених вище визначень, даних окремими авторами або колективами авторів, має право на існування та використання у теорії й на практиці. Визначення поняття «фінансовий ринок» різних авторів містять різні підходи до розуміння об'єкта купівлі-продажу. Так, у якості об'єкта купівлі-продажу на ринку зазначаються ресурси; фінансові ресурси; фінансові активи; фінансові фонди; фінансові інструменти; вільні кошти (грошові кошти); цінні папери тощо.

Очевидно, що найширшим поняттям як об'єкт купівлі-продажу на фінансовому ринку є поняття «ресурс», яке розуміється як запаси, кошти, можливості, джерела чого-небудь (наприклад, економічні, фінансові, матеріальні і т.д.). Проте специфіка відносин на фінансовому ринку вимагає конкретизації виду ресурсів – фінансових ресурсів, що є сукупністю коштів, що перебувають у розпорядженні держави та суб'єктів підприємництва і є джерелом їх розвитку. Передача даних ресурсів в користування на фінансовому ринку оформляється певним фінансовим інструментом (наприклад, цінними паперами).

Права на отримання доходу на вкладені фінансові ресурси, у свою чергу, відображаються за допомогою фінансових активів, що виступають їх матеріальним відображенням. Таким чином, ми вважаємо, що саме фінансові ресурси є об'єктом купівлі-продажу фінансового ринку.

Фінансові ресурси мають грошовий вираз, однак не всі грошові кошти, які

перебувають у конкретний момент у розпорядженні підприємств чи наслення, є фінансовими ресурсами. Останні включають лише ту частину грошових коштів, яка забезпечує одержання доходу. Це по суті гроші (власні, позичені або залучені), які продукують гроші. Окрім цього, частина фінансових ресурсів може матеріалізовуватись в основних засобах, застосування яких дає можливість отримувати доходи. Для кожного суб'єкта підприємництва, у тому числі й фінансових інституцій, метою фінансової діяльності є повна забезпеченість фінансовими ресурсами відповідно до їх потреб з найменшими витратами. А фінансовий ринок за своїм обсягом, структурою і складом має забезпечити різні види торгівлі усіма формами фінансових ресурсів [167].

Проаналізувавши та об'єднавши різні підходи до визначення фінансового ринку можемо сформулювати наступне визначення: фінансовий ринок – це сукупність економічних відносин з приводу розподілу і перерозподілу тимчасово вільних фінансових ресурсів між домогосподарствами, суб'єктами господарювання та державою через систему фінансових інститутів на основі взаємодії попиту і пропозиції.

Існування фінансового ринку має об'єктивні передумови, а саме неспівпадіння потреби у фінансових ресурсах певного суб'єкта ринкових відносин із наявними джерелами фінансування. У загальному вигляді фінансовий ринок – це відображення попиту і пропозиції фінансових ресурсів [213]. Він не лише забезпечує обмін тимчасово вільних коштів на фінансові активи, а й обслуговує ринки товарів і послуг, формує товарно-грошові відносини в різних аспектах їх прояву.

На фінансовому ринку здійснюється перелив коштів від тих суб'єктів, які мають їх надлишок, до тих, які потребують інвестицій. Як правило, таке переміщення ресурсів відбувається від тих, хто не в змозі ефективно їх використати, до тих, хто використовує продуктивно. При цьому підвищується ефективність економічної системи в цілому та покращення матеріального добробуту усіх членів суспільства [177].

Поява світового фінансового ринку історично була пов'язана з



міжнародними фінансовими операціями національних фінансових ринків, а його формування відбувалося на основі їх інтернаціоналізації. Спочатку ринок розвивався повільно і найбільшою мірою як світовий грошовий ринок. Відродження світового фінансового ринку припало на початок 60-х років XX ст. До цього він був протягом 40 років паралізований внаслідок світової економічної кризи 1929-1933 рр., другої світової війни, існування валютних обмежень [166].

Розглянемо стисло історичну еволюцію теоретичних поглядів на роль держави в економіці та на фінансовому ринку і практичних рекомендацій щодо конкретних механізмів її діяльності. Хронологія економічних шкіл та напрямів, які досліджували ці питання, представлена в табл. 1.1.

Таблиця 1.1 – Хронологія економічних шкіл та напрямків, які розглядали роль держави в економіці та на фінансовому ринку [16, 67]

Школа (напрямок)	Хронологічні межі	Найвідоміші представники
Меркантилізм	XV—XVII ст.	В. Стаффорд, Г. Скаруффі, Т. Мен, А. Серра, А. Монкретьєн
Класична школа економіки	XVII – поч. XIX ст.	В. Петті, П. Бугільбер, А. Сміт, Т. Мальтус, Д. Рікардо, Ж. Сей, Дж. Мілль
Економічний романтизм	XVIII – I пол. XIX ст.	С. Сімонді, П. Прудон
Німецька історична школа	XIX ст.	Ф. Ліст, К. Бюхер, Г. Шмоллер, В. Зомбарт, В. Рошер
Марксизм	сер. XIX – XX ст.	К. Маркс, Ф. Енгельс, В. Ленін
Маржиналізм	кін. XIX ст.	К. Менгер, Ф. Візер, У. Джевонс, Л. Вальрас, В. Джевонс
Неокласична школа	кін. XIX – поч. XX ст., відродження з 70-х рр. XX ст.	А. Маршалл, А. Пігу, Л. Мізес, Ф. Хайєк, М. Фрідмен, А. Лаффер, Дж. Гілдер, Ф. Кейган
Кейнсіанство	з 30-тих рр. XX ст.	Дж. Кейнс, Ф. Перру, Р. Харрод, Є. Домар, Е. Хансен, С. Харріс
Кейнсіансько-неокласичний синтез	з II пол. XX ст.	К. Макконел, С. Брю, Д. Хікс, Дж. Б'юкенен, П. Самуельсон, Ф. Модільяні

Згідно з теорією меркантилізму, економічна роль держави полягала в наступному:

- державне регулювання сфери зовнішньоекономічних відносин, що засноване на протекціоністських засадах;
- активна монополізація зовнішньої торгівлі приватним і державним

капіталом за обов'язкової державної підтримки і стимулювання;

- контроль грошового ринку і грошової системи, карбування монет з попереднім їх «псуванням» для поліпшення сальдо торговельного та платіжного балансу.

Класична школа економічної науки, що прийшла на зміну меркантилізму, запропонувала нове, більш обмежене трактування економічної ролі і завдань держави в економіці та на фінансовому ринку. Це було зумовлено успішним розвитком капіталізму вільної конкуренції, зародженням машинної індустрії на тлі переміщення сфери функціонування капіталу із зовнішньої торгівлі у промислове виробництво. Більшість економістів-класиків дотримувалася концепції «мінімальної держави», запропонованої А. Смітом у праці «Дослідження про природу і причини багатства народів». Зокрема, до завдань держави на ринку А. Сміт та Дж. Мілль відносили забезпечення правопорядку і попередження зловживань, створення рівних можливостей для всіх учасників ринку, а також здійснення інституційних реформ [179].

Класичні уявлення про механізми і межі державного втручання у функціонування економіки та фінансового ринку, що набули домінуючого впливу, спровокували появу альтернативних поглядів серед їх ідейних противників. Так, економісти-романтики, які критикували капіталізм з позицій дрібнотоварного виробництва, висловили відмінні від класичних і суперечливі між собою погляди: про повну відмову від держави як соціального інституту, організацію безгрошового обігу і безвідсоткового кредиту – наслідком такого реформування мало стати суспільство, де «капітал і праця стануть тотожними, суспільство зможе існувати самостійно і не матиме потреби в уряді» (П. Прудон); про нарощування державного регулювання економічних відносин, особливо у соціальній сфері, оскільки «добробут народу» – це мета державного втручання і об'єкт вивчення політичної економії (С. Сисмонді).

Німецька історична школа по-іншому реагувала на економічний лібералізм класичної школи, надаючи принципово нового звучання проблемам економічної політики в концепції «виховного протекціонізму» і довівши

необхідність формування «національного характеру» економічної теорії і державного регулювання. Потужна в політичному й економічному відношенні (монархічна) держава, економічний устрій якої враховував би особливості розвитку національної економіки взагалі та фінансового ринку зокрема, менталітет, традиції, звичаї, природні й географічні умови, – ідеал німецької історичної школи [179].

Марксистська економічна теорія в питанні про роль держави в економіці та на фінансовому ринку була непослідовною. З одного боку, держава визнавалася апаратом насильства, з іншого – надкласовою інституцією, яка в умовах переходу до справедливого економічного устрою здійснить тотальне одержавлення, націоналізацію землі та майна, ліквідує право приватної власності (диктатура пролетаріату), а згодом налагодить всеохоплююче управління економікою і забезпечить реалізацію економічних інтересів трудящих. Марксизм протиставив розгляду окремих питань державного регулювання теоретичний аналіз розгорнутої системи централізованого державного управління економікою. Останнє, за Марксом, необхідне через експлуаторську сутність існуючого ладу і держави зокрема, дію закону капіталістичного нагромадження, суперечності відтворювального процесу і неможливість уникнути кризових явищ у капіталістичній економіці. Фінансовий ринок в таких умовах мав бути централізованим, а держава – провідним учасником на ньому, при цьому зменшувалося значення інших учасників ринку.

Маржиналізм та неокласична школа сприйняли основні теоретичні висновки класичного вчення, а саме: економічний лібералізм, ідею державного невтручання у комерційну діяльність суб'єктів ринку, тезу про раціональні (найефективніші, найвигідніші) дії економічних суб'єктів, особливо акцентувавши увагу на необхідності державної підтримки вільного підприємництва як основної ланки ринкової системи і на антимонопольній спрямованості державної фінансової політики.

Кінець XIX – початок XX ст. ознаменувався переходом до нової стадії розвитку економічної системи, пов'язаної з виникненням і бурхливим

розвитком монопольних утворень, концентрацією і централізацією всіх видів капіталу в усіх сферах господарства, в тому числі й на фінансових ринках. З кінця XIX ст. майже в усіх країнах відбувалося істотне розширення економічних функцій держави. Це призвело до посилення економічної ролі держави і спонукало економістів до пошуків теоретичного обґрунтування цієї тенденції [171].

Сучасними моделями державного втручання в діяльність фінансового ринку є кейнсіанська і неокласична. В основі кейнсіанського уявлення про економічну роль держави лежить проблема формування ефективного попиту, що забезпечить реалізацію створеного суспільством багатства. Кризовий стан економіки спонукав Дж. Кейнса до вирішення проблеми реалізації багатства за допомогою принципово нового підходу і розширення напрямів державного регулювання, серед яких бюджетне регулювання з високим рівнем перерозподілу національного доходу через державний бюджет, спрямоване на забезпечення фінансування державних інвестицій.

Для «запуску» інвестиційного мультиплікатора мають здійснюватися:

- великі урядові замовлення, що підтримує високий загальний рівень економічної кон'юнктури;
- грошово-кредитне регулювання, що використовує ставку відсотка як основний регулятор інвестиційної активності і допускає грошову емісію для покриття бюджетного дефіциту та з метою «здешевлення» грошей. Політика «дешевих грошей» забезпечує зниження надання переваг ліквідності і, як наслідок, стимулює збільшення витрат всіма економічними суб'єктами;
- податкове регулювання, засноване на прогресивній системі оподаткування з високими податковими ставками для корпорацій та осіб зі значними прибутками і доходами з метою підвищення схильності до споживання, а отже, й інвестиційного мультиплікатора;
- зовнішньоекономічне регулювання, засноване на застосуванні фіксованих валютних курсів і орієнтоване на замкнену економіку.

Післявоєнний період підтвердив можливість застосування модифіковано-

го варіанту кейнсіанської теорії при вирішенні проблем економічного зростання та розвитку фінансового ринку, що спирався на розширене трактування економічних функцій держави. У цей же період з'являється формула економічних функцій держави П. Самуельсона: «стабільність, ефективність, справедливість». У подальшому ці функції набували різного значення залежно від того, економісти якої школи або напряму економічної думки пояснювали їх зміст [132].

Сучасна неокласична модель державної фінансової політики, що виникла у 70-х роках ХХ ст. в умовах кризи кейнсіанської моделі та критичного перегляду її теоретичних рекомендацій, ґрунтується на теоріях монетаризму і економіки пропозиції та передбачає:

- зовнішньоекономічне регулювання, орієнтоване на посилення відкритості економік та участь у світових інтеграційних процесах і засноване на гнучких валютних курсах;

- грошово-кредитне (антиінфляційне) регулювання, в основі якого контроль за обсягом грошової маси в обігу та недопущення неконтрольованої грошової емісії, тобто додержання «грошового» правила монетаризму про 3-5-відсотковий темп щорічного зростання грошової маси;

- ліберальна податкова політика, пов'язана зі зменшенням ставок оподаткування доходів фізичних та юридичних осіб з метою стимулювання приватної ініціативи та інвестування, необхідність яких емпірично доведена кривою А. Лаффера;

- обмежене втручання держави в діяльність фінансового ринку з метою бюджетне регулювання, основна мета якого – збалансування доходів і видатків бюджету, уникнення бюджетного дефіциту;

- лібералізація антимонопольного законодавства та приватизації [179].

Основні моделі державного регулювання фінансового ринку в сучасних економічних системах набувають певних модифікацій унаслідок дії таких причин: відродження тези історичного напряму економічної думки про національну систему державного регулювання, у зв'язку з чим виокремлюються

моделі державного регулювання фінансового ринку за національною ознакою; синтезування і взаємопроникнення багатьох протилежних теорій, зокрема щодо економічної ролі держави (кейнсіансько-неокласичний синтез, ліве кейнсіанство і марксизм, неокласична теорія економічного добробуту тощо); врахування в сучасній економічній науці поряд з усталеними неокласичними та кейнсіанськими підходами здобутків нової інституціональної теорії.

Сучасні західні дослідники, розглядаючи роль держави, виділяють такі її складові: пасивне регулювання (створення правил функціонування ринку), активне втручання та задоволення власних потреб [271].

Так, американський економіст К. Слім описує спектр діяльності держави на фінансовому ринку за допомогою наступних формул:

$$\text{Діяльність держави на фінансовому ринку} = (\text{Регулювання} + \text{Інтервенції})^1 + \text{Власні потреби}^2 \quad (1.1)$$

де <sup>1</sup> – у першу чергу

<sup>2</sup> – у другу чергу

$$\text{Регулювання} = \text{Діяльність фінансового посередника} + \text{Граничні ставки} + \text{Схема отримання доходу (Пасивні правила)} \quad (1.2)$$

$$\text{Діяльність фінансового посередника} = \text{Заощадження} + \text{Позики} + \text{Хеджування ризиків} \quad (1.3)$$

$$\text{Інтервенції} = \text{Звичайні} + \text{Виняткові (Активні правила)} \quad (1.4)$$

$$\text{Власні потреби} = \text{Внутрішній ринок}^1 + \text{Зовнішній ринок}^2 \quad (1.5)$$

Економічна практика свідчить, що ці питання мають більше політичний, ніж теоретичний характер. Часто буває так, що теорія економіки відображає бажання існуючого політичного режиму. Наприклад, якщо держава хоче допомог-

ти корпораціям продавати більше продукції на міжнародному ринку, уряд буде «роздувати» національну валюту, щоб зробити продукцію виробників країни дешевшою в інших країнах. Не існує строгих економічних приписів щодо діяльності держави на фінансовому ринку, які б працювали для всіх країн, а кожна країна виробляє власну економічну політику, пов'язану з ідеологією, щоб урівноважити головні інтереси країни [274].

Розглядаючи роль держави на фінансовому ринку, дослідники намагаються вирішити такі питання: 1) якою має бути міра регулювання, нагляду і втручання держави у діяльність фінансового ринку, щоб забезпечувати найбільшу ефективність економіки в цілому; 2) якою мірою держава має використовувати фінансовий ринок для задоволення власних економічних потреб.

Відповідаючи на ці запитання, дослідники дійшли висновку, що держава найкращим чином задовольнятиме інтереси своїх громадян, залишаючись якомога більш нейтральною у своїх особистих відносинах з фінансовим ринком, але дуже впливовою у здійсненні регулювання і нагляду. Перебуваючи на відстані від ринків капіталу, держава не матиме прагнення до збагачення і таким чином слугуватиме не власним інтересам, а інтересам суспільства [275].

Держава як продукт суспільного розвитку, є надзвичайно складним та історично мінливим явищем, щодо якого існує різноманіття поглядів, часто навіть протилежних. Жодна з дефініцій держави не в змозі охопити всіх аспектів цього соціального явища. Тому, розглядаючи у наступних розділах особливості діяльності держави на фінансовому ринку, під державою ми будемо розуміти «здійснюваний за допомогою офіційних органів політико-територіальний спосіб організації публічної влади, покликаний керувати суспільними процесами, шляхом надання своїм велінням загальнообов'язкового характеру та можливістю реалізації цих велінь через примус» [82]. У більш вузькому розумінні держава є системою органів, що здійснюють керівництво суспільством.

На сучасному етапі розвитку фінансового ринку держава може виступати на ньому в якості регулятора, покупця і продавця фінансових ресурсів та посередника (рис. 1.1).

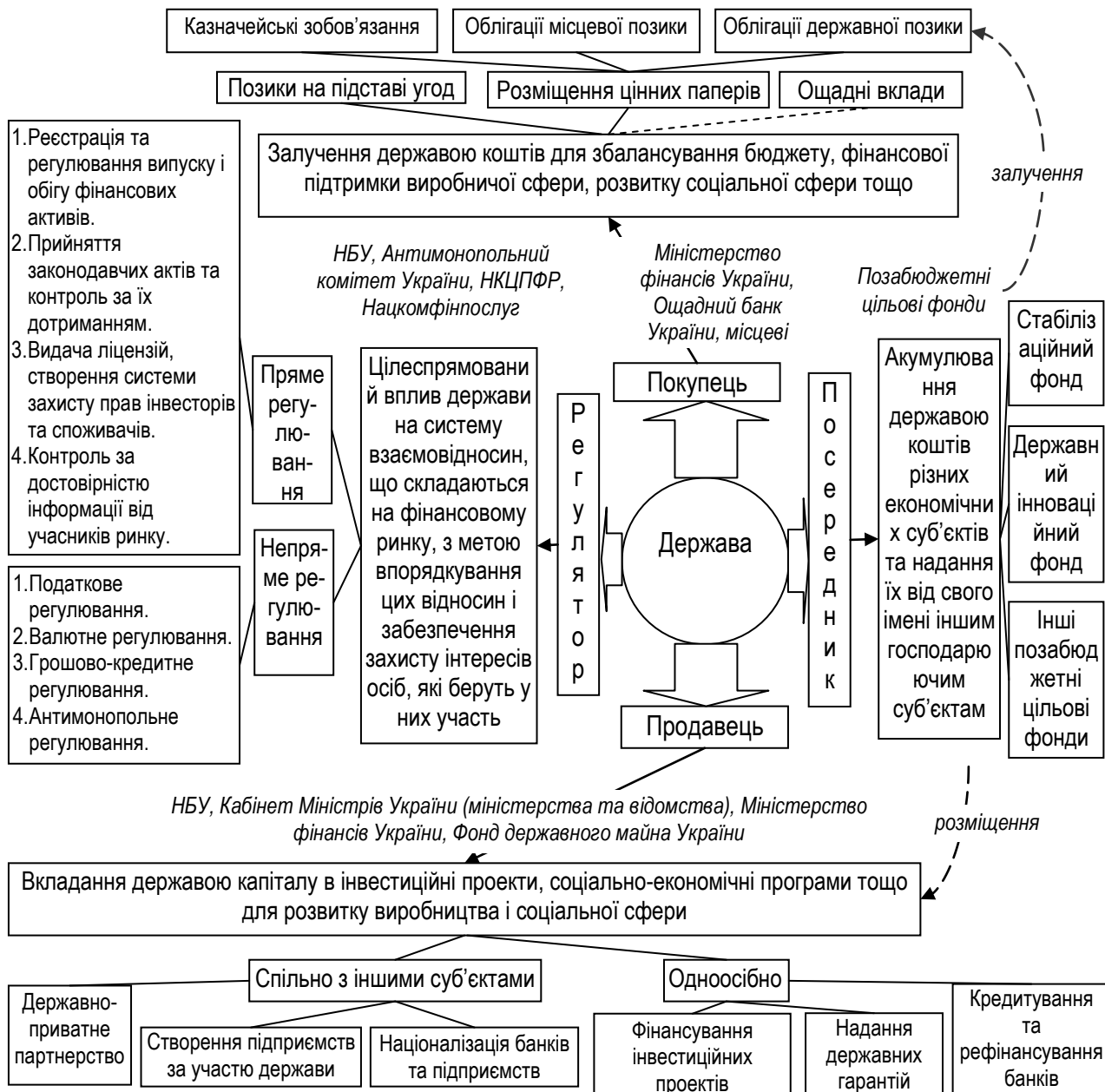


Рисунок 1.1 – Функції держави на сучасному фінансовому ринку (складено на основі [6, 43, 143, 158, 159, 173, 174, 269, 271])

Функції регулятора, покупця та продавця фінансових ресурсів є загально визначеними в науці та практиці, у той час як функція фінансового посередництва держави зазвичай не виділяється, а саму державу не розглядають у складі фінансових посередників, що діють на ринку. На думку автора, виділення додатково функції фінансового посередництва робить цілісним та завершеним розуміння процесу функціонування фінансового ринку.



Розглянемо особливості реалізації кожної функції більш детально у наступних підрозділах.

## 1.2 Дослідження світового та українського досвіду діяльності держави як регулятора фінансового ринку

Успішне функціонування фінансового ринку в ринкових умовах повинно ґрунтуватися на чітко розроблених засадах державного регулювання відносин, що виникають в межах даного ринку між його учасниками. Держава має визначати і контролювати правові основи таких відносин та встановлювати базові правила економічних стосунків учасників ринку. Для держави регулювання фінансового ринку і грошового обігу – одне з найскладніших і найважливіших завдань.

Державне регулювання фінансового ринку – це цілеспрямований вплив держави на систему взаємовідносин, що складаються на фінансовому ринку, з метою впорядкування цих відносин і забезпечення захисту інтересів осіб, які беруть у них участь [141].

Основними причинами, які обумовлюють необхідність державного регулювання, є наступні:

- на фінансовому ринку реалізуються національні інтереси держави – комплекс економічних пріоритетів розвитку країни;
- на ринку переплітаються інтереси різних учасників (держави, домогосподарств, суб'єктів господарювання), які можуть стати суперечливими і вимагають врівноваження;
- існує необхідність правового захисту інвесторів, головними з яких є населення, що може забезпечити тільки держава [144].

При побудові організаційно-економічного механізму регулювання фінансового ринку у вітчизняній і зарубіжній практиці регулювання виділяють

три рівні регулювання, а саме: рівень законодавчих органів, рівень державних регулюючих органів, рівень саморегулюючих організацій.

Світовою практикою було вироблено ряд різноманітних моделей регулювання фінансового ринку, які можна згрупувати за базовими критеріями: суб'єкт регулювання, об'єкт регулювання, рівень «жорсткості регулювання» та рівень втручання держави (табл. Б.1 додатку Б).

Залежно від особливостей функціонування національної фінансової системи, пов'язаних із специфікою законодавства, рівнем розвитку економіки та її регулюванням, виділяють три моделі наглядових систем (рис. 1.2).

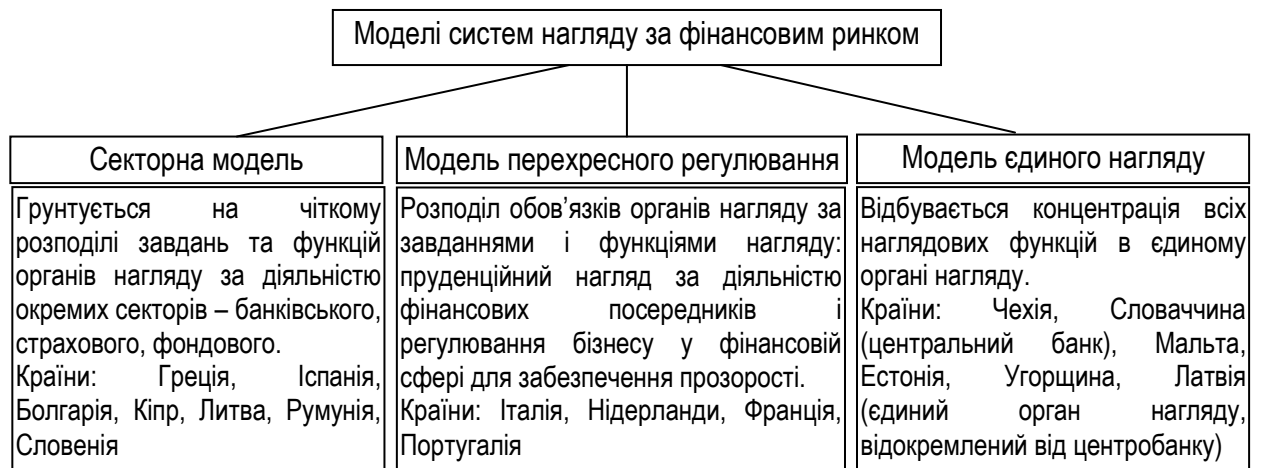


Рисунок 1.2 – Моделі систем нагляду за фінансовим ринком (складено на основі [121, 175, 176])

Фінансові ринки, які перебувають на початкових стадіях розвитку, потребують досить високого рівня втручання держави з метою їхнього регулювання, що пояснюється їх особливостями (рис. 1.3).

Враховуючи специфіку функціонування фінансових ринків на ранніх етапах, доцільно розглянути особливості державного регулювання ринків у країнах, де вони також перебувають на ранніх етапах (табл. Б.3 додатку Б).

Вибір країн обумовлений тим, що вони входили до складу колишнього СРСР та між їхніми органами регулювання фінансового ринку існують угоди про співпрацю та обмін певною інформацією.

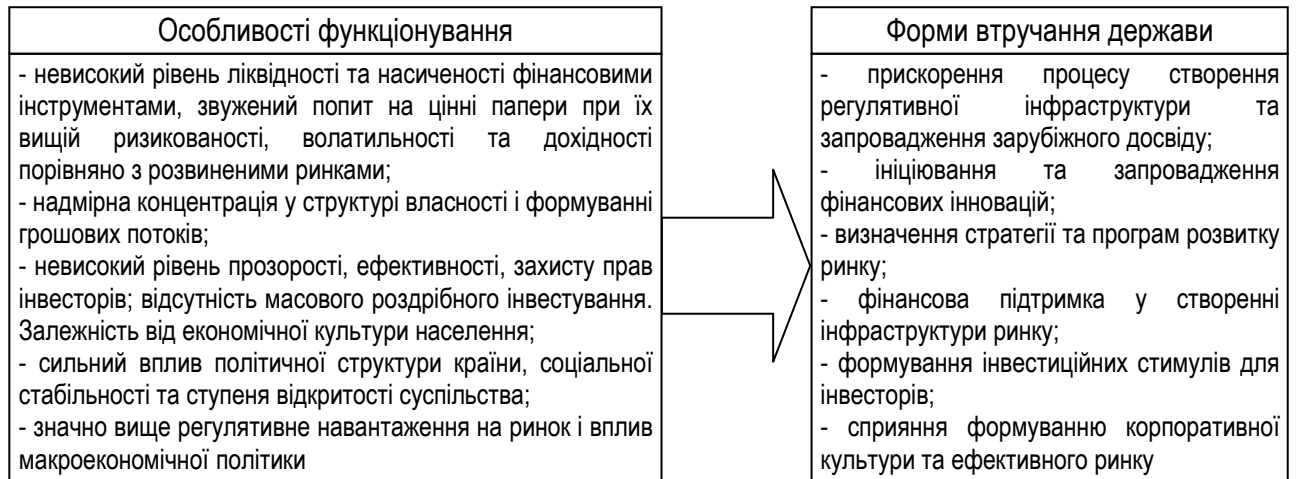


Рисунок 1.3 – Особливості фінансових ринків на початкових етапах розвитку та відповідні форми втручання держави (складено на основі [175])

Зазначимо, що тенденція до створення мегарегулятора спостерігається перш за все в економічно розвинених країнах. При цьому не існує єдиної моделі мегарегулятора. У деяких країнах мегарегулятор відповідає за регулювання та нагляд у всій фінансовій системі, а в деяких мегарегулятором є установа, що здійснює нагляд за двома та більше сегментами ринку [165].

Фінансові ринки країн з розвинутою економікою – це цілісна і сформована система, що зазнає технічних змін і концептуальних новацій. Загальними для багатьох національних фінансових ринків останнім часом стали процеси створення наднаціональних правових і регулятивних систем (зокрема, ЄС) та уніфікації юридичних інститутів і механізмів. Мають місце також процеси зближення принципів регулювання фінансових ринків у країнах континентального права з підходами, притаманними англо-американській правовій системі. Систему регулювання фінансового сектору в економічно розвинених країнах демонструє табл. Б.2 додатку Б [166].

Орієнтиром для більшої частини розвинутих економік є правові рішення, закріплені в директивах Європейського союзу, що регулюють діяльність на фінансових ринках країн-членів ЄС. Функції фінансового регулятора в країнах ЄС (у наднаціональному масштабі) покладені на профільні комітети Ради ЄС з

економіки і соціальних питань і Комітет з європейських цінних паперів. Європейський Центральний банк у даному випадку виступає тільки як додатковий координуючий орган. Повноцінний фінансовий регулятор у ЄС на сьогоднішній день фактично відсутній, оскільки потреба у створенні аналога Європейського Центрального банку для ринків фінансових інструментів і послуг, не пов'язаних з банківським сектором, не очевидна. Його відсутність компенсується діяльністю вищезгаданого комітету і комісій з бірж та цінних паперів у кожній із країн-членів ЄС [45].

Характерні риси сучасного європейського фінансового ринку представлені на рис. 1.4.



Рисунок 1.4 – Ключові риси, притаманні сучасному європейському фінансовому ринку (складено на основі [175])

У різних країнах співвідношення повноважень державних органів і органів саморегулювання різне. На це впливають культурні та історичні традиції країни, рівень розвитку фінансового ринку, особливості законодавства та ступінь його жорсткості, соціальна та правова культура суспільства, а також рівень організації професійних об'єднань учасників фондового ринку, здатних взяти на себе значну частину роботи щодо регулювання діяльності на ньому [43].

Слід зазначити, що існують країни (насамперед, Великобританія), у яких ринок більшою мірою саморегулюється, ніж знаходиться під контрольним впливом держави. Разом з тим в інших країнах моделі регулювання ринку

фінансових послуг передбачають жорсткість державних наказів і значно меншу активність професійних учасників у встановленні та контролі правил на ринку. У світовій практиці виділяють декілька видів саморегулювання (табл. 1.2).

Таблиця 1.2 – Характеристика видів саморегулювання у світовій практиці [43, 145]

Види саморегулювання	Характеристика
Делеговане	Держава передає певні функції з регулювання ринку (наприклад, ліцензування професійних учасників ринку) організаціям саморегулювання, встановлює правила діяльності подібних організацій. Для всіх схем делегованого саморегулювання через його специфіку характерне встановлення жорсткіших вимог, обов'язкових до виконання
Добровільне	Припускає встановлення та підтримку правил учасниками саморегулювних організацій без будь-якого схвалення або спеціального захисту з боку держави. Згадані зобов'язання виходять за рамки правових вимог або встановлених норм у сферах, в яких відсутні відповідні закони
Змішане	Містить у собі елементи двох вищезазначених видів. Характерне для тих країн, де держава чітко позначила в законодавчому порядку, що дотримання норм саморегулювання еквівалентне дотриманню закону. Ця схема не передбачає обов'язкового членства. Держава бере участь у здійсненні контролю за ефективністю схем з метою забезпечення їх відповідності регулятивним цілям законів, які вони замінюють

Також існують національні, регіональні (на відносно замкнених регіональних ринках) та міжнародні саморегулювні організації (СРО). Позиція стосовно СРО, вироблена міжнародним професійним співтовариством, не обмежує множинності організацій, визнаючи при цьому правомірність різних моделей саморегулювання.

На одному ринку можуть існувати одночасно різні типи СРО, як це спостерігається у США. Перший тип – інфраструктурні організації, які самі є професійними учасниками ринку. Це, наприклад, Національна клірингова корпорація з цінних паперів, Клірингова корпорація на ринку опціонів та інші інфраструктурні організації. Членство в таких СРО є добровільним, права і обов'язки такого саморегулювання виникають на засадах договору між учасниками фінансового ринку. Другий тип – Національна асоціація дилерів з

цінних паперів. Членство в цій організації є обов'язковим для брокерів і дилерів. Без членства в асоціації організація не може одержати дозвіл на діяльність на ринку цінних паперів, стати членом біржі, клірингової або депозитарної організації [145].

Сучасний етап розвитку світового фінансового ринку характеризується створенням наднаціональних органів регулювання фінансових ринків. Глобалізація економічних зв'язків впливає на інтернаціоналізацію фінансових ринків, змушуючи національні регулюючі органи розвивати двосторонні і багатосторонні офіційні зв'язки з іноземними органами нагляду та контролю з метою створення системи міжнародного співробітництва у сфері попередження та переслідування шахрайств з фінансовими ресурсами, регулювання фондових ринків та інвестиційної діяльності.

Найбільш поширеним інструментом такого міжнародного співробітництва є меморандуми про взаємодію між уповноваженими регулюючими органами держав.

На сучасному етапі розвитку світового фінансового ринку основними міжнародними регулюючими організаціями є наступні [43]:

- 1) Міжнародний валютний фонд (МВФ);
- 2) Міжнародна організація комісій з цінних паперів (IOSCO);
- 3) Форум Європейських Комісій з цінних паперів (FESCO);
- 4) Група 30 (рис. 1.5).

На сьогодні у світі нагромаджено значний досвід регулювання фінансових ринків як розвинених, так і таких, що розвиваються. Закони, що регулюють ринок і встановлюють над ним контроль, створюються поступово, у міру розвитку ринкових відносин у цілому і фінансових відносин зокрема. У країнах з ринковою економікою норми фінансового ринку створювалися протягом десятиріч. Вітчизняний фінансовий ринок розвивається не так давно, тому за такий короткий проміжок часу нереально створити систему законів з нагляду і регулювання фінансового ринку, яка існує в розвинених державах. Для України важливо правильно і раціонально використати світовий досвід регулювання та

будувати власне законодавство стосовно регулювання фінансового ринку відповідно до міжнародних рекомендацій. На сучасному етапі фінансовий ринок України опирається на законодавство, яке регулює фінансові ринки Європи і США [43].

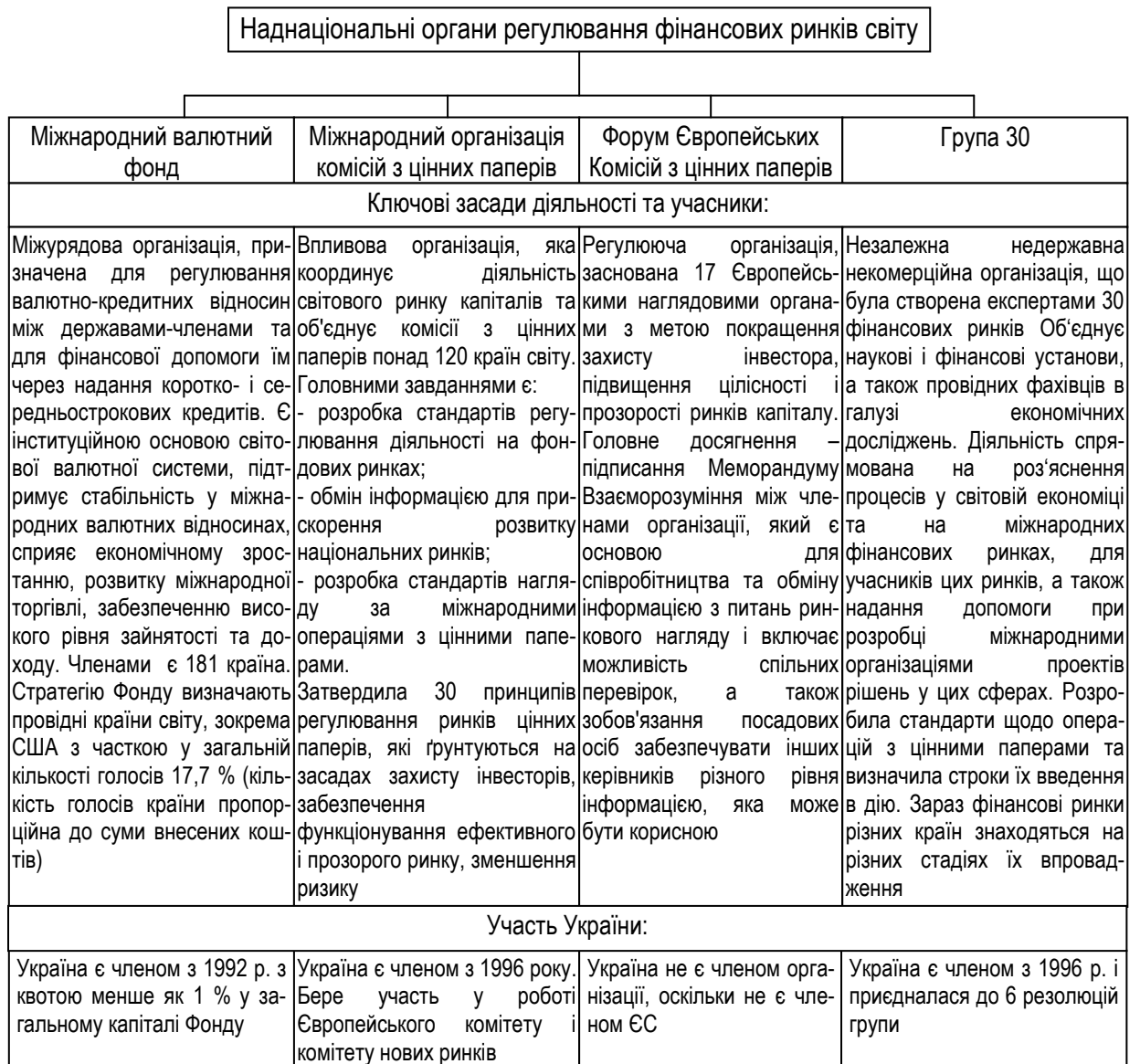


Рисунок 1.5 – Наднаціональні органи регулювання фінансових ринків (складено на основі [43, 157])

В Україні рівень законодавчих органів представлений законодавчою діяльністю Верховної Ради України, Президента України та Кабінету Міністрів України. Законодавче регулювання має поступово призводити до законодавчого закріплення нормативно-інструктивних матеріалів, які виявилися ефективними

на практиці. Схема правового регулювання фінансового ринку в Україні, що відображає порядок субординації нормативно-правових актів відповідно до принципу верховенства права, представлена на рис. 1.6.

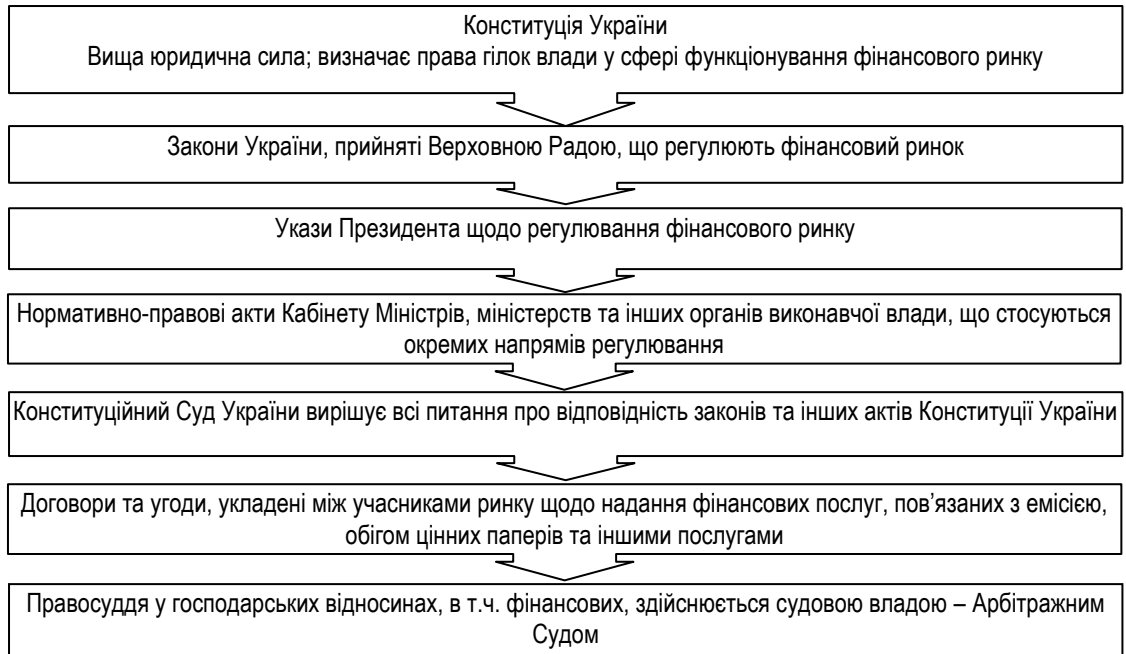


Рисунок 1.6 – Схема правового регулювання фінансового ринку України  
(складено на основі [123, 157])

На рівні державних регулюючих органів ключову роль відіграють три державні органи, а саме: Національний банк України (валютний, депозитний та кредитний ринки), Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (ринок боргових цінних паперів, акцій, похідних фінансових інструментів), Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг (діяльність небанківських установ на фінансовому ринку). Певні регулювальні функції виконує також Міністерство фінансів, Національний депозитарій України, Рахункова палата України, Фонд державного майна України, Державний комітет фінансового моніторингу України, Антимонопольний комітет України.

Щодо рівня СРО, то відповідно до чинного законодавства України саморегулювальна організація – це неприбуткове об'єднання професійних учасників ринку, яке створене з метою захисту інтересів своїх членів, здійснює



регулювання ринків фінансових послуг щодо розроблення і впровадження правил поведінки на них та/або сертифікації фахівців ринку фінансових послуг, утворене відповідно до критеріїв і вимог, установлених законодавством [114]. Їх фактична кількість щороку змінюється і лише деякі з об'єднань учасників фінансового ринку офіційно мають статус саморегулювних організацій. Вони підлягають контролю з боку регулятора і повинні дотримуватися стандартів справедливості та конфіденційності при виконанні своїх повноважень. Варто зазначити, що потенціал саморегулювання в Україні використовується далеко не повною мірою. Модель функціонування СРО, що склалася, можливо і задовольняє частину професійних учасників ринку, але не ринок в цілому. Це можна пояснити тим, що оскільки національне законодавство закріплює обов'язкове членство у СРО, то таке членство перетворюється лише у додатковий бар'єр для отримання ліцензії, а самі організації не представляють інтереси учасників, а є тільки додатковим інструментом контролю.

Історія регулювання сучасного фінансового ринку України почалася від моменту прийняття у 1991 р. Закону України «Про цінні папери та фондову біржу». За весь період функціонування вітчизняна система регулювання пройшла три етапи, протягом яких удосконалюється законодавча база регулювання, визначаються рівні, форми, принципи, напрями та інші складові регулювання (табл. 1.3).

Хоча у сфері регулювання фінансового ринку мають місце очевидні позитивні зрушення, розвиток не всіх його сегментів є однаково динамічним. Провідну роль на ринку відіграє банківська система, а сам ринок є банкоцентричним, у той час як фондовий ринок є одним із найслабших елементів системи. Це пояснюється тим, що, по-перше, банківські кредити є основним джерелом фінансування діяльності економічних суб'єктів, а по-друге, структура цінних паперів, зокрема, облігацій та акцій, характеризується великою часткою банківських установ, а по-третє, банки відіграють провідну роль і в операціях купівлі-продажу цінних паперів [4].

Таблиця 1.3 – Етапи розвитку системи регулювання фінансового ринку

[175]

Етапи	Характеристика
Перший етап (1991 – 1995 рр.)	Головним державним регулюючим органом було Міністерство фінансів, яке проводило роботу зі створення фінансового ринку, займалося його нормативно-методичним забезпеченням, реєстрацією та обліком випусків цінних паперів підприємств, наданням дозволу на здійснення посередницької діяльності з цінними паперами тощо
Другий етап (1995 – 2000 рр.)	Почався з прийняття в 1995 р. концепції функціонування і розвитку фондового ринку України та законів Верховної Ради, направлених на створення депозитарної діяльності та втілення на вітчизняному фінансовому ринку міжнародних стандартів для забезпечення розвитку всіх сегментів ринку і виходу вітчизняних інвесторів на міжнародні фінансові ринки
Третій етап (з 2000 р.)	Удосконалення законодавчої бази фінансового ринку, створення на правовому рівні нового його сегмента – ринку фінансових послуг. Приймається Закон «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг». Видано ряд положень та указів щодо удосконалення діяльності НКЦПФР та Нацкомфінпослуг. Прийнято Закон «Про цінні папери та фондовий ринок»

Модель державного регулювання, що сформувалася в Україні, має характеристики, представлені в табл. 1.4.

Таблиця 1.4 – Характеристика моделі державного регулювання в Україні

[12, 98, 175]

Критерії	Модель	Ознаки
Суб'єкт регулювання	Змішане регулювання	Функції регулювання розподілені між державними органами та саморегулювальними організаціями
Об'єкт регулювання	Цільове регулювання	Об'єктом регулювання є діяльність на ринку цінних паперів та похідних фінансових інструментів та грошово-кредитному ринку
Ступінь жорсткості регулювання	Жорстке регулювання	Досить жорсткі, детально розроблені правила та процедури і контроль за їх дотриманням
Ступінь втручання держави	Високий ступінь втручання	Формування державою зведення правил, норм ділової практики, стандартів та вимог щодо розкриття інформації тощо. Це обумовлюється тим, що вітчизняний ринок знаходиться на ранньому етапі розвитку і є високоризикованим
Ступінь розкриття інформації	Державне регулювання	Створюються законодавчі та нормативні документи, що регламентують рівень розкриття інформації

Як бачимо, в Україні існує фінансовий ринок з високим рівнем державного регулювання, який побудований за функціональним принципом на

базі змішаного регулювання діяльності учасників, що на нашу думку, цілком відповідає рівню його розвитку та загалом фінансової системи країни.

Форми державного регулювання вітчизняного фінансового ринку представлені на рис. 1.7.

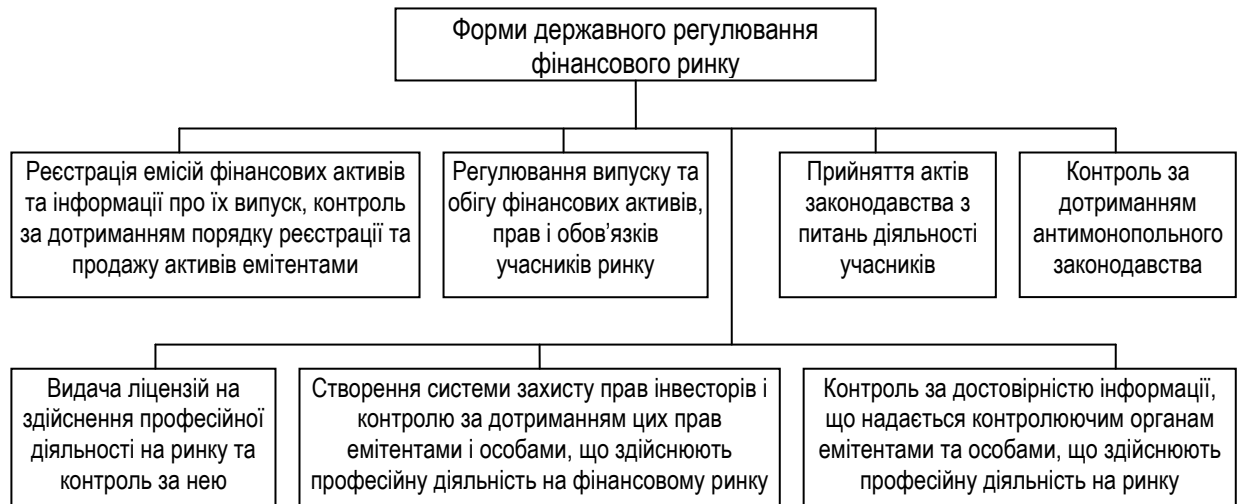


Рисунок 1.7 – Форми державного регулювання фінансового ринку (складено на основі [98, 104])

Окрім безпосереднього регулювання, держава має також важелі непрямого втручання у функціонування фінансового ринку (рис. 1.8).

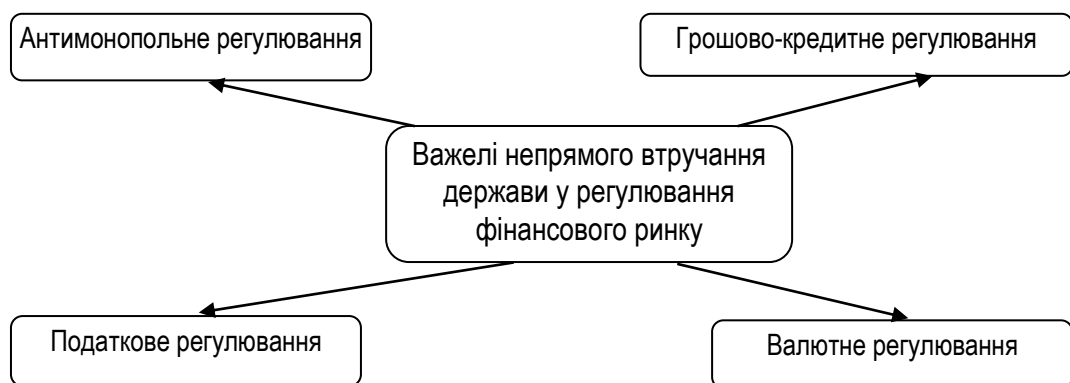


Рисунок 1.8 – Важелі непрямого втручання держави в регулювання фінансового ринку(складено на основі [98, 135])

Оскільки індикатором статусу країни у світовому фінансовому просторі є відповідність міжнародним кодексам функціонування фінансового ринку, в ос-

нову функціонування та регулювання українського фінансового ринку покладені принципи, що розроблені міжнародними організаціями у сфері контролю та нагляду за фінансовими ринками, а саме Базельським комітетом по нагляду за банківською діяльністю, Міжнародною організацією з цінних паперів та Міжнародною асоціацією страхових наглядів, Фінансовою комісією з проблем відмивання капіталів, Міжнародним валютним фондом, Організацією економічного співробітництва та розвитку, Комітетом з питань платіжних та розрахункових систем та іншими. Дані принципи полягають у дотриманні прозорості, фінансової стійкості, платоспроможності та відповідальності учасниками фінансового ринку.

Таким чином, регулювання державою фінансового ринку є обов'язком уряду, і альтернативи в сучасних умовах державному регулюванню не існує [2]. Регулювання фінансового ринку України має здійснюватися на принципах створення гнучкої та ефективної системи управління, надійно діючого механізму обліку і контролю, запобігання і профілактики зловживань і злочинності на ринку цінних паперів на основі відповідної законодавчої бази.

При визначенні ступеня втручання держави в ділове життя учасників фінансового ринку слід уникати екстремальних позицій і знаходити правильні зважені рішення, оскільки, як переконує світовий досвід, надмірне втручання обмежує свободу підприємництва, а надмірне невтручання створює середовище для зловживань [43].

### 1.3 Систематизація науково-методичних засад та практичного інструментарію діяльності держави як продавця фінансових ресурсів на ринку

Держава використовує фінансовий ринок переважно для формування своїх доходів на позиковій основі, хоча певною мірою бере участь і у формуванні ресурсного потенціалу ринку, тобто виступає у ролі продавця

фінансових ресурсів [124]. При цьому можливі різні форми такої діяльності держави (рис. 1.9).



Рисунок 1.9 – Основні форми участі держави на фінансовому ринку в якості кредитора (складено на основі [124])

Одним із найважливіших суб'єктів, через який держава реалізує функцію продавця ресурсів на фінансовому ринку, є НБУ – особливий центральний орган державного управління. Окрім своєї основної функції – забезпечення стабільності грошової одиниці України, – НБУ виконує ряд інших функцій, зокрема, виступає кредитором останньої інстанції для банків і організовує систему рефінансування. Рівні та інструменти кредитування НБУ комерційних банків демонструє рис. 1.10.

Під рефінансуванням банків розуміють операції з надання кредитів НБУ банкам у встановленому ним порядку з метою підтримання ліквідності банків. Кредит овернайт – це кредит, який наданий банку НБУ за оголошеною процентною ставкою через постійно діючу лінію рефінансування строком на один робочий день за умови укладення генерального кредитного договору між банком і НБУ.

Пряме репо – це кредитна операція, що ґрунтується на двосторонній угоді між НБУ та банком про купівлю Національним банком державних цінних паперів із портфеля банку або іноземної валюти (перша частина угоди репо) з подальшим зобов'язанням банку викупити державні цінні папери або іноземну валюту (друга частина угоди репо) за обумовленою ціною на обумовлену дату. Стабілізаційний кредит – кредит НБУ, що може надаватися банку на

підтримку здійснення заходів фінансового оздоровлення для забезпечення його ліквідності на визначений НБУ строк [19].

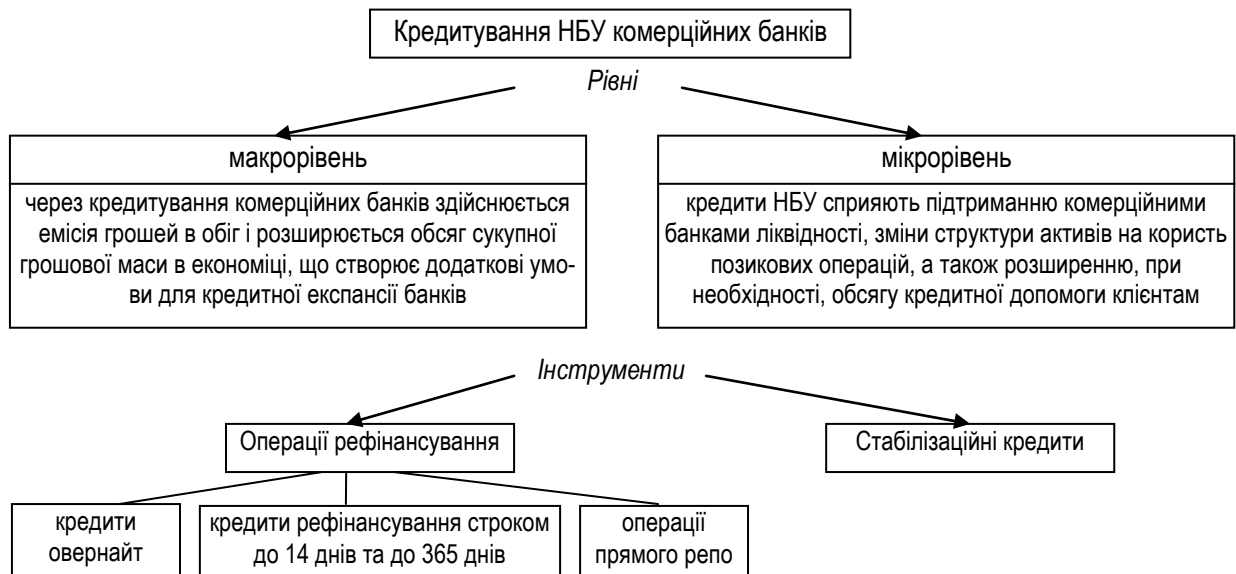


Рисунок 1.10 – Рівні та інструменти кредитування НБУ комерційних банків  
(складено на основі [19, 124])

Упродовж 2009-2013 рр. НБУ забезпечував підтримання ліквідності банків шляхом надання довго- та короткострокових кредитів різних видів (табл. 1.5). Загалом операції рефінансування сприяли зменшенню негативного впливу фінансово-економічної кризи на діяльність банків України, забезпеченню їх стабільної роботи та стимулюванню кредитування економіки.

Таблиця 1.5 – Рефінансування банків НБУ у 2009-2013 рр., млн. грн. [147]

Показники	Роки				
	2009	2010	2011	2012	2013
Загальний обсяг операцій	64405,0	5162,4	28829,2	97554,3	71498,2
з них:					
- через операції прямого репо	477,4	112,0	23601,5	56622,0	35970,7
- кредити, надані шляхом проведення тендера	1239,9	449,7	3224,6	11948,9	13799,1
- через механізм постійно діючої кредитної лінії овернайт	12726,3	179,4	2003,2	28583,4	19770,4
- шляхом надання стабілізаційних кредитів	46858,5	3436,4	x	400,0	1958,0
- шляхом надання інших довгострокових та короткострокових кредитів	670,9	984,9	x	x	x
Повернено кредитів	39812,4	18539,8	29518,5	93588,6	70506,4

У 2009-2010 рр. явно переважали стабілізаційні кредити НБУ, що забезпечували більшу половину кредитних коштів, однак з 2011 р. ситуація змінилася – стабілізаційні кредити отримали незначну питому вагу, а головним джерелом рефінансування стали операції прямого репо, а також механізм постійно діючої кредитної лінії овернайт.

Слід зазначити, що якщо у 90-ті роки ХХ ст. у діяльності НБУ мало місце пряме кредитування уряду для покриття дефіциту державного бюджету, то сьогодні він перейшов до ринкового механізму регулювання грошово-кредитних відносин, у якому провідну роль відіграють кредитні відносини з комерційними банками та іншими кредитними установами.

Кредити НБУ використовуються також для розв'язання певних економічних завдань, зокрема для фінансової підтримки окремих галузей, проведення санаційних заходів на деяких підприємствах, реструктуризації виробництва на користь продукції широкого вжитку тощо [7].

Центральні банки країн Європи (Франції, Німеччини, Великобританії та ін.) надають кредити комерційним банкам переважно через переоблік векселів. Центральні банки Франції і Німеччини встановлюють квоти на переоблік векселів, у випадку перевищення яких комерційні банки сплачують підвищений відсоток за кредит центральному банку.

Найширшим є спектр кредитних відносин центрального банку з комерційними у Німеччині. Крім переоблікових кредитів, Німецький федеральний банк надає комерційним банкам ломбардні кредити на строк до 3-х місяців під забезпечення надійними цінними паперами: векселями і облігаціями федерального уряду і земель. Ліміти кредитування встановлюються за кожною категорією забезпечення. Окремо також встановлюється квота на кредит на переоблік векселів залежно від розміру власного капіталу комерційного банку. Ставка з ломбардних кредитів є найважливішим орієнтиром грошового ринку, вона аналогічна ставці за федеральними фондами США. Угодам про продаж державних цінних паперів зі зворотним викупом віддається перевага перед іншими оперативними інструментами кредитної політики Німецького феде-

рального банку.

Банк Англії здійснює кредитування комерційних банків під певні зобов'язання за рахунок банківських депозитів, які зберігаються на відповідних рахунках в центральному банку.

У США переоблікові операції Федеральної резервної системи – не основна форма рефінансування комерційних банків. Поширеним є кредитування банків під заставу державних цінних паперів (казначейських векселів, облігацій) [118].

Державне (бюджетне) фінансування інвестиційних проектів – це державні інвестиції в основні об'єкти економічного і соціального розвитку [105]. Досвід провідних європейських країн показує, що на період трансформації економіки державі належить вирішальна роль у фінансуванні конкретних загальнодержавних структуроутворюючих інвестиційних програм. Надзвичайно актуальним є питання якісної оцінки та контролю державних інвестицій. Державне фінансування інвестиційних проектів базується на принципах, представлених у табл. 1.6.

Основним державним джерелом фінансування інвестиційних проектів є кошти Державного бюджету України, кошти місцевих бюджетів і кошти бюджету Автономної Республіки Крим у вигляді капітальних видатків. Такі видатки пов'язані з інвестуванням бюджетних коштів в основні фонди і нематеріальні активи, зі створенням державних запасів і резервів, та містять затрати на нове будівництво і розвиток діючих об'єктів державної власності (їх розширення, реконструкцію і технічне переоснащення), інвестиційні субсидії, довгострокові бюджетні кредити і державні гарантії інвесторам, що фінансують високоефективні інвестиційні проекти. Сукупність цих видатків формує бюджет розвитку України.

Інвестиційні проекти, що передбачають залучення коштів державного бюджету мають пройти конкурсний відбір.



Таблиця 1.6 – Принципи державного фінансування інвестиційних проектів [34, 105]

Назва принципу	Характеристика
Принцип отримання максимального ефекту від використання бюджетних ресурсів	Передбачає нормування відповідних затрат, а також мінімізацію державних витрат щодо отриманого результату. Ефект може бути виражений, з одного боку, у вирішенні різних завдань соціально-економічного розвитку держави, а з іншого – у збільшенні ресурсів бюджетного фонду за рахунок зростання доходів отримувачів бюджетних асигнувань. Практична реалізація принципу базується на використанні програмного методу управління бюджетними витратами, переході на контрактно-конкурсну систему надання бюджетних асигнувань, використанні, поряд із безповоротним фінансуванням, бюджетного кредитування підприємств і організацій. Бюджетні кредити надаються юридичним особам для реалізації високоефективних проектів на поворотній і платній основі, однак відсотки по них значно нижчі, ніж по банківським кредитам
Принцип цільового характеру використання бюджетних ресурсів	Надання бюджетних коштів здійснюється відповідно до їхнього цільового призначення згідно затвердженого бюджету. Цей принцип також сприяє підвищенню ефективності бюджетних витрат
Принцип поєднання власних, кредитних та бюджетних джерел	при визначенні обсягу фінансування інвестиційного проекту враховується наявність власних коштів, можливості одержання банківського кредиту і лише тоді, коли неможливо покрити витрати із зазначених джерел, вирішується питання про бюджетне або відомче фінансування.
Принцип надання бюджетних коштів з урахуванням виконання виробничих та інших показників діяльності й з урахуванням фактичного використання раніше наданих ресурсів	Прив'язка бюджетного фінансування до конкретних результатів діяльності підприємств та організацій дозволяє здійснювати фінансовий контроль за виробництвом товарів та наданням послуг у тих сферах діяльності, що фінансуються із бюджету
Принцип безповоротності та безвідплатності основної частини бюджетних асигнувань	Надання коштів без прямого їх відшкодування. Хоча має місце непряме відшкодування, що полягає у прирості основних фондів, перспективній підготовці кадрів тощо

Пріоритети відбору інвестиційних проектів, а також критерії оцінки та відбору інвестиційних проектів виробничого та невиробничого призначення, що передбачають залучення коштів державного бюджету, зазначені в «Положенні про оцінку та конкурсний відбір запропонованих міністерствами, іншими центральними органами та місцевими органами виконавчої влади інвестиційних проектів, що передбачають залучення коштів державного

бюджету та створення відповідної Комісії Мінекономіки» [105]. є субсидії та державні кредити. До основних критеріїв відбору підприємств для надання фінансової підтримки відносять наступні: потенційна прибутковість, достатня підготовленість управлінського персоналу, наявність ринків збуту на продукцію підприємств в Україні та за її межами і високий рівень конкурентоспроможності даної продукції, стабільність фінансового стану підприємств на момент отримання державних коштів та в процесі їх повернення, відповідність випущеної продукції державним пріоритетам.

Найважливішою формою державного фінансування інвестиційних проектів є державний інвестиційний кредит, обсяги та напрями якого визначаються державною політикою. Даний кредит надається на капітальні вкладення виробничого призначення шляхом бюджетних позичок безпосередньо різним міністерствам, відомствам та іншим органам державної влади для фінансування підприємствами та організаціями через банківські установи таких об'єктів пріоритетних напрямків розвитку економіки України:

- нового будівництва;
- раніше розпочатих новобудов виробничого призначення;
- пускових комплексів;
- технічного переозброєння та реконструкції діючих підприємств незалежно від форм власності;
- інші цілі [129].

Особливий характер державних кредитних програм полягає у тому, що вони переслідують не тактичні цілі (вплив на кон'юнктуру, згладжування циклічних коливань та ін.), а стратегічні – реалізацію відповідних структурних змін. Іншою важливою рисою державних кредитних програм є їхній пільговий характер. Такі кредити повинні надаватися на більш тривалий термін та під нижчі процентні ставки порівняно з кредитами, що надаються банками та іншими фінансово-кредитними установами. Фактично різниця між процентними ставками на ринку позичкового капіталу та рівнем процента за державним кредитом є, по суті, субсидією держави приватним підприємцям. Іншим елементом суб-

сидування в умовах погашення є те, що за рядом державних кредитів передбачається так званий пільговий період відшкодування, в якому погашення кредитної заборгованості не здійснюється, тим самим збільшуючи строк повернення кредиту [154].

За рахунок коштів державного бюджету можуть також частково відшкодуватися відсоткові ставки за кредити, надані комерційними банками на фінансування інвестиційних проектів. Такий порядок регламентується Постановою Кабінету Міністрів України від 29.01.2002 р. № 101 «Про затвердження Порядку конкурсного відбору інвестиційних проектів, що реалізуються за рахунок кредитів комерційних банків з частковим відшкодуванням відсоткових ставок» [138]. Відшкодування відсоткових ставок провадиться за рахунок коштів державного бюджету за кредитами, що залучаються підприємствами для реалізації інвестиційних проектів на конкурсних засадах, у межах бюджетних програм, передбачених Законом про Державний бюджет України на відповідний рік, та з урахуванням пріоритетів, визначених, згідно з Програмою дій Кабінету Міністрів України, Державною програмою соціально-економічного розвитку на відповідний рік та іншими нормативно-правовими актами України.

Видатки бюджету мають великі можливості з урегулювання темпів розвитку окремих галузей національної економіки та усунення структурних вузьких місць. Окрім того, державні кредитні програми є одним із джерел фінансового забезпечення різних галузей економіки. Тому при розширенні сфери державного кредитування інвестиційних проектів необхідним є проведення їх експертної оцінки з метою недопущення використання державних коштів не за цільовим призначенням та на проекти, для яких характерний невиправдано високий рівень інвестиційних ризиків [154].

Створення підприємств за участю держави передбачає два варіанти: підприємства, засновані повністю на державній власності, та суб'єкти господарювання, засновані на базі об'єднання майна різних форм власності (державна частка у статутному фонді має перевищувати п'ятдесят відсотків чи

становити величину, яка забезпечує державі право вирішального впливу на господарську діяльність цих суб'єктів) [273]. Від імені та в інтересах держави України право власності на них здійснюють органи державної влади. Види підприємств державної форми власності представлені на рис. 1.11.

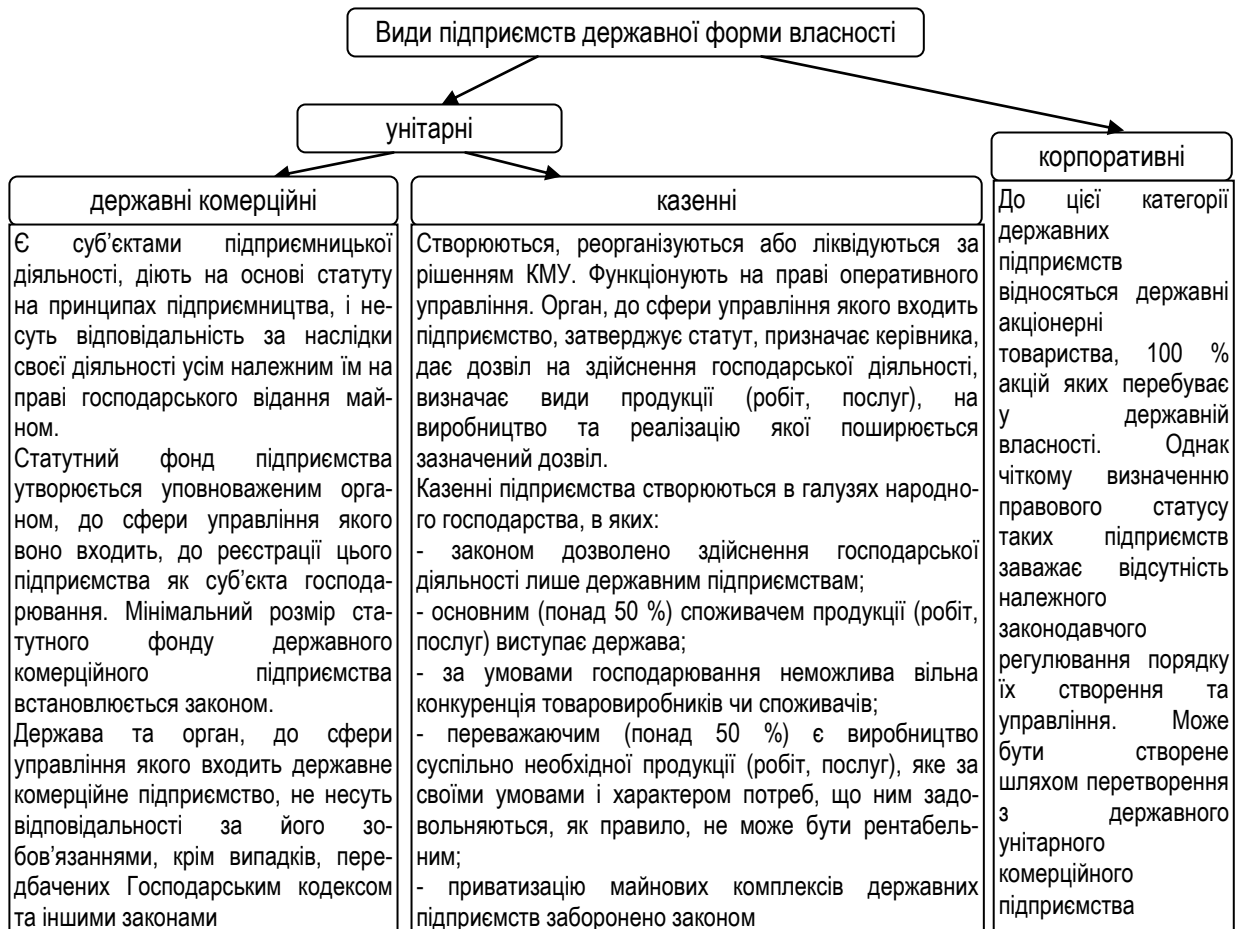


Рисунок 1.11 – Види підприємств державної форми власності (складено на основі [24])

Слід зазначити, що створення державних підприємств може відбуватися і шляхом націоналізації існуючих підприємств. Націоналізація – це обернення в державну власність майна фізичних або юридичних осіб, здійснюване на підставі спеціального акта компетентного органу влади. Націоналізація може виявитись необхідною для забезпечення екологічної безпеки країни, захисту споживачів від зловживань природних монополій, припинення зловживань, пов'язаних з вивезенням прибутку за кордон та ін. Націоналізація іноземного

капіталу в країнах, що розвиваються, має на меті забезпечення економічної незалежності країни, умов для проведення індустріалізації, відбудови економіки [117].

Зазвичай націоналізація здійснюється в галузях та на виробництвах, які є найбільше постраждалими від кризи і стали нерентабельними, знаходяться під загрозою закриття або вимагають значних і довгострокових вкладень.

В Україні націоналізація підприємств та банків здійснюється Кабінетом Міністрів України та Фондом державного майна України. Підставою для її початку є ґрунтоване письмове подання до Кабінету Міністрів України від осіб або органів, що можуть ініціювати відчуження на користь держави об'єктів приватної власності. Систематизація галузей економіки та об'єктів за можливістю націоналізації представлена в табл. 1.7.

Таблиця 1.7 – Розподіл галузей економіки та об'єктів за можливістю націоналізації [25]

Підлягають націоналізації	Не підлягають націоналізації
<ul style="list-style-type: none"> <li>- паливна промисловість;</li> <li>- вугільна промисловість;</li> <li>- видобуток інших видів корисних копалин;</li> <li>- видобуток газу та його транспортування кінцевому споживачу;</li> <li>- видобуток та переробка нафти;</li> <li>- містоутворюючі та стратегічні підприємства;</li> <li>- чорна та кольорова металургія;</li> <li>- хімічна і нафтохімічна промисловість;</li> <li>- машинобудівна та металообробна промисловість (крім автомобільної);</li> <li>- трубопровідний магістральний транспорт;</li> <li>- річкові та морські порти;</li> <li>- оборонна промисловість (виробництва зброї та боєприпасів);</li> <li>- електроенергетика</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- особисте рухоме майно громадян;</li> <li>- приватні житлові приміщення;</li> <li>- об'єкти права інтелектуальної власності;</li> <li>- пам'ятки архітектури та об'єкти історико-культурної спадщини, що реставруються за рахунок приватного власника або утримуються в належному стані;</li> <li>- земельні та майнові паї громадян, одержані від розпаювання майна колгоспів та радгоспів;</li> <li>- кооперативи, споживчі товариства та кредитні спілки;</li> <li>- приватні енергогенеруючі установки, що не мають суттєвого значення для енергетичної безпеки;</li> <li>- власність об'єднань співвласників багатоквартирних будинків;</li> <li>- засоби масової інформації;</li> <li>- майно профспілкових та громадських організацій;</li> <li>- об'єкти приватної власності, які не перебували у комунальній або державній власності</li> </ul>

Ключовими принципами примусового відчуження на користь держави

об'єктів приватної власності, що здійснюється з мотивів суспільної необхідності, є:

- економічна доцільність;
- соціальна справедливість;
- державний суверенітет;
- взаємопов'язаність прав і обов'язків.

Власник майна, що примусово відчужується на користь держави з мотивів суспільної необхідності, одержує компенсацію за нього з коштів Державного бюджету України. Порядок здійснення нарахування та виплати колишньому власнику відчуженого майна компенсації визначається у Постанові Кабінету Міністрів України про здійснення націоналізацію об'єкта права приватної власності [49].

На суму компенсації власнику майна, що підлягає націоналізації, впливають наступні фактори:

- ринкова вартість даного майна;
- оціночна вартість націоналізованого майна, визначена на підставі оцінки вартості об'єкта суб'єктом оціночної діяльності, який рецензований оцінювачами Фонду державного майна України;
- відрахування за шкоду, завдану правам, свободам та гідності громадян, інтересам суспільства, погіршення природної якості землі та екологічної ситуації.

Націоналізація банків передбачає викуп їх акцій державою, якщо діючі акціонери системних банків, що є проблемними і неплатоспроможними, не в змозі провести їх достатню докапіталізацію. Банки, роль яких є вирішальне значення для фінансової системи країни, однозначно підпадають під націоналізацію. Банки, що до таких не належать, переводяться під управління Фонду гарантування вкладів фізичних осіб.

Варто зазначити, що згідно меморандуму про співпрацю України та МВФ фінансову підтримку держави будуть отримувати банки, питома вага активів яких перевищує 2% від загальної суми активів банків країни.

Україна має певний досвід націоналізації проблемних банків. Так, у 2008-2009 рр. у власність держави перейшли банки «Родовід», «Київ» та «Укргазбанк». На фінансову стабілізацію зазначених установ було витрачено близько 30 млн. грн. [17].

Згідно постанови Кабінету Міністрів України, що визначає порядок викупу акцій державою, Міністерство фінансів може придбати акції додаткової емісії банків в обмін на ОВДП. Державна капіталізація може бути проведена для банків, у яких держава володіє більше 75% акцій, а також проблемних банків із недостатнім рівнем капіталу. При цьому обов'язковою умовою є зменшення розміру статутного капіталу банку на суму неврахованих збитків, що розраховуються за результатами аудиту. У даному документі також встановлюється норма про те, що держава при добровільній згоді акціонерів повинна увійти до складу акціонерів у розмірі не менше ніж на 75% + 1 акція. Це поріг, за яким міноритарій не матиме жодного впливу на свої активи [117].

Фахівці вважають, що одним із важливих позитивних наслідків націоналізації банків, які опинилися в складному становищі, є повернення довіри населення до банківської системи та стимулювання населення заощаджувати кошти в банках у вигляді депозитів без побоювань за них. Так, у результаті нещодавніх кризових явищ вітчизняна банківська система втратила близько 90 млрд. грн. від скорочення обсягів деопозитних вкладів, тобто фактично, економіка України втратила цей ресурс.

Хоча на сьогоднішній день питання націоналізації банків є предметом дискусій в багатьох країнах, фахівці МВФ вважають, що у специфічних умовах України потреби в капіталі декількох системних банків є такими, що держава має неминуче стати їх головним акціонером. Це допоможе банківській системі витримати нинішній економічний спад. Насамперед, держава має стати інвестором останньої інстанції та забезпечити використання державних коштів на задоволення претензій забезпечених кредиторів і вкладників проблемних банків [110].

За даними Єдиного державного реєстру юридичних осіб та фізичних осіб-

підприємців в Україні у 2014 р. існувало 11175 утворених при міністерствах і відомствах державних госпрозрахункових підприємств, установ та організацій. Зокрема, 7608 з них входили до сфери управління міністерств, 3567 – інших центральних органів виконавчої влади [44].

Підприємства зі змішаною формою власності можуть розглядатися як інтеграційна форма системи державно-монополістичного регулювання, яка, завдяки поєднанню державної і приватної власності, дає можливість нівелювати вади кожної з них і посилити переваги. Інтегруючись із приватним, державний капітал набуває більшої гнучкості, мобільності і контрольованості; водночас приватний стає менш ризиковим та більш стабільним. Саме тому в країнах світу з кінця ХХ століття спостерігається розвиток інституту підприємств із змішаною формою власності.

Наприклад, у Китаї ще в 1992 р. був обраний курс на створення змішаної форми власності за умови домінуючої ролі державної. При цьому єдиним реальним виходом для нерентабельних виробництв вважається акціонування державної власності, залучення іноземного капіталу, злиття з успішними державними підприємствами. Китай розширив сферу конкуренції без приватизації державних підприємств шляхом створення нових приватних підприємств за поступової або одномоментної лібералізації і м'якого демонтажу директивного регулювання із збереженням у руках держави основних фінансових важелів [170].

Дослідження найбільших корпорацій у країнах Західної Європи показали, що 40 % із них є підприємствами, в яких держава має свою частку. У переліку ста найприбутковіших промислових фірм 16 – підприємства із 100%-вою державною власністю, в інших держава представлена різними частками – від дрібних пакетів акцій до контрольних.

В умовах, коли маневрування бюджетними витратами в Україні здійснюється в достатньо вузькому фінансовому просторі, вимоги щодо рентабельності державних підприємств об'єктивно стають все більш наполегливими. Тому слід знаходити способи підвищення мікроекономічної



ефективності державних підприємств та конструювати нові моделі підприємницької діяльності держави, засновані на гнучких формах поєднання державної та приватної власності [170].

Спорідненою до створення підприємств зі змішаною формою власності формою участі держави на фінансовому ринку в якості продавця фінансових ресурсів є державно-приватне партнерство (ДПП). ДПП – передання приватному сектору частини повноважень, відповідальності та ризиків щодо реалізації інвестиційних проектів, які традиційно впроваджувалися чи фінансувалися публічним сектором [31]. Концепція державно-приватного партнерства являє собою альтернативу приватизації життєво важливих об'єктів державної власності, що мають стратегічне значення. На території Євросоюзу поширеним є визначення цієї системи як публічно-приватного партнерства. Форми ДПП, поширені в світі, представлені на рис. 1.12.



Рисунок 1.12 – Форми ДПП в світі (складено на основі [31, 86, 209])

Ключові риси основних форм ДПП представлені в табл. 1.8.

Таблиця 1.8 – Ключові риси основних форм ДПП [31, 209, 261]

	Сервісний контракт	Контракт на управління	Договір оренди	Концесії	Будівництво – експлуатація – передача і т.п.
Сфера застосування	Кілька контрактів на різні допоміжні послуги	Управління повним циклом або основним компонентом	Відповідальність за управління, експлуатацію та конкретні операції	Відповідальність за всі операції, фінансування та здійснення конкретних інвестицій	Інвестування в головний компонент та його експлуатація, наприклад очисні споруди
Володіння активами	Державне	Державне	Державне	Державне / Приватне	Державне / Приватне
Термін	1–3 роки	2–5 років	10–15 років	25–30 років	змінюється
Відповідальність за управління та експлуатацію	Державна	Приватна	Приватна	Приватна	Приватна
Капіталовкладення	Державні	Державні	Державні	Приватні	Приватні
Комерційний ризик	Державний	Державний	Спільний	Приватний	Приватний
Загальний рівень ризику приватного сектору	Мінімальний	Мінімальний / Помірний	Помірний	Високий	Високий
Умови компенсації	Ціни за одиницю	Фіксована ціна, бажано зі стимулюванням продуктивності	Частина тарифних надходжень	Всі або частина тарифних надходжень	Головним чином фіксовані, частково змінні
Конкуренція	Інтенсивна та поточна	Тільки один раз, контракти не поновлюються	Тільки початковий контракт; подальші контракти зазвичай за домовленістю	Тільки початковий контракт; подальші контракти зазвичай за домовленістю	Тільки один раз, часто договірна основа без прямої конкуренції

Внески уряду в ДПП можуть бути в натуральній формі (зокрема, передача активів – наприклад, землі, існуючої інфраструктури та виробничих фондів і прав на експлуатацію тощо). Крім того, внески державного партнера в підприємство ДПП можуть бути у формі фінансування, часто за рахунок поєднання грантового фінансування на початку проекту, що гарантує регулярні надходження, або можливості виплат впродовж всього періоду впровадження проекту / надання послуги, податкових пільг та / або надання гарантованого річного доходу протягом певного періоду.

Реалізація проектів ДПП має як переваги, так і недоліки (рис. 1.13).



Рисунок 1.13 – Головні переваги та недоліки ДПП (складено на основі [86, 120, 140])

Проекти ДПП, реалізовані в країнах із різним рівнем соціально-економічного розвитку, успішно застосовуються в транспортній (автодороги, залізниці, аеропорти, порти, трубопровідний транспорт) і соціальній інфраструктурі (охорона здоров'я, освіта, розваги, туризм), ЖКГ (водопостачання, електропостачання, очищення води, газопостачання та ін.).

У розвинених країнах партнерства держави й бізнесу широко використовуються в сфері соціальної інфраструктури – охорони здоров'я й освіти, на відміну від країн, що розвиваються, і країн з перехідною економікою, де переважають партнерства, пов'язані з інвестиціями в інфраструктуру енергетичної галузі, транспортні проекти, водопостачання й каналізаційні системи, портове господарство. Одночасно розширюється використання механізмів ДПП в науково-технічній та інноваційній сферах. Для переважної більшості держав характерним є підвищення інтересу до розвитку науково-дослідницьких проектів ДПП. Це проявляється в розробці спеціального законодавства в даній сфері, зростанні бюджетних витрат на відповідні

програми ДПП, включенні їх в стратегії інноваційного розвитку.

Серед країн колишнього СРСР модель ДПП вперше виникла в Росії на початку 1990-х рр. і стала досить популярною. Закордонний досвід має приклади невдалих спроб подібного співробітництва. Однак уряди європейських країн усе частіше використовують цю схему. У Британії, наприклад, почав формування «вторинний ринок» приватно-державного партнерства, коли приватні компанії працюють з побудованим держоб'єктом і одержують від держави кошти, якщо проект реалізується ефективно [120].

В Україні на шляху становлення ДПП існують певні перешкоди, а саме: збереження ознак державного монополізму в політиці регулювання проектів; відсутність необхідної законодавчої бази; корупція, що перешкоджає прозорому тендерному вибору постачальників послуг для держави; недостатнє використання некомерційних організацій у ДПП. На жаль, держава будь-якими способами намагається зберегти за собою ключові права стосовно об'єкта ДПП у той час, як єдиним способом залучення інвестицій у низькоприбуткові сектори економіки є різного роду пільги і забезпечення сприятливого економічного середовища, а також політика невтручання в управління об'єктом з боку приватного сектора.

Запровадження механізму ДПП стало особливо актуальним при підготовці України до Євро-2012, а, отже, виникненням потреби у залученні ресурсів і управлінської експертизи приватного сектору. Проекти ДПП були започатковані у таких сферах: будівництво автомобільних магістралей; реконструкція доріг у містах, де були проведені футбольні матчі; будівництво об'їзної дороги навколо Києва; будівництво швидкісних залізничних доріг; модернізація стадіонів, спортивних центрів; будівництво 20-70 готелів у кожному з міст, у яких відбувалися змагання; модернізація міської економіки у містах-учасниках [21]. Згідно з Державною цільовою програмою підготовки та проведення в Україні фінального турніру чемпіонату Європи УЄФА 2010/12 з футболу, передбачалося виділення із державного бюджету на ці потреби 12,683 млрд. грн. при загальній потребі 118,168 млрд. грн., що означало необхідність залучення інвесто-

рів для фінансування 90 % необхідних затрат.

Для прикладу, гостро стояла проблема реконструкції Львівського аеропорту, який згідно з Указом Президента був переданий у комунальну власність і вимагав залучення великих інвестицій. На нашу думку, доцільно було б для зацікавлення та залучення інвесторів передати право власності на паркінг та наближені магазини при будівництві аеропорту приватним інвесторам. Це могло б зменшити фінансове навантаження на державного партнера й залучити додаткове фінансування у проект. Аналогічна схема є доцільною під час будівництва автошляхів, коли готелі та заправки уздовж дороги можуть передаватись приватному сектору на умовах концесії. Крім того, українське законодавство розглядає ДПП, обмежуючись лише формою договору між державою та приватним сектором (договір концесії, оренди державного майна, лізингу, угод про розподіл продукції чи управління державним майном), а країни Європи давно вже використовують кластери – як організаційні об'єднання державного та приватного партнерства за участі фінансових установ із правом випуску фінансових інструментів.

Особливе значення проекти ДПП мають на рівні місцевого самоврядування. На міста та селища (комунальне господарство) припадає «основний тягар» щодо реалізації проектів соціального значення. В Україні яскравим приклад є місто Дніпропетровськ, де місцева влада продемонструвала партнерство влади та бізнесу у підготовці до Євро-2012, результатом якого є «Арена-Дніпро» – перший стадіон в Україні для проведення футбольних матчів, а також виконуються роботи з реконструкції та модернізації Дніпропетровського аеропорту [21].

Загалом в Україні існує масштабний потенціал для розвитку багатьох форм ДПП, але для його практичної реалізації необхідно вирішення низки принципів питань. Сторонам партнерських відносин слід чітко усвідомлювати, що ДПП не можна розглядати у вузькому розумінні тільки як залучення додаткових ресурсів у масштабні проекти влади. Потрібно зважаючи на інтереси двох сторін, враховуючи механізми партнерства, відпрацьовані багатолітнім

світовим досвідом, та не порушувати інтереси кожної із сторін. Ефективне партнерство реальне тільки за умови повної прозорості та визначеності стратегії подальшого розвитку країни [11].

Отже, держава може здійснювати істотний вплив на функціонування фінансового ринку, виступаючи у ролі продавця фінансових ресурсів. Сьогодні практично кожна держава, навіть за наявності значного бюджетного дефіциту та необхідності залучення коштів для його покриття, надає кредити. При цьому найчастіше спрямування кредитних ресурсів відбувається у пріоритетні галузі з метою досягнення певних соціально-економічних цілей [100]. Особливостями діяльності держави як кредитора, є: наявність у її розпорядженні значних фінансових ресурсів, зокрема державного бюджету; надання кредитів на пільгових умовах; спрямування на розвиток пріоритетних галузей народного господарства; встановлення законодавчих норм, які регламентують дані кредитні відносини; наявність у розпорядженні держави відповідної статистичної бази та інструментів впливу на позичальників.

Державна гарантія – це зобов'язання, що бере на себе держава (в особі уряду), повністю або частково здійснити платежі на користь кредитора у випадку невиконання позичальником зобов'язань за отриманими позиками. Гарантії можуть надаватися як органам місцевої влади (АР Крим, місцевим громадам та ін.), так і суб'єктам підприємницької діяльності.

Отримання державних гарантій за кредитами істотно зменшує кредитний ризик, а відповідно, знижує процентні ставки за кредитами. Однак, у той же час, механізм надання гарантій урядом має бути виваженим, оскільки неповернення позичальником позичених коштів призводить до витрачання коштів державного бюджету. Гарантії держави можуть бути надані також і в формі поручительства – зобов'язання виконати платежі у випадку невиконання їх позичальником (у повному обсязі або частково).

В Україні прийняття рішення про надання урядом гарантій передбачає проведення експертизи проектів, яку виконує Кабінет Міністрів України, зокрема, для експертного оцінювання залучають Національне агентство

реконструкції і розвитку, профільні міністерства. Остаточне рішення про надання урядових гарантій затверджується постановою Кабінету Міністрів України. Для забезпечення виконання гарантій урядом визначається банк-агент. Схематично надання гарантій підприємствам зображене на рис. 1.14.

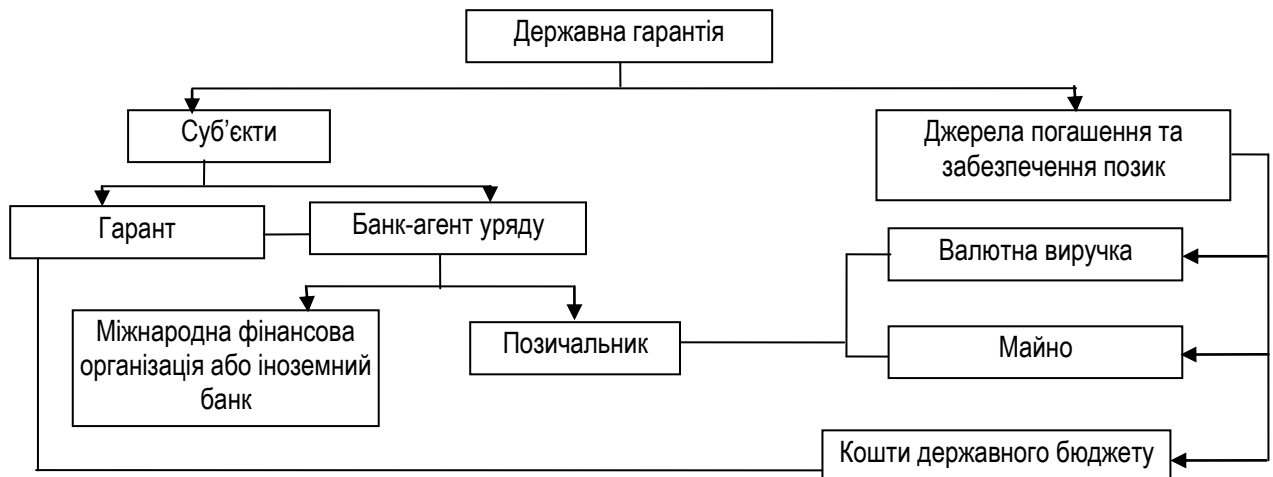


Рисунок 1.14 – Схема надання державної гарантії підприємству (складено на основі [126])

До способів повернення коштів бюджету, витрачених унаслідок надання державних гарантій, належать:

- реструктуризація заборгованості (зміна відсотків за кредитів та строків погашення заборгованості);
- примусове відшкодування витрат (порушення справи про банкрутство позичальника, продаж майна боржника через арбітражний суд);
- оформлення заборгованості вексями та продаж їх на біржовому ринку цінних паперів [126].

Варто зазначити, що залучення зовнішніх кредитних ресурсів під гарантії держави є вимушеним кроком. Через економічну нестабільність в Україні зарубіжні банки часто не ризикують мати справу з українськими підприємствами на основі прямих зв'язків. У разі невиконання боржником своїх зобов'язань перед кредитором гарантія уряду, по суті, перетворюється на дотацію цього суб'єкта господарювання [92].

## 1.4 Проблеми та перспективи залучення державою ресурсів на фінансовому ринку

Державні витрати не завжди (а точніше – ніколи) не співпадають з державними надходженнями. Найчастіше держава змушена залучати кошти із зовнішніх джерел у зв'язку з необхідністю вирішувати наступні завдання:

- збалансування бюджету;
- фінансова підтримка виробничої сфери;
- розвиток соціальної сфери тощо [27].

Форми залучення державою ресурсів на фінансовому ринку представлені на рис. 1.15.



Рисунок 1.15 – Форми залучення державою коштів на фінансовому ринку  
(складено на основі [27, 78])

Найчастіше, залучаючи кошти, держава виступає позичальником на ринку. Однак можливі й інші варіанти, наприклад, здійснення приватизації державних підприємств.

Ощадні вклади населення належать до форм діяльності держави на фінансовому ринку в якості покупця ресурсів, коли залучені кошти спрямовуються в доходи державного бюджету. Однак, зазвичай, ощадні банки незалежно від форми власності діють на комерційних засадах і мобілізовані кошти формують їхні кредитні ресурси. Частина цих ресурсів може спрямовуватись на придбання державних цінних паперів і тому за формальними ознаками відноситися до державного кредиту [126].



В економічно розвинених країнах практично вся заборгованість держави втілена в боргових цінних паперах, які є гнучким інструментом регулювання економічних процесів і випускаються для внутрішнього та зовнішнього ринку. Левова частка цінних паперів, емітованих державами, розміщується на внутрішніх ринках [127]. Функції та завдання ринку державних боргових зобов'язань представлені на рисунку В.1 додатку В.

Державні цінні папери – державні зобов'язання, що випускаються в документарній або електронній формах урядом, місцевими органами влади і окремими державними підприємствами з метою розміщення позик і мобілізації грошових ресурсів у відповідні бюджети [14]. Цілі випуску та класифікація державних цінних паперів представлені на рисунках В.2 та В.3 додатку В.

В організації і функціонуванні ринку державних зобов'язань економічно розвинених країн спостерігається багато спільних рис. Зазвичай на первинному ринку основні рішення щодо виду, дати випуску, строку розміщення та обсягів емісії державних цінних паперів приймаються міністерством фінансів. Однак у деяких країнах міністерство фінансів уступає частину своїх повноважень спеціальному відомству, яке управляє державним боргом. Такі відомства існують у США, Німеччині, Великобританії, Франції (хоча повноваження відомств мають певні відмінності).

Іншою помітною рисою організації ринків державних цінних паперів (РДЦП) економічно розвинених країн є тенденція до підвищення рівня незалежності центральних банків та їх регулювної ролі. Роль центрального банку на РДЦП демонструє рисунок В.4 додатку В.

Слід зазначити, що в даний час у багатьох країнах діяльність центрального банку як професійного учасника первинного РДЦП заборонена. Так, у ЄС фінансування уряду центральним банком, що є мірою монетарного фінансування, відноситься до законодавчо забороненої практики (за Маастрихтською угодою). Функції центрального банку на первинному РДЦП зводяться до обслуговування та розміщення державних паперів, виключаючи підтримку ринку. На вторинному РДЦП центральному банку дозволено

здійснювати операції лише в інтересах грошово-кредитної політики.

Проте на сьогодні у ряді країн з меншим ступенем незалежності центрального банку, в тому числі і в Україні, існує практика викупу не розміщеної ним частини державних паперів на первинному ринку, що в свою чергу забезпечує необмежене фінансування уряду.

У країнах, фінансові системи яких орієнтовані на фондовий ринок, основну частку активів центральних банків становлять боргові цінні папери уряду: у США – 88 %, у Канаді – 85 %. В активах центральних банків країн з банкоцентричною фінансовою системою основну частку становлять кредити фінансовим установам. Їх питома вага у чистих внутрішніх активах центральних банків країн європейської зони становить 77 %, Ісландії – 83 %, Швеції і Швейцарії – 62 % і 84 % відповідно [144].

Окрім згаданих вище функцій, центральні банки окремих країн виконують функцію депозитарію на РДЦП. Спеціалізовані депозитарії, які обслуговують первинний і вторинний ринок, створені при Банку Англії та при Федеральному резервному банку Нью-Йорка. Головне призначення центрального депозитарію державних цінних паперів – їх дематеріалізація і подальше обслуговування угод з цінними паперами у формі безготівкових розрахунків, що знижує витрати обігу. Депозитарій є розрахунково-платіжною системою, яка здійснює розрахунки в режимі реального часу, за принципом «постачання проти платежу».

Усім розвиненим країнам притаманний високий рівень інтегрованості державних відомств і СРО. Прикладом такої співпраці є робота Банку Англії і Лондонської фондової біржі, які спільно розробили комп'ютеризовану систему реєстрації угод з цінними паперами на основі їх занесення в реєстр без використання сертифікатів для проведення розрахунків за угодами з державними цінними паперами. Результатом було виникнення Центрального депозитарно-клірингового центру, що функціонує під керівництвом Центрального бюро операцій з першокласними цінними паперами, яке є підрозділом Банку Англії. Це дозволило істотно розширити кількість учасників ринку державних зо-

бов'язань, оскільки членами системи можуть бути всі учасники ринку та міжнародні депозитарно-клірингові системи.

Характерною рисою розвинених РДЦП незалежно від їх організаційної моделі є перевага у структурі ринкових зобов'язань, що дозволяє центральним банкам проводити гнучку грошово-кредитну політику. Так, наприклад, у США частка ринкових цінних паперів перевищує у загальному обсязі внутрішнього боргу перевищує 60%, у Франції та Великобританії – 70%, у Німеччині – 80%, у Канаді – 90% [144]. Це пояснюється тим, що саме ринкові випуски застосовуються при проведенні операцій на відкритому ринку та слугують забезпеченням при видачі ломбардних кредитів.

Окрім того, спільним для більшості економічно розвинених країн є абсолютне домінування власників, що не являються банками (значення банківських власників у довгостроковому аспекті має тенденцію до зниження), що в свою чергу, знижує наслідки інфляції в країні, оскільки даний процес залежить від того, які сектори фінансової системи виступають у ролі покупців державних цінних паперів [279].

Структура розвинених РДЦП характеризується перевагою довго- і середньострокових випусків цінних паперів. Серед англосаксонських країн (Канада, США) середній період обігу державних цінних паперів складає близько 6 років. Більш розвинені ринки Європи (Німеччина, Великобританія, Франція) мають триваліший період обігу – близько 10 років, а менш розвинені ринки (Італія, Іспанія) – близько 3 років [144].

Загалом практика організації та регулювання РДЦП свідчить про наявність тенденції інтернаціоналізації та згладжування розбіжностей між окремими країнами. Відбувається поступове зникнення відмінностей між англосаксонською та євроконтинентальною моделлю, ринок стає більш однорідним.

В Україні на сучасному етапі існують наступні види державних боргових цінних паперів: облігації внутрішніх та зовнішніх державних позик; цільові облігації внутрішніх державних позик; казначейські зобов'язання [22].

Казначейське зобов'язання України – це державний цінний папір, що ро-

зміщується виключно на добровільних засадах серед фізичних осіб, посвідчує факт заборгованості Державного бюджету України перед власником казначейського зобов'язання України, дає власнику право на отримання грошового доходу та погашається відповідно до умов випуску.

Казначейські зобов'язання України можуть бути наступних видів:

- довгострокові – з терміном обігу понад 5 років;
- середньострокові – з терміном обігу від 2 до 5 років;
- короткострокові – з терміном обігу до 1 року.

Емітентом казначейських зобов'язань України виступає держава в особі Міністерства фінансів України за дорученням Кабінету Міністрів України. Казначейські зобов'язання України можуть бути іменними або на пред'явника, розміщуються у документарній або бездокументарній формі. У разі розміщення казначейських зобов'язань України в документарній формі видається сертифікат. Особливості погашення та реалізації прав за казначейськими зобов'язаннями України визначаються умовами їх розміщення.

Казначейські зобов'язання в Україні не набули широкого поширення та займають незначну частку у структурі державних цінних паперів, а обіг облігацій зовнішніх державних позик України, як правило, здійснюється за межами країни. При цьому найпоширенішим видом державних цінних паперів є облігації внутрішніх державних позик, що в основному мають на меті покриття касових розривів та фінансування дефіциту державного бюджету [51].

Державні цінні папери займають значну частку на фінансовому ринку – у 2009 р. більш, ніж п'ята частина торгів припадала саме на них (табл. 1.9). Протягом 2010-2013 рр. їх питома вага стрімко зростала, склавши в 2013 р. 74,7%, тобто ці цінні папери стали домінуючими на ринку.

Цільові облігації внутрішніх державних позик України – це облігації внутрішніх державних позик, емісія яких є джерелом фінансування дефіциту державного бюджету в обсягах, передбачених законом про Державний бюджет України на відповідний рік, та в межах граничного розміру державного боргу. Дані цінні папери в Україні не набули широкого поширення.

Таблиця 1.9 – Структура торгів на ринку цінних паперів України у 2009-2013 рр., % [3]

Цінні папери	Роки				
	2009	2010	2011	2012	2013
Всього	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
у т.ч.:					
- акції	37,6	33,3	29,1	8,2	9,2
- державні облігації	22,7	46,4	42,1	67,8	74,7
- облігації підприємств	19,6	5,1	9,1	10,0	10,0
- облігації місцевих позик	0,1	0,1	0,2	2,4	0,2
- цінні папери інститутів спільного інвестування	19,8	12,3	9,4	2,2	дані відсутні
- деривативи	0,1	2,8	10,1	9,4	4,6
- інші	0,0	0,0	0,0	0,0	1,3

Облігації внутрішніх державних позик (ОВДП) – це державні цінні папери, що розміщуються виключно на внутрішньому фондовому ринку і підтверджують зобов'язання України щодо відшкодування пред'явникам цих облігацій їх номінальної вартості з виплатою доходу відповідно до умов розміщення облігацій [106].

Етапи розвитку ринку ОВДП наведені у таблиці В.2 додатку В.

Обсяги випуску облігацій внутрішніх державних позик останніми роками суттєво збільшуються (рис. В.5 додатку В). Це обумовлено тим, що з середини 2008 р. внаслідок світової фінансової кризи відбулося значне погіршення макроекономічної ситуації в Україні, в результаті чого дефіцит фінансових ресурсів змусив державу вдаватися до запозичень. Найкращим джерелом запозичень є внутрішні позики, оскільки повертаючи відсотки за користування позикою, держава робить внесок у розвиток національної економіки. Іншою важливою причиною поширеності серед державних цінних паперів та причиною залучення державою саме внутрішніх позик є те, що внутрішні боргові зобов'язання, переважно у вигляді ОВДП, не несуть для держави такої небезпеки щодо втрати фінансової незалежності, як зовнішні позики. Крім того, розвинений внутрішній РДЦП дозволяє використовувати кошти фізичних осіб та інших суб'єктів господарювання як джерело ресурсного забезпечення інвестиційної діяльності.

Інструменти РДЦП використовуються в Україні не тільки для наповнення

державного бюджету, а і для досягнення інших цілей – наприклад, з метою рекапіталізації окремих банків, для реструктуризації боргу перед Національним банком України [106].

Визначальним елементом при купівлі державного цінного паперу інвестором є його доходність. Середньозважена доходність ОВДП представлена на рисунку В.5 додатку В. Загальний рівень доходності ОВДП в Україні є невисоким, що призводить до зменшення попиту з боку інвесторів, що, в свою чергу, знижує рівень їх ліквідності на ринку.

Залучення коштів за рахунок продажу державних цінних паперів потребує значної довіри до уряду з боку суспільства. Однак сучасний вітчизняний ринок боргових зобов'язань держави характеризується домінуванням НБУ та банків серед власників (табл. В.3 додатку В) [91]. Така структура власників є загрозою для розвитку ринку та створює небезпечну ситуацію для економіки в цілому.

Головна організаційна роль на ринку ОВДП також належить НБУ – агенту Міністерства фінансів, оскільки на нього покладене обслуговування випусків облігацій та виконання функцій дилера і контролюючого органу. До його компетенції належить проведення аукціонів з розміщення облігацій, погашення їхніх випусків, регулювання торгівлі на вторинному РДЦП [106].

Облігації зовнішньої державної позики (ОЗДП) – державні боргові цінні папери, що розміщуються виключно на міжнародних ринках цінних паперів та підтверджують зобов'язання України відшкодувати їх номінальну вартість з виплатою доходу пред'явникам облігацій відповідно до умов розміщення [51].

Вони за характеристиками подібні до ОВДП, проте мають певні відмінності. Сума отриманих зовнішніх позик разом із нарахованими процентами включається до складу державного боргу країни. Характеристики ОЗДП представлені на рис. 1.16.

Емітентом ОЗДП, як і ОВДП, виступає держава в особі Кабінету Міністрів України, який може делегувати це право Міністерству фінансів України.

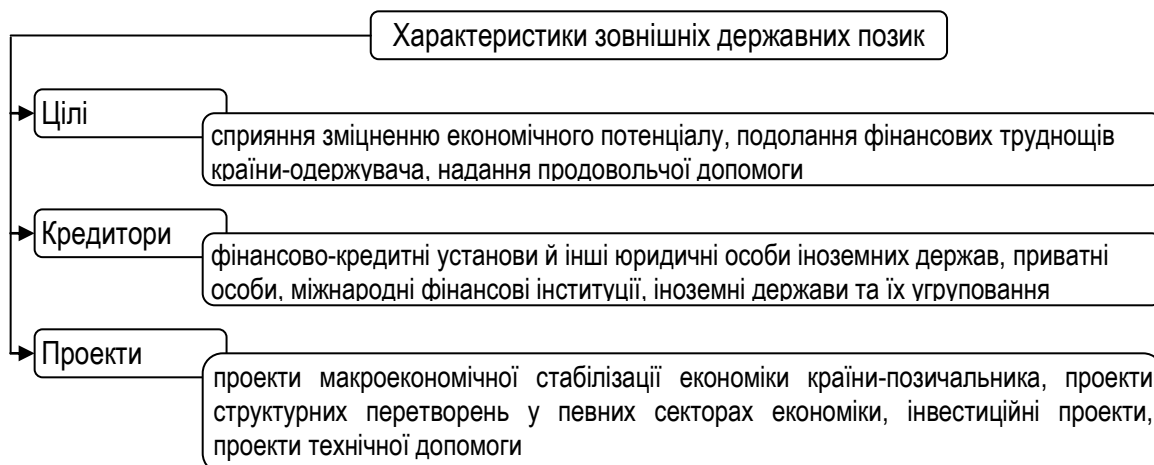


Рисунок 1.16 – Ключові характеристики ОЗДП (складено на основі [106, 162])

ОЗДП України користуються достатньо високим попитом у світі через їхню доходність. Кількісні та якісні характеристики даних цінних паперів в Україні представлені в табл. 1.10 [35].

Таблиця 1.10 – Склад ОЗДП України в обігу станом на 26.05.2014 р. [54]

ОЗДП за роком випуску	Сума позики	Рік погашення	Купон, %
ОЗДП 2014 року	1 млрд. дол. США	2019	1,844
ОЗДП 2013 року	3 млрд. дол. США	2015	5,0
ОЗДП 2013 року	1,25 млрд. дол. США	2023	7,5
ОЗДП 2012 року	2,25 млрд. дол. США	2022	7,8
ОЗДП 2012 року	2,6 млрд. дол. США	2017	9,25
ОЗДП 2011 року	1,25 млрд. дол. США	2016	6,25
ОЗДП 2011 року	1,5 млрд. дол. США	2021	7,95
ОЗДП 2010 року	0,5 млрд. дол. США	2015	6,875
ОЗДП 2010 року	1,5 млрд. дол. США	2020	7,75
ОЗДП 2007 року	0,7 млрд. дол. США	2017	6,75
ОЗДП 2006 року	1 млрд. дол. США	2016	6,58
ОЗДП 2005 року	0,6 млрд. дол. США	2015	4,95

Загалом ОЗДП останніми роками використовуються все ширше. Відповідно, збільшується і частина коштів, що забезпечує погашення запозичень. В ситуації, коли нові позики використовуються для погашення старих зобов'язань, стимулюючий ефект на економіку країни здійснює тільки та частина, яка перевищує платежі за існуючими зобов'язаннями. Задля сталості цієї величини необхідно постійно збільшувати загальний обсяг запозичень. Однак при цьому не можна допустити неефективного використання залучених коштів, оскільки це

призводить до зростання державного боргу [9].

Муніципальні облігаційні позики – це один із важливих інструментів фінансування нагальних суспільних потреб, таких, як розвиток систем водопостачання, електропостачання та каналізації, будівництво житла та об'єктів інфраструктури, розвиток транспортних мереж, і т. ін. Вони емітуються містом (або комунальним підприємством). Як свідчить досвід економічно розвинених країн, існують наступні види муніципальних цінних паперів:

- облігації під конкретний податок. Гарантією виконання зобов'язань за ними є надходження певного виду податку до місцевого бюджету;

- облігації під заставу нерухомості. Забезпечуються земельними ділянками, будівлями, спорудами та іншими матеріальними активами комунальної власності;

- облігації під загальне зобов'язання. За ними заставних зобов'язань емітент на себе не бере, а отже даний вид облігацій відноситься до незабезпечених боргових зобов'язань. Цінні папери підкріплені тільки добросовісністю емітента, а випускають їх переважно для фінансування проектів, що не приносять значних доходів;

- облігації під дохід від проектів. Головне завдання емітентів при випуску даних облігацій – вірно визначити цілі та обсяг емісії. Слід заздалегідь чітко визначити, під які проекти будуть залучатися кошти, джерела надійних доходів для сплати відсотків та погашення, реально враховувати ризики емісії, а також мати розрахункові дані інвестиційних проектів [8].

В економічно розвинених країнах роль муніципальних позик є дуже значною. Так, наприклад, близько 20% акцій концерну Volkswagen знаходиться у власності німецької територіальної громади федеральної землі, на якій розміщене головне підприємство. У США понад 60% місцевих органів влади мають багатий досвід успішного розміщення й обслуговування цінних паперів. У Швейцарії усі базові галузі (енергетика, транспорт, зв'язок, банки та інше) знаходяться під управлінням муніципалітетів. Це свідчить про те, що муніципальні цінні папери – важливе джерело забезпечення розвитку місцевого самовряду-



вання, потужний та перспективний фінансовий інструмент, завдяки якому органи місцевого самоврядування можуть ефективно вирішувати власні поточні і довготермінові проблеми фінансування бюджетних видатків. Цей висновок справедливий і для України.

В Україні до складу облігацій місцевих позик належать облігації внутрішніх та зовнішніх місцевих позик. Рішення про розміщення облігацій місцевих позик приймає Верховна Рада Автономної Республіки Крим (АРК) або міська рада, а реєстрацію випуску здійснює НКЦПФР.

Найчастіше за рахунок місцевих позик фінансуються такі напрями соціально-економічного розвитку міст як: освіта, комунальне господарство, транспорт, охорона навколишнього середовища, соціальне забезпечення, розвиток промисловості [5].

Властивості муніципальних облігацій є наступними:

- різні види облігацій мають різний ступінь надійності залежно від джерел забезпечення боргу, однак загальний рівень надійності є високим;
- облігації здебільшого мають неринковий характер;
- при первинному розміщенні реалізуються переважно на аукціонах;
- доходи за даними облігаціями зазвичай не оподатковуються;
- під час випуску передбачено право дострокового погашення їх емітентом;
- можуть бути іменними та на пред'явника, причому останніх дуже невелика частка.

Слід зазначити, що муніципалітети не повною мірою використовують механізм випуску облігацій, що обумовлено цілим рядом причин, які наведені на рис. 1.17. При цьому першопричиною зазначених проблем, на нашу думку, є проблема виконання органами місцевого самоврядування взятих на себе зобов'язань.

Ринок муніципальних запозичень має значні перспективи для подальшого розвитку, оскільки вважається, що надійність муніципальних облігацій поступається лише цінним паперам, емітованим урядом [103].



Рисунок 1.17 – Причини, що стримують розвиток місцевих запозичень в Україні (складено на основі [90])

Останні розміщення свідчать про значний інтерес нерезидентів до цього фінансового інструменту. Інформація щодо випусків облігацій місцевих позик органами самоврядування міст України за 2009-2013 рр. представлена у табл. В.4 додатку В. Слід зазначити, що чітка тенденція розвитку даного ринку відсутня, він розвивається стихійно та за територіальною ознакою нерівномірно, а його розвиток спрогнозувати дуже складно. До найбільш активних емітентів можна віднести Київську, Одеську, Львівську, Донецьку, Запорізьку, Харківську міську ради.

Сучасний вітчизняний ринок боргових зобов'язань являє собою деформовану систему випуску й обігу державних цінних паперів. Особливістю розвитку РДЦП є перевищення обсягів зовнішнього ринку державних цінних паперів над обсягами внутрішнього ринку.

Характерними ознаками РДЦП є короткостроковий характер інструментів та їх розміщення з орієнтацією на рефінансування вже накопиченого боргу. Вітчизняний ринок державних боргових зобов'язань не виконує повною мірою функції обслуговування державного боргу. В сучасних умовах НБУ посідає провідне місце на ринку державних облігацій, має у своєму арсеналі інструменти для проведення грошово-кредитної політики у поєднанні з управлінням державним боргом, однак фактично державні цінні папери не виконують функції інструменту регулювання попиту та грошового ринку [74].

Основні проблеми функціонування ринку державних запозичень та можливі шляхи їхнього вирішення представлені на рис. 1.18.

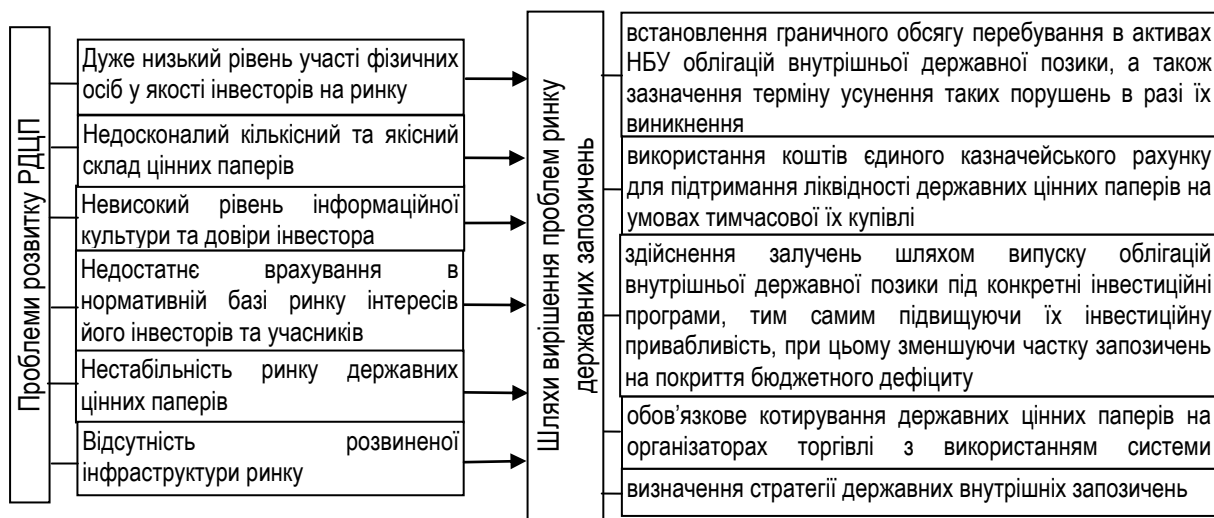


Рисунок 1.18 – Основні проблеми розвитку РДЦП в Україні та шляхи їх вирішення (складено на основі [39, 90, 130])

Завдання удосконалення та розвитку РДЦП України потребує розробки і запровадження цілісної стратегії, яка поєднуватиме завдання вдосконалення нормативно-правового та інституційного забезпечення політики державних запозичень, інструменти радикального підвищення ефективності інвестиційної складової бюджетних видатків [106].

Визначивши нагальні проблеми розвитку РДЦП, що стримують його розвиток та перешкоджають його ефективному функціонуванню, зазначимо можливі шляхи їх подолання (рис. 1.18) [53, 130].

Запозичення зарубіжного досвіду є важливим напрямом подальшого розвитку РДЦП в Україні. На сучасному етапі необхідно здійснити спробу диверсифікувати джерела залучення фінансових ресурсів, підвищити частку запозичень у нефінансовому секторі і збільшити роздрібну базу ринку.

Певними кроками у вирішенні цього питання може стати заохочення дрібних інвесторів до купівлі боргових зобов'язань держави за допомогою зниження їх витрат при проведенні операцій з державними цінними паперами. Цікавим у цьому відношенні є досвід США, які у 1986 р. запровадили систему

«Treasury Direct Book-entry Securities System», що дозволяє дрібним інвесторам купувати державні цінні папери з незначними витратами. Система також передбачає і спеціальні можливості реінвестування, що дозволяють обмінювати старі облігації на нові за вигідним курсом. У Великобританії дрібні інвестори можуть купувати і продавати «гілти» за допомогою Національного ощадного облігаційного реєстру, що також знижує рівень їх витрат.

Підвищити рівень залучення коштів населення на придбання державних цінних паперів можна, використовуючи стимулюючий вплив податків: повне або на певний період звільнення від сплати податків, запровадження спеціальних умов оподаткування. Дієвість податкового стимулювання підтверджена досвідом економічно розвинених країн [162].

Недостатній рівень диверсифікованості ринку облігацій України за строками погашення знижує його конкурентоспроможність порівняно з іншими ринками. Тому для України як країни, що має заборгованість за цінними паперами, переважно сформовану за рахунок державних облігацій з невеликим строком обігу, першочерговим завданням є збільшення середнього строку погашення цих цінних паперів, що перебувають в обігу. Збільшення середньої строковості державних зобов'язань може відбуватися здебільшого за рахунок зменшення частки короткострокових зобов'язань з строком погашення менше одного року і збільшення частки «наддовгих» державних цінних паперів. Результатом такої політики стане зміна часток коротко-, середньо- і довгострокових випусків у структурі боргу, що в свою чергу полегшить його обслуговування [144].

Отже, не зважаючи на існуючі проблеми на ринку боргових цінних паперів держави, цей ринок можна вважати перспективним та доволі динамічним. У сьогоденних умовах усвідомлення його важливості є запорукою вирішення не лише бюджетних проблем, а і проблем функціонування фінансового ринку загалом.

Залучити кошти на фінансовому ринку держава може також відчужуючи майно, що перебуває у загальнодержавній, республіканській (АРК) і

комунальній власності, на користь фізичних та недержавних юридичних осіб – тобто здійснюючи приватизацію. Основні етапи приватизаційних процесів в Україні представлені на рис. 1.19.

В умовах, що склалися, продовження курсу на приватизацію стратегічно важливих потужних виробничих комплексів з метою фінансування поточних видатків бюджету без прийняття відповідної стратегічної програми є неприпустимим. Приватизація є настільки специфічним напрямком залучення державою коштів на фінансову ринку, що функція отримання фінансових ресурсів не повинна бути на першому місці, оскільки невідповідна структура власників приватизованих підприємств та нецільове використання отриманих коштів зводять нанівець позитивний ефект від приватизації [18].



Рисунок 1.19 – Етапи приватизації в Україні (складено на основі [10, 52])

Розглянемо іншу форму мобілізації державою коштів на фінансовому ринку – позики на підставі угод. Вони надходять, як правило, від урядів інших країн, міжнародних організацій та фінансових інституцій. Вони здійснюють позитивний вплив на розвиток економіки, якщо залучаються для розв'язання

проблем її ринкового реформування: реструктуризацію народного господарства, модернізацію технологічного базису підприємств, розвиток експортного потенціалу, насичення внутрішнього ринку товарами народного споживання тощо. Кредити, що беруться лише на погашення дефіциту державного бюджету, не поліпшують соціально-економічну ситуацію [15].

Кредити міжнародних фінансових організацій надаються на вигідних умовах під низькі проценти (5-7% річних) на строк до 20 років. Позики від країн Євросоюзу в основному є допомогою розвитку країнам, що проводять ринкові перетворення, і отримання доходу для кредитора не має першочергового значення. Найбільшу складність для держави з погляду зростання зовнішньої заборгованості, та з погляду використання кредитних коштів становлять запозичення, одержані від іноземних комерційних структур під гарантію уряду. Ці кредити, як свідчить досвід багатьох країн, мають найнижчі показники ефективності використання.

В Україні протягом 1999-2013 р. зовнішня заборгованість у загальному обсязі боргу становила не менше 70 %. Найбільшим кредитором України є МВФ. Кредити МВФ надаються на вирішення проблем платіжного балансу – у випадках, коли держава не може отримати достатнього фінансування на прийнятних умовах для покриття чистих міжнародних платежів. Протягом 1994-2001 рр. Україна регулярно отримувала кредити від МВФ, проте їх обсяги не перевищували 0,8 млрд. SDR на рік. Після шестирічної паузи, викликані сприятливою кон'юнктурою на світових ринках, у 2008 р. була підписана угода stand-by на 16 млрд. дол. під відсоток близько 2 % річних від суми боргу, однак на умовах бездефіцитності бюджету у 2009 р., впровадження гнучкої курсової політики, пенсійної та податкової реформи, зобов'язання влади не підвищувати соціальні стандарти та покращення стану справ в енергетичній сфері. Отримані кошти були використані на вирішення поточних проблем бюджету та платіжного балансу. Виплата тіла позики відбувалася протягом 2012-2014 рр. Якщо б економіка у цей період зростала, погашення позики не склало б великих труднощів, однак при реалізації песимістичного сценарію, тягар боргу виявиться за-

надто важким для ослабленої економіки. Співпраця України з МВФ, найвірогідніше, продовжуватиметься, принаймні МВФ у цьому зацікавлений – основні держави-донори фонду повинні будуть знаходити шляхи нейтралізації надлишкової ліквідності, якою інтенсивно наповнювали свої економіки у рамках антикризових програм підтримки споживчого попиту [15].

Серед міжнародних кредитно-фінансових організацій Міжнародний банк реконструкції та розвитку є другим за значенням кредитором України. При цьому спостерігається тенденція зростання частки кредитів МБРР за рахунок зменшення частки МВФ. Зі цільовим призначенням кредити МБРР поділяються на 4 групи: інституційні; реабілітаційні; на розвиток певної галузі економіки; на структурну перебудову галузей економіки. Кошти, що надходять від Світового Банку (СБ), на відміну від коштів МВФ, використовуються більш різноманітно. Вони спрямовані не тільки на погашення дефіциту бюджету й платіжного балансу, але й на реалізацію довгострокових інвестиційних проектів, підтримку українських підприємств, страхування імпорту.

Позики СБ для України вигідніші, ніж позики з інших джерел, оскільки умови надання ним кредиту більш сприятливі. За класифікацією СБ Україна належить до III категорії країн (рівень доходів нижче середнього), тому термін погашення кредитів продовжується до 20 років з пільговим періодом 5 років. Відсотки за кредит сплачуються за плаваючою ставкою і становлять близько 6,5% річних [19].

В Україну надходять позики ЄС, які надаються в євро, в основному для покриття дефіциту державного бюджету. Важливу роль для економіки країни відіграють кредити ЄБРР, головна мета яких – кредитування малого та середнього бізнесу. Як правило, фінансові умови кредитів ЄБРР (відсотки, строки погашення тощо) жорсткіші, ніж умови Світового банку та МВФ.

Отже, держава є одним з найактивніших покупців ресурсів на фінансовому ринку. Формами такої діяльності виступають цінні папери (казначейські зобов'язання, облігації державної та місцевої позики, акції державних підприємств), позики на підставі угод. Деякі дослідники також включають у цей пере-

лік ощадні вклади населення як специфічну форму державного кредиту у тому випадку, коли залучені кошти спрямовуються в доходи бюджету. Державні запозичення на фінансовому ринку дозволяють вирішувати проблеми збалансування бюджету, підтримки виробничої і соціальної сфер. Витрачені неефективно залучені фінансові ресурси ускладнюють погашення та обслуговування державного боргу, перетворюючись в результаті на додаткові державні видатки. Тому необхідним є додержання зваженої та послідовної політики у сфері державного запозичення на фінансовому ринку.

### 1.5 Особливості діяльності держави як посередника фінансового ринку

Зазвичай науковцями й практиками держава як посередник на фінансовому ринку не розглядається. Як вітчизняні, так і зарубіжні вчені зосереджують свою увагу на діяльності держави на фінансовому ринку як регулятора, покупця і продавця. Однак останнім часом за кордоном активізувалися дослідження, у яких державу розглядають як посередника в економіці в цілому.

Зокрема, Гришина О. А. вважає, що в державне фінансове посередництво є посередництвом у переміщенні матеріальних благ між людьми. З позицій держави усі люди поділяються на дві групи, а саме: державні працівники, організаційної форми роботодавців яких є будь-яка державна організація, та усі інші громадяни держави. Фінансове посередництво держави в економіці – це відносини з приводу державних грошових трансфертів населенню і недержавним організаціям [30].

Переміщення благ між людьми за допомогою держави може здійснюватися на двох рівнях:

- переміщення благ між державними працівниками та усіма іншими громадянами;
- переміщення благ між громадянами держави (як не працівниками дер-



жавної організації).

Зазначеним рівням переміщення благ відповідають дві економічні форми, або способи, фінансового посередництва держави:

- купівля-продаж товарів та послуг державними організаціями (закупівельна діяльність держави);
- грошові виплати учасникам ринку і населенню.

Форми фінансового посередництва держави представлені на рис. 1.20.

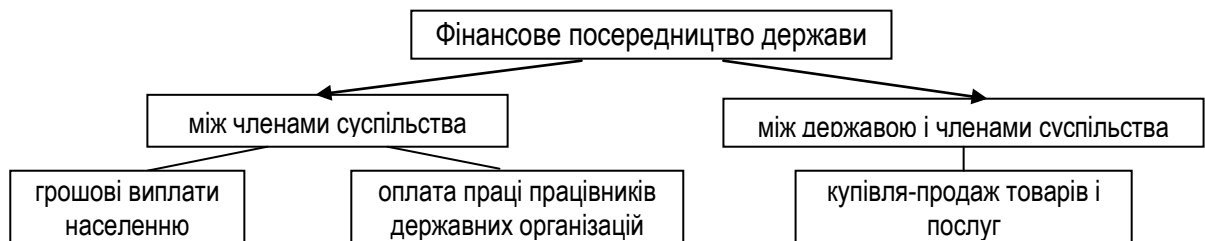


Рисунок 1.20 – Форми фінансового посередництва держави в економіці (складено на основі [30])

Державні закупівлі зовні нічим не відрізняються від закупівель, здійснюваних будь-якими іншими учасниками ринку. Їх специфічна відмінність полягає в самому покупці як державній організації. Держава не є ні виробничим, ні особистим споживачем благ, що закуповуються, а тому її закупівлі завжди тільки:

- форма перерозподілу матеріальних благ між людьми, здійснюваного державою шляхом фінансового посередництва, оскільки ніякого «товарного» посередництва як посередництва між виробником і споживачем матеріальних благ у цьому випадку, немає взагалі;

- форма перерозподілу матеріальних благ у вигляді державного «споживання». Сама купівля невиробничого матеріального блага означає, що потім воно потрапляє у процес споживання, а тому така купівля в ринкових умовах отожднюється зі споживанням. Це подібне до того, як купівля предметів споживання будь-якими громадянами прирівнюється до споживання в ринковому розумінні, хоча матеріальний процес споживання буде відбуватися тільки після того, як товар перейде у власність даного покупця як споживача.

Державні грошові виплати можуть здійснюватися у двох формах:

- оплата праці державних службовців або працівників державних організацій;

- безповоротні грошові виплати громадянам і організаціям. Оскільки ці виплати здійснюються без їх обов'язкового повернення, вони є не що інше як грошова допомога відповідним приватним особам або організаціям [26].

Фінансове посередництво держави є результатом:

- по-перше, грошового характеру державних доходів, які можуть використовуватися тільки в якості грошей, але не безпосередньо брати участь в процесі того чи іншого споживання;

- по-друге, різноманітних способів використання (витрачання) грошових доходів як коштів, які в свою чергу поділяються на:

- а) використання коштів у якості платежу за товари і послуги;

- б) використання коштів у вигляді «односторонніх» грошових виплат населенню і організаціям. У цьому випадку передача коштів від держави іншим особам (учасникам ринку) не супроводжується зворотним рухом якихось матеріальних або нематеріальних благ (включаючи послуги) в бік держави.

Однак в економічному плані односторонні грошові виплати, здійснювані державою на користь інших осіб, зовсім неоднорідні. Вони поділяються на:

- грошові виплати самим працівникам державних організацій (перш за все, усі можливі види оплати праці державних службовців);

- грошові трансферти – односторонні грошові виплати держави особам, які є зовнішніми по відношенню до державних організацій. Такого роду виплати поділяються на:

- а) соціальні грошові трансферти – грошові виплати населенню (громадянам), які звичайно уявляються як вираження виконуваної державою «соціальної» функції в сучасному суспільстві. Дана функція полягає в тому чи іншому утриманні (підтримці) непрацездатних членів суспільства, до яких відносяться особи пенсійного віку, хворі особи, діти і т.п. групи громадян;

- внутрішньобюджетні грошові трансферти – грошові виплати, що здійс-

нюються між державними організаціями (між бюджетні трансферти). Оскільки це лише особлива форма бюджетного фінансування, то такого роду трансферти не є предметом фінансового посередництва держави;

- господарські грошові трансферти – грошові виплати недержавним організаціям або приватним організаціям, які звичайно мають форми державних дотацій, субсидій або субвенцій [30].

Функція фінансового посередництва держави на фінансовому ринку реалізується дещо іншим чином, ніж посередництво в економіці. Ми вважаємо, що посередництво держави на фінансовому ринку – це акумулювання державою коштів різних економічних суб'єктів та надання їх від свого імені іншим господарюючим суб'єктам [20].

На нашу думку, функція посередництва держави на фінансовому ринку реалізується через спеціалізовані позабюджетні фонди, які мають, як правило, цільовий характер, та виконують важливі соціальні та економічні функції.

Державний цільовий фонд – це форма перерозподілу та використання фінансових ресурсів, що залучаються для фінансування суспільних потреб за рахунок визначених джерел, що мають цільове призначення [107].

У фінансових системах зарубіжних країн такі фонди відіграють вагомую роль. Обсяг коштів, які в них концентруються, є доволі значним. Так, до розмірів державного бюджету спеціалізовані фонди наближаються у Франції, Великій Британії, Японії. Види спеціалізованих позабюджетних фондів у світі представлені на рис. 1.21.

Джерела формування цільових фондів держави залежать від характеру і масштабності завдань, для реалізації яких вони створені. На величину фінансових ресурсів фондів впливає економічний і фінансовий стан країни на відповідному етапі її розвитку. Отже, джерела формування коштів спеціалізованих цільових фондів можуть мати як відносно стабільний, постійний, так і тимчасовий характер.

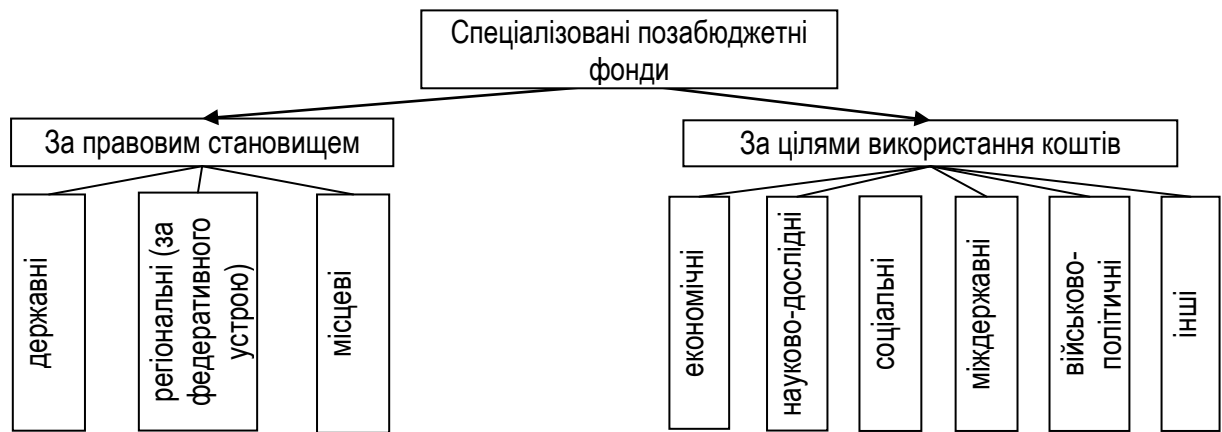


Рисунок 1.21 – Класифікація спеціалізованих позабюджетних фондів  
(складено на основі [150, 160])

Напрямки витрачання коштів фондів напряму залежать від конкретних економічних умов, змісту реалізовуваних програм та власне призначення фондів. Відповідно, деякі державні цільові фонди (а саме, фонди економічного призначення) можуть виступати учасниками фінансового ринку та інвесторами через те, що, по-перше, як правило, використання коштів не збігається у часі з надходженням, а по-друге, інвестиційний дохід є додатковим важливим джерелом фінансування витрат фонду [107].

В Україні створювати цільові фонди можуть як органи центральної влади, так і місцеві органи. Загальнодержавні цільові фонди мають мережі територіальних відділень і передають певну частину коштів у розпорядження територіальних управлінських структур. На місцевому рівні можуть утворюватися свої фонди цільового характеру за рахунок місцевих джерел надходжень коштів.

Як правило, державні цільові фонди знаходяться у розпорядженні органів державної влади, а оперативне управління ними виконується спеціально утвореним адміністративним апаратом. Відповідні управлінські структури мають ряд прав та обов'язків, визначених законодавчо, щодо використання фондів.

В Україні в різні роки створювалися такі фонди цільового призначення: фонд ліквідації наслідків Чорнобильської катастрофи та соціального захисту населення, фонд конверсії, фонд розвитку паливно-енергетичного комплексу,

фонд охорони праці та інші [160].

Особливе місце серед різноманітних видів спеціалізованих фондів посідають стабілізаційні фонди, що на сьогоднішній день є дієвим механізмом проведення політики упередження криз. На сьогодні у світі функціонує понад 50 таких фондів, що зазвичай створюються на фазі економічного підйому та використовуються на фазі спаду в економіці.

Стабілізаційні фонди можна розрізнити за класифікаційними ознаками наступним чином:

- за територіальною ознакою: регіональні (наприклад, фонд Аляски), державні (фонди окремих країн), міждержавні (фонд ЄС);
- за часовою ознакою: довгострокові та середньострокові.

Слід зазначити, що переважна більшість стабілізаційних фондів належать до довгострокових, що пояснюється призначенням для превентивного управління циклічними коливаннями, тобто стабілізаційні механізми мають бути впроваджені заздалегідь (5-10 років до кризових явищ) – акумулювання коштів на спеціальних рахунках. Якщо це не буде виконано, то кризовий стан економіки не буде попереджений [152].

Світова практика свідчить, що поряд із головною причиною їх створення (антикризовий захист національної економіки), накопичення таких фондів можуть використовуватися і за специфічними напрямками (табл. 1.11).

У 2008 р. в Україні було створено Стабілізаційний фонд на підставі закону України № 639-VI від 31.10.2008 р. «Про першочергові заходи щодо запобігання негативних наслідків фінансової кризи та внесення змін до деяких законодавчих актів України» [49]. Фонд формується у складі спеціального фонду державного бюджету, а його основним призначенням є забезпечення економічної стабільності та послаблення залежності вітчизняної економіки від руйнівних наслідків фінансової кризи.

Створення в Україні Стабілізаційного Фонду виявилось вкрай необхідним заходом задля стабілізації стану фінансового ринку та економіки в цілому в після кризовий період, однак фактично кошти фонду використовувалися не пов-

ною мірою як засіб досягнення макроекономічної стабільності в країні, але й як додатковий урядовий бюджетний ресурс для фінансування програм, що останніми роками передбачалися в державному бюджеті.

Таблиця 1.11 – Напрямки використання фінансових ресурсів стабілізаційних фондів у різних країнах світу [151]

Країни	Напрямки використання ресурсів стабілізаційних фондів
Китай, Канада, Чеська республіка, Німеччина	Впровадження в промисловість інноваційних технологій
Японія	Підтримання експортно-імпортних операцій в регіонах збуту
США, Угорщина, Німеччина	Кредитування підприємств та споживачів
Німеччина, Франція, США	Підтримання в країні проблемних активів
США, Німеччина, Франція, Нідерланди, Бельгія, Австрія, Іспанія, Швейцарія, Угорщина та ін.	Підтримання банківської системи країни
Італія	Підтримання середнього і малого бізнесу
Франція, США, Канада	Підтримання окремих сфер виробництва (зокрема, автомобілебудування)
Канада	Викуп застрахованих іпотечних кредитів

Джерела формування та напрямки використання коштів Стабілізаційного фонду України наведені на рис. 1.22.

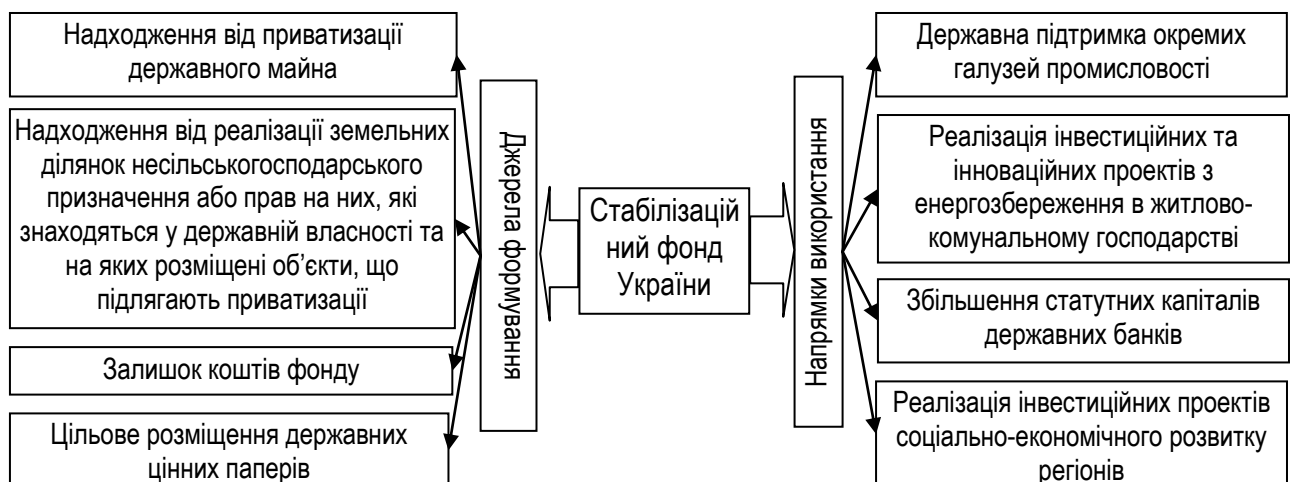


Рисунок 1.22 – Джерела формування та напрямки використання коштів Стабілізаційного фонду України (складено на основі [75])

Вітчизняний досвід реалізації стабілізаційної політики для подолання на-

слідків фінансово-економічних криз та діяльності стабілізаційних фондів є незначним, тому необхідним є узагальнення практики функціонування фондів стабілізації інших країн, зокрема, Російської Федерації, з метою формування вітчизняного інструментарію їх функціонування. Досвід цієї країни є цікавим і корисним з огляду на економічну, політичну та суспільну схожість і тривалої спільної розвитку України та Російської Федерації [150].

Світова фінансова криза негативно вплинула й на економіку Російської Федерації, проте стабілізаційний фонд цієї країни значною мірою нівелював наслідки кризових явищ. Так, стали використовуватися надлишкові резервні кошти не тільки на погашення заборгованостей перед міжнародними організаціями та іншими країнами, але й покриття дефіциту бюджету країни, тому практично самотійно безболісно країна пережила економічний спад та скоротила тривалість кризового періоду до мінімуму.

Головна особливість функціонування стабілізаційного фонду в Російській Федерації – його формування за рахунок надходжень вивізного мита на нафту і податку на її видобуток при рівні цін, вищому за базову ціну, закріплену державою. Відповідно, при зниженні ціни на нафту нижче базової кошти стабілізаційного фонду можуть бути використані на погашення дефіциту державного бюджету та інші цілі. Очевидно, що така практика організації роботи фонду безпосередньо бути застосована в Україні не може, так як відсутній єдиний вид продукції або сировини, орієнтований на експорт, однак при формуванні фонду за рахунок інших джерел фінансування, використання досвіду Російської Федерації є цілком перспективним (рис. 1.23).

Світова практика показує, що стабілізаційні фонди зазвичай наповнюються нерівномірно і спрогнозувати суму їхніх надходжень досить складно. Це стосується і фондів, які утворюються за рахунок експорту сировини, і фондів, що формуються за рахунок отримання відсотку від доходів, від здійснення інвестиційної діяльності. Окрім того, часто виникають випадки, коли стабілізаційні фонди використовуються не за призначенням. Так, наприклад, у 2001 р. в Ірландії був створений Національний пенсійний резервний фонд Ірландії для виплати

пенсій населенню в 2025-2050 рр. Проте у 2009 р. уряд країни використав 4 млрд. євро з цього фонду для стабілізації банківської системи, а в 2011 р. – ще 2,5 млрд. євро на цю ж мету [69].



Рисунок 1.23 – Напрямки застосування досвіду функціонування російського стабілізаційного фонду в Україні (складено на основі [151])

В Україні, на нашу думку, кошти стабілізаційного фонду, акумульовані за рахунок головним чином надходжень від інвестицій, мають витратитися на:

- здешевлення кредитування проектів середнього і малого бізнесу;
- кредитування довгострокових інноваційних та інвестиційних проектів, що мають загальнодержавне значення;
- кредитування завершення будівництва житла;
- викуп державою іпотечних кредитів фізичних осіб на придбання або будівництво житла;
- розвиток внутрішнього попиту на товари експортного призначення, щодо яких скоротився попит на світових ринках;
- фінансова допомога банкам;
- надання населенню державної допомоги на придбання житла через виплату частини його вартості державою;



- викуп у фінансових установ і забудовників нереалізованого житла та інші напрямки.

Очевидно, що Україні, як і іншим країнам, слід формувати стабілізаційний фонд на етапі економічного зростання. Вважаємо, що для забезпечення стабільної роботи підприємств країни слід законодавчо зобов'язати їх частину коштів від експорту продукції направити до спеціального фонду, ресурси якого можна було б використовувати за підтвердження збитків у попередньому звітному періоді. Втілити це можна після того, як Україна подолає кризу та вступить у фазу економічного зростання, що дозволить пережити наступний циклічний спад менш болісно [13].

Важливе місце серед цільових позабюджетних фондів посідають інноваційні фонди. Метою створення таких фондів є фінансування і матеріально-технічна підтримка заходів у сфері науки й техніки. Це пов'язано передусім із тим, що інноваційна активність вітчизняних підприємств є низькою, а питома вага підприємств, які таку діяльність здійснюють, є у декілька разів меншою, ніж у таких економічно розвинених країнах як Німеччина, Франція, США, Японія. В Україні переважна більшість підприємств вирішує поточні питання виживання або укріплення свого економічного становища, розширення ринків збуту та сфер діяльності. Відповідно, капітал вкладається в першу чергу в такі заходи, а до фінансування інновацій, що не можуть дати швидкої та гарантованої віддачі, суб'єкти господарювання як державної, так і недержавної форм власності, інтересу не виявляють. Фінансування інноваційних заходів має місце лише тоді, коли йдеться про впровадження апробованих зарубіжних та вітчизняних зразків техніки й технологій [34].

В умовах, що склалися, доки не сформується сприятливе середовище для інновацій та не відбудеться усвідомлення вітчизняними підприємцями необхідності вкладання коштів у дослідження й розробки, їх комерціалізацію зі побудовою відповідних структур, держава повинна виступати ініціатором інноваційних процесів, активно їх підтримуючи та навіть не виключаючи певне примусове до них залучення.

Державний інноваційний фонд України був створений у 1995 р. постановою Кабінету Міністрів України. Його основні завдання та функції представлені в табл. 1.12.

Державний інноваційний фонд України функціонував до 2000 р., а потім його було трансформовано в державну небанківську установу, підпорядковану Міністерству освіти й науки України – Українську державну інноваційну компанію. Вона, у свою чергу, була в 2007 р. перейменована на Державну інноваційну фінансово-кредитну установу (ДІФКУ), і в такому вигляді функціонує й зараз.

Однак засади діяльності установи не зазнали суттєвих змін, а Указ Президента від 29.11.1996 р. «Про підпорядкування Державного інноваційного Фонду Міністерству у справах науки й технології» залишається чинним [34]. Засновником ДІФКУ є держава в особі уряду, а безпосереднє підпорядкування здійснюється Державному агентству з інвестицій та управління національними проектами України. Зазначимо також, що ДІФКУ володіє Українським банком реконструкції та розвитку, має відділення в більшості регіонів країни [34].

Метою діяльності ДІФКУ визначено фінансову підтримку суб'єктів господарювання, що належать до різних форм власності, у рамках державної інноваційної політики [102].

Органи місцевого самоврядування на усіх рівнях можуть створювати цільові позабюджетні фонди за рахунок певних джерел для вирішення конкретних соціальних та економічних проблем.

Світова практика свідчить, що функціонування місцевих цільових фондів може бути цілком ефективним. Місцеві органи влади можуть створювати резервні, гарантійні, амортизаційні, страхові та інші фонди. Наприклад, у Франції комуни можуть брати участь у створенні гарантійних фондів при кредитних установах за рахунок субсидій для надання гарантій з кредитів новоствореним підприємствам.

Таблиця 1.12 – Завдання та функції Державного інноваційного фонду України [136]

Завдання фонду	Функції фонду
<p>Організація державної інвестиційної, фінансової та матеріально-технічної підтримки здійснення заходів щодо впровадження нових технологій і науково-технічних розробок у виробництво, його технічне переоснащення, освоєння випуску імпортозамінної та нової продукції</p>	<p>організує збір, акумулювання і цільове використання коштів, що надходять у розпорядження фонду для фінансування інноваційної діяльності</p>
	<p>проводить комплексну науково-технічну експертизу інноваційних проектів</p>
	<p>взаємодіє з інноваційними фондами позабюджетних коштів, створеними в органах, уповноважених управляти державним майном, і об'єднаннях підприємств щодо збору інформації про їх інноваційну діяльність та методичного забезпечення науково-технічної експертизи інноваційних проектів</p>
<p>Організація відбору інноваційних проектів відповідно до завдань державних, міжгалузевих і регіональних науково-технічних програм, а також інших важливих для економіки України та її регіонів проектів</p>	<p>здійснює за результатами відбору інноваційних проектів та їх науково-технічної експертизи матеріально-технічне забезпечення і фінансування цих проектів на поворотній основі через надання інвестицій, інноваційної позики та лізингу (як самостійно, так і за участю зацікавлених міністерств, відомств, установ, організацій і підприємств)</p>
	<p>здійснює контроль за цільовим використання коштів та матеріально-технічних ресурсів, призначених для реалізації визначених інноваційних проектів, а також управління ними</p>
	<p>вживає заходи для побудови сучасної інфраструктури здійснення інноваційної діяльності</p>
<p>Підготовка пропозицій щодо вироблення державної політики здійснення інноваційної діяльності, розробка організаційно-економічного механізму сприяння інноваційним процесам, відповідних фінансово-економічних нормативів і положень щодо його використання</p>	<p>організовує надання правових, експертних та інжинірингових послуг підприємствам, установам, організаціям у сфері інноваційної діяльності</p>
	<p>сприяє реконструкції підприємств через реалізацію інноваційних проектів, направлених на виробництво конкурентоспроможної продукції, освоєнню ресурсо- і енергозберігаючих технологій, зростанню обсягу випуску наукоємної продукції</p>
	<p>бере участь у міжнародному співробітництві стосовно інноваційної діяльності і здійснює зовнішньоекономічну діяльність відповідно до законодавства України в процесі реалізації міжнародних інноваційних та науково-технічних проектів, взаємодіє з відповідними зарубіжними та міжнародними організаціями</p>
<p>Організація діяльності регіональних відділень</p>	<p>створює інформаційну систему баз даних стосовно інноваційної діяльності;</p>
<p>Пропаганда науково-технічних досягнень, рекламна і видавнича діяльність, організація виставок наукоємної продукції</p>	<p>взаємодіє з центральними та місцевими органами виконавчої влади, органами АРК, органами самоврядування у ході виконання покладених на нього функцій</p>
	<p>реалізує заходи щодо організації навчання, підвищення кваліфікації та перепідготовки спеціалістів у сфері інноваційної діяльності</p>

Кредитна установа укладає з комуною угоду, де зазначаються мета, сума коштів й умови функціонування гарантійного фонду та повернення внесених

субсидій у випадку припинення чи зміни діяльності фонду.

У ряді країн світу місцеві органи влади створюють страхові фонди для гарантування повернення коштів, залучених унаслідок розміщення муніципальних позик. Так, у США існує практика створення таких фондів для муніципальних позик під так звані моральні зобов'язання, що не є повинстю забезпеченими юридичними гарантіями емітента.

Деякі країни використовують механізм накопичення фінансових ресурсів у регіонах через спеціалізовані фонди для перепрофілювання галузей економіки після згорання виробництва в добувних галузях. Так, у країнах Близького Сходу створювалися нафтові фонди: в Кувейті – Фонд майбутніх поколінь, у Саудівській Аравії – Фонд індустріального розвитку, на Алясці (США) – Фонд перспективного розвитку, у провінції Альберта (Канада) – Фонд спадщини, у Нідерландах – фонди розвитку для структурної перебудови і вирішення проблем зайнятості населення, у Норвегії – нафтовий фонд для фінансування заходів щодо скорочення видобутку нафти в майбутньому.

За своїм статусом регіональні цільові фонди є, зазвичай, трастами, які включають інвестиційні корпорації до свого складу. Трастовий характер діяльності фондів дає можливість збільшувати акумульований капітал. При цьому фінансові ресурси фондів вкладаються у нерухомість, земельні ділянки, облігації та інші цінні папери.

За кордоном існує також практика створення муніципальних амортизаційних фондів, що формуються шляхом здійснення до них амортизаційних відрахувань муніципальних підприємств. Вони являють собою організаційну форму акумулювання фінансових ресурсів з метою оновлення основних фондів у муніципальному секторі економіки [88].

В Україні кошти спеціалізованих фондів місцевих органів влади акумулюються на спеціальних рахунках у банківських установах та не підлягають вилученню. Їх джерела формування представлені в табл. 1.13.

Таблиця 1.13 – Джерела формування надходжень позабюджетних цільових фондів місцевих органів влади в Україні [18]

Джерела надходжень позабюджетних фондів місцевих органів влади	
Від діяльності за межами фінансового ринку	На фінансовому ринку
- додаткові заходи і зекономлені кошти від здійснення організованих заходів для розв'язання економічних і соціальних проблем	- доходи від місцевих позик і місцевих грошово-речових лотерей
- добровільні внески і пожертвування громадян, підприємств, організацій, установ та об'єднань	
- штрафи, що стягуються за одержання підприємствами, організаціями, установами та об'єднаннями необґрунтованого доходу через завищення цін, тарифів на продукцію та послуги	
- штрафи, що можуть встановлюватися для фізичних і юридичних осіб місцевими радами	
- плата за реєстрацію суб'єктів підприємницької діяльності	- доходи від цінних паперів, придбаних за рахунок місцевих позабюджетних фондів
- платежі та штрафи за забруднення навколишнього природного середовища, розміщення відходів, нерациональне використання природних ресурсів та інші платежі за порушення законодавства про охорону навколишнього середовища, санітарних норм відповідно до нормативів, затверджених місцевими радами	
- орендна плата за землю	
- кошти соціального розвитку підприємств, організацій, установ та об'єднань, призначених для соціального розвитку житлових районів, де проживає відповідна кількість їх працівників	
- доходи від продажу об'єктів місцевої комунальної власності, від продажу населенню житла, що належать до комунальної власності, а також реалізації конфіскованого і безхазяйного майна	
- інші збори, платежі і штрафи, що призначаються і вводяться місцевими радами	

Напрямами використання коштів цільових регіональних фондів:

- благоустрій відповідної адміністративно-територіальної одиниці;
- створення об'єктів соціально-побутового призначення;
- фінансування непередбачуваних подій;
- фінансування заходів, що пов'язані із забрудненням навколишнього природного середовища;
- будівництво та ремонт автодоріг;
- культурно-масові, спортивні та оздоровчі заходи;
- придбання та будівництво житла для соціально незахищених категорій громадян;
- розробка та реалізація інвестиційних проектів та програм;
- заходи по забезпеченню соціального захисту громадян та сімей, що опи-

нилися в складних життєвих умовах, у тому числі матеріальна допомога на оплату лікування, вирішення соціально-побутових питань, ремонт житла тощо;

- розв'язання будь-яких інших соціальних та економічних проблем на відповідній території.

Оскільки традиційно науковці не розглядають державу у складі посередників фінансового ринку, тому механізми контролю регуляторів цього ринку за діяльністю позабюджетних цільових фондів не передбачені (їх діяльність регулюється та контролюється безпосередньо Кабінетом Міністрів України). В той же час, за своєю сутністю діяльність цих фондів є різновидом фінансового посередництва, оскільки вони акумулюють кошти різних економічних суб'єктів та надають їх від імені держави іншим господарюючим суб'єктам. Виходячи з цього, контроль за операціями акумулювання, розподілу і перерозподілу цими фондами фінансових потоків має знаходитися в тому числі – і у компетенції регуляторів фінансового ринку. На думку автора, розгляд держави як фінансового посередника додає системності розумінню механізму функціонування фінансового ринку в цілому.

## Висновки до розділу 1

У першому розділі «Теоретичні основи та практичний інструментарій діяльності держави на фінансовому ринку» досліджено сутність та функції ФР, еволюцію зміни ролі держави на ньому, сутність і форми фінансового посередництва держави, інструментарій діяльності держави на ФР як регулятора, покупця та продавця фінансових ресурсів.

За результатами розділу зроблено наступні висновки:

1. Узагальнення наукової думки щодо визначення сутності фінансового ринку засвідчило, що найбільш усталеним є його трактування як сукупності економічних відносин з приводу розподілу і перерозподілу тимчасово вільних

фінансових ресурсів між домогосподарствами, суб'єктами господарювання та державою через систему фінансових інститутів на основі взаємодії попиту і пропозиції.

Аналіз наукових публікацій щодо сутності держави свідчить, що в широкому розумінні державу можна трактувати як здійснюваний за допомогою офіційних органів політико-територіальний спосіб організації публічної влади, покликаний управляти суспільними процесами, шляхом надання своїм велінням загальнообов'язкового характеру та можливістю реалізації цих велінь через примус, тоді як у більш вузькому розумінні – як систему органів, що здійснюють це управління.

2. У роботі розглянуто еволюцію зміни наукових поглядів на роль держави на фінансовому ринку та механізмів реалізації її функцій в межах: меркантилізму, класичної школи політекономії, школи економічного романтизму, німецької історичної школи, марксизму, маржиналізму, неокласичної школи, кейнсіанства, кейнсіансько-неокласичного синтезу. Узагальнення даних досліджень свідчить про існування двох полярних наукових точок зору: 1) інтереси суспільства задовольнити повною мірою можна лише тоді, коли держава є не учасником, а лише регулятором фінансового ринку; 2) формування нормативної бази для взаємодії учасників фінансового ринку та контроль за її дотриманням (пасивне регулювання) є першочерговим, але не єдиним завданням держави на фінансовому ринку, оскільки його вирішення дає можливість державі реалізовувати заходи активного регулювання (інтервенції) та задовольняти власні потреби у додаткових фінансових ресурсах шляхом їх купівлі-продажу на внутрішньому і зовнішньому ринках.

3. На думку автора, в сучасних умовах поряд з традиційними функціями держави на фінансовому ринку (регулятора, покупця та продавця ресурсів) слід розглядати також і функцію фінансового посередника, ключовою ознакою якої, на відміну від функцій покупця та продавця ресурсів, слід вважати цільовий характер розміщення залучених коштів.

Традиційно в науці та практиці державу не розглядають у складі

посередників фінансового ринку, тому механізми контролю регуляторів цього ринку за діяльністю позабюджетних цільових фондів не передбачені (їх діяльність контролюється та регулюється безпосередньо Кабінетом Міністрів України). У той же час, діяльність цих фондів за своєю сутністю є різновидом фінансового посередництва, оскільки вони акумулюють кошти різних господарюючих суб'єктів та надають їх від імені держави іншим економічним суб'єктам. Виходячи з цього, контроль за операціями акумулювання, розподілу і перерозподілу фінансових потоків цими фондами має знаходитися в тому числі – і в компетенції регуляторів фінансового ринку. На думку автора, розгляд держави як фінансового посередника додає цілісності й системності розумінню механізму функціонування фінансового ринку в цілому.

В роботі узагальнено світовий та вітчизняний досвід діяльності позабюджетних цільових фондів, а також механізми реалізації державою функції фінансового посередництва не тільки на фінансовому ринку, а й в економіці загалом (як посередництво у переміщенні матеріальних благ між різними членами суспільства, при якому держава не є споживачем благ, реалізації державою грошових трансфертів населенню і недержавним організаціям тощо).

4. У межах дослідження теоретичних засад та інструментарію діяльності держави як регулятора фінансового ринку автором узагальнено основні моделі регулювання фінансового ринку (секторну, модель за завданнями, модель мегарегулятора); визначено ключові особливості державного регулювання розвинених фінансових ринків та ринків, що перебувають на початкових стадіях розвитку; узагальнено інструментарій нормативно-правового регулювання фінансового ринку, систематизовано форми прямого і непрямого втручання держави в діяльність фінансового ринку. Обґрунтовано необхідність та виділено конкретні напрямки узгодження механізмів державного регулювання, наднаціонального регулювання та саморегулювання фінансового ринку.

5. У контексті дослідження діяльності держави на фінансовому ринку в якості продавця фінансових ресурсів розглянуто вітчизняну та зарубіжну



практику застосування основних інструментів, за допомогою яких відбувається надання ресурсів державою як одноосібно (фінансування інвестиційних проектів, надання державних гарантій, кредитування та рефінансування банків), так і спільно з іншими суб'єктами (державно-приватне партнерство, створення підприємств за участю держави, націоналізація банків та підприємств).

б. Дослідження діяльності держави на фінансовому ринку в якості покупця фінансових ресурсів дозволило автору узагальнити причини, що спонукають державу залучати кошти із зовнішніх джерел, здійснено порівняльний аналіз інструментів такого залучення (цінні папери, позики на підставі угод, ощадні вклади), розглянуто світовий та вітчизняний досвід їх реалізації.

Основні положення даного розділу дисертаційної роботи опубліковано автором у роботах [57, 59, 60, 61, 62, 63, 70].

## РОЗДІЛ 2

## РОЗВИТОК МЕТОДИЧНИХ ЗАСАД ОЦІНЮВАННЯ ЯКОСТІ ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ФІНАНСОВОГО РИНКУ В УКРАЇНІ

## 2.1 Аналіз доцільності запровадження мегарегулятора фінансового ринку України

Протягом останнього десятиріччя у світі сформувалася тенденція до трансформації систем нагляду за фінансовим ринком. Ідея переходу від секторної моделі до моделей з більш високим рівнем централізації наглядових функцій набула досить широкого поширення. Такі реформи були здійснені, наприклад, у Австрії, Бельгії, Ірландії, Німеччині, Словаччині, Фінляндії, Мальті, Естонії, Латвії, Польщі, Колумбії, Казахстані, Японії, Кореї та ряді інших країн.

В середньому за рік у двох країнах світу запроваджується система регулювання фінансового ринку, заснована на мегарегуляторі, причому особливо плідним у цьому сенсі став 2002 р., коли було створено мегарегулятори у 7 країнах [94].

Мегарегулятор фінансового ринку являє собою модель його регулювання, де за єдиним органом закріплюються функції нагляду й регулювання ринку та діяльності установ на ньому, що представлені не менш ніж трьома ключовими сегментами фінансового ринку (ринку цінних паперів, страховому та банківському сегментах). Такий орган нагляду є ефективним лише в тому випадку, коли його структура, цілі та функції відповідають основним характеристикам фінансового сектору країни. Зокрема, затребуваним мегарегулятор стає тоді, коли розвиток фінансового сектору відбувається у бік універсалізації. Чим більш різноманітним є спектр послуг фінансових установ, тим складніше регулювати їх діяльність спеціалізованим органам [214].

Окрім того, в сучасних умовах багато фінансових посередників у економічно розвинених країнах пропонують єдиний пакет послуг, що включає в себе кредити, страхові поліси, цінні папери. Поєднання їх в єдиному пакеті мож-

ливо, якщо вони мають однакові цінові ризики. Деякі страхові компанії також пропонують короткострокові страхові продукти, що за своїми характеристиками більше нагадують депозити. Окрім того, існує значна кількість фінансових продуктів, наприклад, кредитні деривативи, що представляють собою банківські аналоги страхування кредитів. Ускладнення продуктів на фоні динамічного зростання ринку, а також нарощування обсягів сек'юрїтизації традиційних форм позик роблять у край складним ефективно регулювання фінансового ринку спеціалізованими наглядовими органами [12].

Мегарегулятор фінансового ринку може бути затребуваним не лише через ускладнення фінансових продуктів, але й у зв'язку із складною структурою фінансового сектора. Об'єднання фінансових посередників у конгломерати робить роздільний нагляд більш проблематичним. У конгломераті діє величезна кількість внутрішніх зв'язків, а збитки на одних ринках перекриваються прибутками на інших, унаслідок чого стираються межі між ризиками страхування, цінних паперів та банківської справи. Оцінка ж сукупних ризиків конгломерату спеціалізованим регулятором стає практично неможливою.

В Україні вже не перший рік ведеться дискусія щодо можливості створення мегарегулятора, якому би підпорядковувалися усі учасники фінансового ринку. Однак різниця у рівнях розвитку ринків економічно розвинених країн та нашої країни визначає і різницю в проблемах, що постають перед регулюючими органами.

Важливо зазначити, що в Україні між трьома органами регулювання фінансового ринку укладено меморандум про співробітництво, але фактично даний документ не виконується, а використовується лише фрагментарно через створення тимчасових робочих груп щодо розробки конкретних нормативних документів [175].

Ключовими факторами, що сприяють створенню мегарегулятора фінансового ринку, є наступні:

- зростання ролі небанківських фінансових установ та їх кооперації із банками, наслідком чого є набуття спільних рис процедурами нагляду, регулюван-

ня, ліцензування різних суб'єктів;

- зміна кількісних і якісних ознак ризиків, що виникають на фінансових ринках;
- широке поширення тенденції комбінованого надання фінансових послуг у результаті появи нових фінансових інструментів;
- утворення мегафінансових структур у результаті процесів консолідації [265].

В умовах кризового стану економіки, що має місце в Україні на сьогоднішній день, на наш погляд, реформування фінансового сектору зі створенням мегарегулятора є недоцільним, оскільки досвід країн, що його запровадили, свідчить про певне зниження ефективності фінансового контролю та нагляду, особливо на початковому етапі, коли має місце перепідпорядкування функцій існуючих органів управління.

Згідно підходу МВФ, проти створення мегарегулятора свідчать наступні аргументи:

- мінімізація ефекту економії масштабу – у випадку бюрократичного характеру органу регулювання може виникнути ситуація, коли мегарегулятор буде витрачати кошти, зекономлені на економії масштабу, на власне функціонування;
- зростання моральної небезпеки – виникає ризик надмірного розростання «мережі безпеки», зокрема, при страхуванні депозитів;
- розпорошення об'єктів регулювання – нагляду й регулюванню підлягає максимальна кількість об'єктів, що діють у різних сегментах фінансового ринку, а у мегарегулятора може виникнути прагнення узгодити їх;
- обмеженість синергії – різні фінансові установи вимагають різних підходів щодо нагляду й регулювання, а це може перешкоджати синергетичному ефекту [93].

На противагу, основними аргументами за створення мегарегулятора, фахівцями МВФ названі:

- можливість контролю за дільністю, складом і структурою фінансових конгломератів;

- регуляторна гнучкість – здатність швидко спрямовувати фінансові потоки у галузі й сфери, що найбільше цього потребують;
- конкурентна нейтральність – нагляд за фінансовим ринком у цілому дає можливість боротися з регуляторним арбітражем;
- ріст відповідальності – функціонування на ринку мегарегулятора дозволяє впорядкувати систему відповідальності за становище фінансового ринку;
- зменшення витрат на оплату праці співробітників;
- зростання професіоналізму працівників органу регулювання – має місце розвиток спільної культури персоналу та економія витрат на покращення їхньої кваліфікації [87].

Звичайно, інші моделі організації регулювання фінансового ринку також мають свої переваги й недоліки. Так, секторна модель передбачає нагляд за діяльністю різних секторів фінансового ринку з урахуванням їх специфіки, проте її суттєвими недоліками є труднощі досягнення узгодженості між наглядовими органами та ймовірність їх конфлікту, а також ускладнене регулювання фінансових конгломератів.

До сильних сторін моделі перехресного регулювання слід віднести збереження за центробанком його історичних функцій, можливість здійснення нагляду за фінансовими конгломератами, посилення відповідальності, відсутність ймовірності приділення недостатньої уваги одній із цілей (захисту прав споживачів послуг та макроекономічної стабільності). Однак, у той же час, модель не позбавлена недоліків, адже в ній має місце часткове дублювання функцій та зростання витрат учасників ринку [80].

Зазначимо, що кожна країна, як правило, має унікальну модель організації нагляду, що є близькою до трьох основних. Кожна модель показала свою ефективність, пройшла перевірку кризами та має право існування. Серед ключових факторів, що впливають на вибір певної моделі, можна назвати наступні:

- форма державного правління;
- ступінь централізації влади в державі та територіально-організаційна структура держави;

- суб'єктивні фактори (суб'єктивізм позиції уряду і регулятора та особливості розуміння ними завдань, функцій та обов'язків, покладених на орган регулювання фінансового ринку);

- рівень економічного розвитку країни;

- вимоги та рекомендації наднаціональних органів, що здійснюють регулювання й нагляд за фінансовими системами [95].

Особливої уваги потребує питання щодо співпраці мегарегуляторів та центральних банків. При цьому можливі три моделі їх взаємодії: відокремленість мегарегулятора від центрального банку, їх єдність та компромісна модель.

Яскравими прикладами моделі повного співпадіння двох органів є Сінгапур, Чеська республіка та Словаччина. Відокремленість мегарегулятора від центрального банку має місце у ряді країн Європи, таких як Австрія, Угорщина, Швеція, Бельгія, Велика Британія, Данія, Латвія, Мальта, Німеччина, Польща та ін. Компромісний підхід застосовується у Португалії.

Слід також зауважити, що мегарегулятор фінансового ринку може бути наділений різним ступенем повноважень, а саме:

- наділення мегарегулятора як наглядовими, так і регулятивними функціями (Австралія, Канада, Велика Британія, Сінгапур);

- наділення мегарегулятора виключно наглядовими функціями (Данія, Корея, Угорщина, Фінляндія, Норвегія, ПАР, Швеція, Японія).

Для того, щоб емпірично встановити доцільність чи недоцільність створення в Україні єдиного органу регулювання фінансового ринку, скористаємося результатами дослідження фахівців МВФ Х. Ф. Мендонка, Д. Х. Гальвао, Р. Ф. Лурес, проведеного в 2011 р. щодо визначення ключових показників розвитку фінансових ринків країн світу [226].

Зокрема, науковцями було розраховано індекс прозорості регулювання фінансового сектору для ряду країн. Згрупуємо дані результати відповідно до наявності або відсутності в країні мегарегулятора (табл. 2.1).

Дані таблиці свідчать, що в середньому прозорість регулювання фінансового сектору у країнах з мегарегулятором фінансового ринку є не наба-

гато, але нижчою, ніж у країнах із секторною моделлю та моделлю перехресного регулювання (середні значення індексу становлять 8,3 та 8,5 відповідно).

Таблиця 2.1 – Індекс транспарентності регулювання фінансового сектору (RTI) в різних країнах світу в 2010 р. [226]

Країни з єдиним органом регулювання фінансового сектору	RTI	Країни з іншими моделями регулювання фінансового сектору	RTI		
Сінгапур	7,5	Португалія	9,0		
Норвегія	7,5	Греція	6,5		
Австрія	9,0	Італія	9,0		
Данія	8,5	Франція	7,5		
Швеція	11,0	Іспанія	9,5		
Велика Британія	8,0	Нідерланди	8,0		
Японія	7,5	США	11,0		
Південна Корея	5,5	Канада	7,5		
Австралія	9,5				
ПАР	8,5				
Угорщина	6,0				
Німеччина	10,0				
Словаччина	8,0				
Чеська республіка	8,0				
Китай	9,5				
Середнє значення по групі країн	8,3			Середнє значення по групі країн	8,5

Розглянемо також показники розвитку ринку цінних паперів, представлені у зазначеному вище дослідженні (табл. 2.2, 2.3).

Із таблиці 2.2 видно, що середня доходність інструментів на ринку цінних паперів була в аналізованому періоді від'ємною для усіх країн, що пов'язано з кризовими явищами в світовій економіці. Однак за групою країн, де мегарегулятор фінансового ринку відсутній, показники доходності були дещо кращими, аніж у країнах, де діє єдиний орган регулювання фінансового ринку.

Дані таблиці 2.3 підтверджують, що волатильність ринку фінансових паперів є також дещо нижчою в країнах, де немає мегарегулятора фінансового ринку. Так, середнє значення волатильності за групою країн, де функціонують секторна модель та модель перехресного регулювання, становив 0,11 в 2010 р., тоді як у країнах з мегарегулятором цей показник знаходився на рівні 0,14.

Таблиця 2.2 – Доходність на ринку цінних паперів (SMR) в різних країнах світу в 2010 р. [226]

Країни з єдиним органом регулювання фінансового сектору	SMR	Країни з іншими моделями регулювання фінансового сектору	SMR		
Сінгапур	-0,39	Португалія	-0,26		
Норвегія	-0,39	Греція	-0,44		
Австрія	-0,44	Італія	-0,26		
Данія	-0,33	Франція	-0,22		
Швеція	-0,28	Іспанія	-0,32		
Велика Британія	-0,22	Нідерланди	-0,28		
Японія	-0,33	США	-0,19		
Південна Корея	-0,21	Канада	-0,27		
Австралія	-0,23				
ПАР	-0,22				
Угорщина	-0,35				
Німеччина	-0,22				
Словаччина	-0,17				
Чеська республіка	-0,40				
Китай	-0,26				
Середнє значення по групі країн	-0,30			Середнє значення по групі країн	-0,28

Таблиця 2.3 – Волатильність ринку цінних паперів (SMV) в різних країнах світу в 2010 р. [226]

Країни з єдиним органом регулювання фінансового сектору	SMV	Країни з іншими моделями регулювання фінансового сектору	SMV
Сінгапур	0,17	Португалія	0,12
Норвегія	0,18	Греція	0,21
Австрія	0,23	Італія	0,13
Данія	0,16	Франція	0,11
Швеція	0,13	Іспанія	-0,12
Велика Британія	0,12	Нідерланди	0,15
Японія	0,17	США	0,11
Південна Корея	0,13	Канада	0,13
Австралія	0,10		
ПАР	0,11		
Угорщина	0,17		
Німеччина	0,12		
Словаччина	0,06		
Чеська республіка	0,19		
Китай	0,09		
Середнє значення по групі країн	0,14	Середнє значення по групі країн	0,11

Варто також зазначити, що дослідження вітчизняних науковців, зокрема



Довгань Ж. М., стосовно впливу типу моделі регулювання фінансового сектору на фінансову стійкість банківської системи як його провідної ланки, підтверджують недоцільність створення в Україні мегарегулятора фінансового ринку на сучасному етапі. Результати розрахунку індикаторів фінансової стійкості (за методологією МВФ) для країн із різними типами регулювання представлено в табл. 2.4.

Таблиця 2.4 – Результати розрахунку індикаторів фінансової стійкості для країн з різними моделями устрою системи регулювання фінансового ринку в 2005–2010 рр., % [36]

Індикатори фінансової стійкості	Моделі устрою національних регуляторних систем		
	Модель мегарегулятора	Модель перехресного регулювання	Секторна модель
Співвідношення регулятивного капіталу до зважених за ризиком активів	13,7	14,2	14,2
Співвідношення власного капіталу банку до активів	7,5	8,0	8,9
Співвідношення недіючих кредитів до сукупних валових кредитів	4,3	3,8	4,1
Співвідношення банківських резервів до недіючих кредитів	65,8	108,0	87,5
Рентабельність активів	0,8	1,3	1,1
Середня рентабельність капіталу	10,0	17,4	12,6

Значення індикаторів, представлених у табл. 2.4, свідчать про те, що абсолютна більшість показників стійкого розвитку банківського сектору є кращими в країнах, де функціонують моделі, відмінні від моделі єдиного органу нагляду, зокрема показники рентабельності, фінансової стійкості, структури капіталу банків.

Для появи мегарегулятора безсумнівно в Україні ще недостатньо підстав зважаючи на недостатню зрілість фінансового ринку та невисокий рівень крос-проникнення фінансових посередників, однак і на ранній стадії є необхідність кооперації основних державних регуляторів – НБУ, НКЦПФР та Нацкомфінпослуг. Це може бути вирішене шляхом створення координаційної ради з питань регулювання фінансового ринку [73].

Поки ринок не набув належного рівня розвитку, завдання банківського нагляду й регулювання доцільно залишити за Національним банком, а дієвість нагляду можна підвищувати через удосконалення структури регулюючих органів, а також покращення рівня кваліфікації персоналу.

Концепція регулювання фінансового ринку на базі мегарегулятора має як переваги, так і недоліки. Тенденції розвитку вітчизняного фінансового ринку засвідчують, що необхідність у створенні інтегрованої системи його регулювання постане дещо пізніше.

У найближчі декілька років створення в Україні мегарегулятора я не тільки недоцільним, але й неможливим, оскільки НБУ має конституційний статус (гарантія функціонування цього органу закріплена Конституцією України). Діяльність двох державних комісій, що регулюють фінансовий ринок, обумовлена відповідними законами. Відповідно, для створення нового регулюючого органу, що поєднав би в собі усі функції органів регулювання фінансового ринку, необхідно внести зміни в ряд нормативно-правових актів, і в першу чергу – в Конституцію України. Лише внесення змін до Конституції може тривати більше року, а прийняття нових законів та постанов – ще декілька років [131].

Принциповим моментом функціонування мегарегулятора фінансового ринку є правовий статус цієї установи та особливості формування органів її управління. Як показує світова практика, можливе формування мегарегулятора у вигляді державного органу, нелаженої компанії або саморегулювальної організації. Якщо в Україні згодом буде прийняте рішення про створення єдиного органу регулювання, то враховуючи головну мету його діяльності, найдоцільніше здійснити це у вигляді державного органу.

Участь недержавних організацій у діяльності та управлінні мегарегулятором. На нашу думку, необхідно забезпечити участь як професійних, так і інших учасників фінансової системи, зокрема, шляхом їх участі в керівних органах органу регулювання [71].

При створенні в Україні мегарегулятора обов'язково має бути вирішення питання щодо фінансування його діяльності. При цьому можливі декілька варі-

антів, а саме: діяльність на основі самоокупності, державне фінансування, фінансування за рахунок учасників ринку або змішане фінансування. Ми вважаємо, що найбільш доцільним є поєднання самоокупності та фінансування за рахунок держави. За таких умов державне фінансування гарантуватиме мінімальний обсяг коштів для діяльності органу, і в той же час елементи самоокупності сприятимуть більш ефективній діяльності мегарегулятора.

Іншим важливим питанням, що має бути вирішене у випадку створення мегарегулятора, є його підзвітність. У випадку повного контролю даного органу урядом він буде виражати волю держави та не відповідати у своїй діяльності інтересам учасників ринку. З іншого боку, підконтрольність мегарегулятора Верховній Раді може негативно вплинути на його роботу при збереженні політичної нестабільності в країні. Через це, на нашу думку, оптимальним був би розподіл повноважень щодо підзвітності та управління між Верховною Радою України та Кабінетом Міністрів України, а саме в поточному режимі орган регулювання фінансового ринку має звітувати перед урядом, а Верховній Раді – періодично. У разі визнання парламентом діяльності мегарегулятора незадовільною, має бути змінений склад його управління. Також єдиний орган регулювання фінансового ринку повинен періодично публікувати на офіційному сайті інформацію про свою діяльність [97].

При створенні мегарегулятора в Україні нами пропонується розподілити фінансову систему на декілька секторів із закріпленням їх за відповідним департаментом (податковий, бюджетний, інвестиційний, державних фінансів та фінансових послуг). Грошово-кредитна сфера має бути окремим осередком.

Розглядаючи питання шляхів створення в Україні в майбутньому єдиного органу регулювання фінансового ринку, науковцями й практиками пропонуються різні варіанти, однак найчастіше висловлюються думки щодо його заснування на базі НБУ. Це цілком логічно, оскільки стразові компанії, кредитні спілки, інвестиційні та інші фінансові компанії зазвичай проводять усі свої платежі через банківські рахунки. Однак при цьому звітність вони подають до інших регулюючих органів. Тому НБУ не має можливості вчасно зупинити зловживання та

порушення. Ставши мегарегулятором, він зможе робити це значно швидше. Окрім того, серед усіх діючих на сьогоднішній день регуляторів фінансового ринку в Україні саме НБУ має найбільший авторитет, досвід роботи та політичну підтримку.

У разі покладення функцій мегарегулятора на НБУ, високий рівень незалежності та підзвітності центрального банку підвищує довіру до регулятивних заходів, а побоювання щодо надто високої концентрації повноважень у центральному банку стають менш обґрунтованими за чіткої організації підзвітності.

Заходи з підготовки до створення в Україні єдиного органу регулювання фінансового ринку передбачають наступне:

- встановлення пріоритетів фінансової політики держави, вироблення стратегії розвитку фінансового сектору за участю Міністерства фінансів;
- забезпечення надійної системи обміну інформацією між наглядовими органами на базі підписання угод та меморандумів про співпрацю та обмін інформацією;
- удосконалення нормативно-правової бази для уніфікації регуляторних вимог, процедур і методів;
- підвищення вимог до ліцензування діяльності фінансових установ;
- покращення стану фінансування державою діяльності органів нагляду або часткове їх фінансування за рахунок учасників ринку;
- покращення умов роботи та рівня матеріального заохочення фахівців, удосконалення системи підготовки кадрів та підвищення їх кваліфікації;
- підвищення рівня стійкості та прозорості роботи фінансового сектору.

Практика часткового фінансування діяльності регуляторів за рахунок учасників ринку є цілком звичною для європейських країн. Так, у Німеччині, Великобританії, Латвії органи нагляду фінансуються за рахунок внесків установ, що діють на фінансовому ринку. Це дає можливість забезпечити більш високий рівень їх матеріально-технічного забезпечення, конкурувати з приватним фінансовим сектором на ринку праці, сплачувати більш високу заробітну плату [121].

На нашу думку, система заходів щодо вдосконалення нагляду й регулю-

вання фінансового ринку на перехідний період має включати в себе:

- гармонізацію діяльності регуляторів у розрізі підсекторів;
- збільшенн рівня інтеграції нагляду й регулювання фінансового сектору на базі використання нормативної, кадрової, інформаційної, матеріальної бази НБУ;
- зближення регуляторних механізмів регуляторів ринку або створення єдиного механізму шляхом розробки єдиних методичних та методологічних підходів на різних ринкових секторів;
- удосконалення системи комунікацій між елементами фінансового сектору на базі укладання меморандумів про співпрацю та обмін інформацією, в яких передбачалося б посилення співробітництва шляхом створення міжвідомчих комітетів, спільних інспекційних та робочих груп, методичних комісій [121].

На думку Я. Монкієвича, створення мегарегулятора завжди має політичний підтекст, адже формується дуже впливова інституція, що має значно більшу вагу, ніж окремі регулятори. І хоча мегарегулятор у межах країни дає більше технічних можливостей для залучення експертів, більш масштабного збору та аналізу інформації, не можна недооцінювати значення такої інституції на політико-економічній арені країни, і тому до створення мегарегулятора слід підходити з крайньою обережністю та ретельністю [133].

## 2.2 Дослідження якості державного регулювання на фінансовому ринку України

Сучасні наукові дослідження, що стосуються фінансової системи та фінансового ринку, все частіше визнають важливість належного управління в цілому і зокрема з боку наглядових органів фінансового ринку. Зростаюча увага приділяється стандартам фінансової системи, що розроблені міжнародними органами, елементам ефективного управління галузевого регулювання та нагляду.

Перший систематичний підхід до ролі і значення регуляторного управління для фінансової стабільності був розроблений Дасом, Квінтіном та Ченардом. У їх працях розглядається оперативна основа регуляторного управління; встановлюється «зв'язок управління», щоб підкреслити важливість управління фінансовою системою для належного функціонування нефінансового сектора; дається оцінка поточної практики щодо якості регуляторного управління, заснована на роботі, що проводиться МВФ і Світовим банком з 1999 р. в рамках Програми оцінки фінансового сектора (FSAP) [212].

Багатомірний перехресний аналіз, проведений зарубіжними дослідниками, показав, що якість регуляторного управління дійсно має значення для стійкості фінансової системи. За високої якості регулювання фінансового ринку створюються належні умови функціонування на ньому суб'єктів господарювання, зростає динамічність фінансової системи та її роль в економічному піднесенні країни. Ефект від якісного регулювання посилюється, якщо налагоджена практика ефективного управління в державному секторі в цілому [267].

Якісне управління економікою – одна з ключових передумов для якісного регуляторного управління фінансовим сектором. Воно передбачає відсутність корупції, підтримку конкуренції, ефективну судову й правову системи, підхід «довгої руки» до державної власності. До тих пір, поки втручання в діяльність регуляторів фінансової системи не буде витратним для політичних діячів, регулювання не може бути ефективним [206].

Як і фінансова стійкість, високоякісне регулювання є бажаним, однак в той же час складним для формалізації та кількісного вимірювання. На основі широкого визначення управління державного сектору, запропонованого Кауфманом та іншими, якісне регулювання може бути визначене як: по-перше, здатність управляти ресурсами ефективно і розробляти, впроваджувати і забезпечувати зважену політику пруденційних нормативів і правил – слід розглядати як обов'язок відповідати делегованим завданням; по-друге, визнання й підпорядкування регулюючого органу більш загальним цілям і політиці виборних органів влади країни.

Оскільки органи нагляду у фінансовому секторі мають такі виключні ін-

струменти, які санкції та обмеження діяльності, аж до відміни ліцензій, запобігти зловживанню цими повноваженнями, зберігаючи цілісність контролюючої функції – ключове завдання, що має бути забезпечене за допомогою високої якості управління [226].

Необхідною умовою для ефективного управління є міцна інституційна основа. Вчені Дас, Квінтін і Ченард визначили чотири компоненти, що формують основу якісного регуляторного управління: незалежність, відповідальність, прозорість і цілісність (рис. 2.1).

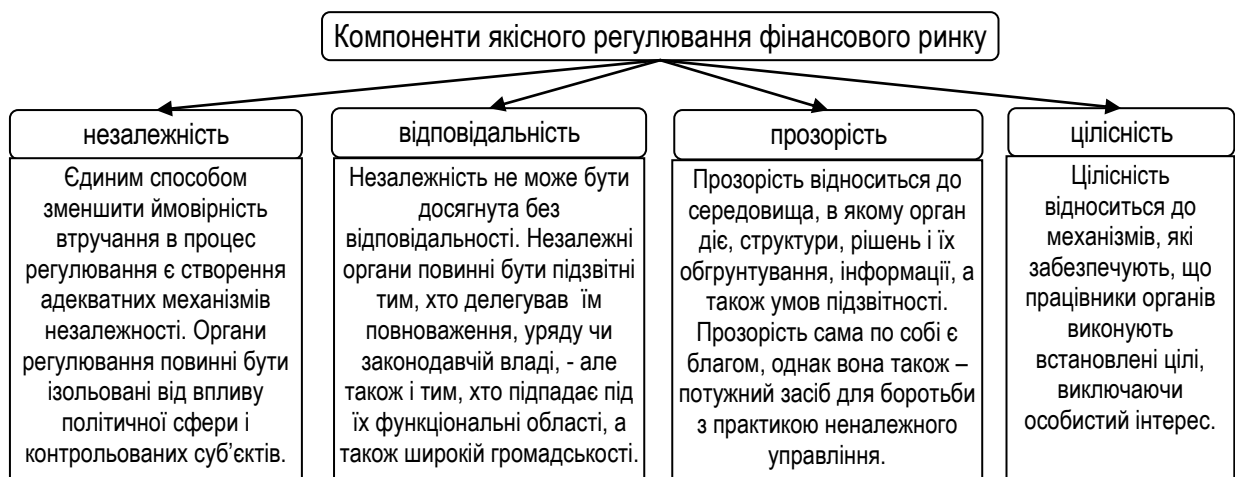


Рисунок 2.1 – Компоненти якісного регулювання фінансового ринку (складено на основі [212])

Компоненти взаємодіють і посилюють один одного на різних рівнях в підтримку якісного регулювання. Незалежність і відповідальність є двома сторонами однієї медалі. Прозорість підтримує три інших. Це засіб для збереження незалежності, ключовий інструмент забезпечення дієвості відповідальності, а також вона сприяє захисту цілісності. Незалежність і цілісність підсилюють один одного. Правовий захист працівників органів управління, а також чіткі правила призначення і звільнення керівників, підтримують як незалежність, так і цілісність. Нарешті, пара відповідальність – цілісність підсилюють одне одного, оскільки через вимоги відповідальності, існують додаткові причини для збереження цілісності складу керівників та співробітників.

Побудова індексу якості регулювання ( $QGR_{FM}$ ) базується на вищезазначеній структурі. Значення індексу для країни обчислюється як зважена комбінація відповідності країни чотирьом компонентам, описаним вище, отримана з індивідуальних оцінок.

Базуючись на дослідженнях вчених Даса, Квінтіна і Ченарда стосовно впливу якості державного регулювання на фінансову стійкість банківського сектору, пропонуємо оцінити якість регулювання фінансового ринку України, розширивши перелік стандартів, правил і принципів, розроблених міжнародними організаціями, беручи до уваги усі головні сегменти ринку [212].

Ключовими стандартами для фінансового ринку, що забезпечують інформацію для побудови індексу якості регулювання, вважаємо наступні:

- а) Цілі та принципи регулювання ринків цінних паперів IOSCO;
- б) Рекомендації Групи 30 щодо стандартів і процедур ринків цінних паперів;
- в) Загальні принципи захисту прав споживачів фінансових послуг ОЕСР;
- г) Основні принципи ефективного банківського нагляду Базельського комітету;
- г) Правила прозорості монетарної і фінансової політики МВФ (IMF Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies);
- д) Стандарти IAIS щодо нагляду за страховою діяльністю.

38 принципів регулювання ринків цінних паперів організації IOSCO базуються на 3 головних цілях регулювання фондового ринку, а саме:

- захист інвесторів;
- забезпечення функціонування справедливого, ефективного та прозорого ринку;
- зниження системних ризиків.

Принципи мають бути практично запроваджені в законодавчій базі країни, щоб відповідати трьом визначеним вище цілям регулювання ринку цінних паперів. Використовуючи запропоновану IOSCO систему оцінки, кожний член організації регулярно (не рідше одного разу на три роки) має здійснювати



власну оцінку відповідності принципам, а результати такої оцінки є загальнодоступними – вони розміщуються на офіційному сайті IOSCO [169].

Рекомендації Групи 30 є авторитетною думкою кваліфікованих експертів фінансового ринку з різних країн (переважно країн Західної Європи). У цілому дев'ять рекомендацій розроблені для досягнення наступних цілей:

- зв'язати угоди по цінних паперах наступного дня після їх укладання (T+1, де T – день торгів і укладання угоди);
- виконувати угоди на щоденній і безперервній основі в день T+3;
- здійснювати розрахунки за єдиними принципами;
- підвищувати ефективність через широке використання депозитаріїв, механізмів заліків та стандартної нумерації цінних паперів [70].

Хоча дані рекомендації були сформульовані ще на початку 90-х років ХХ ст., вони не втратили актуальності і зараз, і ряд навіть економічно розвинених країн продовжують їх впроваджувати. На сьогоднішній день деякі країни, зокрема Австралія, Австрія, Канада, Данія, Фінляндія, Франція, Німеччина, Гонконг, Нідерланди та деякі інші практично повністю слідують рекомендаціям Групи 30, тоді як у ряді інших країн (Філіппіни, Росія, Словаччина, Венесуела, ПАР, Україна та ін.) мають місце численні невідповідності. Україна приєдналася до Групи 30 у 1996 р., зокрема прийняла 6 резолюцій, однак імплементація рекомендацій Г-30 у діяльність вітчизняного фінансового ринку досі не завершена [156].

Загальні принципи захисту прав споживачів фінансових послуг ОЕСР доповнюють, але не замінюють діючі міжнародні рекомендації та принципи й не мають на меті розв'язання галузевих питань, регламентованих документами інших установ, зокрема Базельським комітетом з банківського нагляду, Міжнародною організацією органів страхового нагляду та Міжнародною організацією комісій з цінних паперів.

Зростання уваги до захисту прав споживачів фінансових послуг зумовлене, насамперед, збільшенням імовірних ризиків для фізичних осіб і домогосподарств у різних сегментах ринку фінансових послуг, а також зростаючою

складністю фінансових продуктів. Динамічний розвиток фінансового ринку та інновацій, поява надавачів послуг, діяльність яких недостатньо регулюється, підвищують ризик зловживань, неправомірних дій та шахрайств у цій сфері [153].

Базельські основні принципи використовуються країнами у якості стандартів пруденційного регулювання і нагляду для оцінювання якості систем нагляду та регулювання, а також планування діяльності у цій сфері для досягнення базового рівня надійної й ефективної практики наглядової та регулятивної політики. Також їх використовує Міжнародний Валютний Фонд та Світовий Банк у контексті Програми Оцінки Фінансового Сектору з метою оцінки поточної ситуації того, певна країна виконує дані принципи. Базельський комітет з банківського нагляду спільно з Банком міжнародних розрахунків докладають зусиль для того, щоб у органів нагляду країн склалося єдине й глибоке розуміння даних принципів, а також розробляють наглядові заходи, що сприяють реалізації цих принципів у якомога більшої кількості країн [125].

Правила прозорості монетарної і фінансової політики МВФ – це збірка опрацьованих експертами МВФ рекомендацій, що стосуються організації сектора державних фінансів і бюджетних процедур. Рекомендації не мають зобов'язуючої сили, але МВФ рекомендує країнам-членам, їх якнайповніше впровадження. Також МВФ проводить регулярну оцінку відповідності законодавства та практики окремих країн, що є його членами, з положеннями Правил. Кодекс концентрується довкола справ чіткого визначення сфери сектора державних фінансів і управлінських процедур у ньому. Окремі рекомендації стосуються забезпечення вільного доступу до інформації про державні фінанси, прозорість бюджетних процедур і обов'язковий незалежний аудит для оцінки стану господарювання державними коштами [108].

IAIS – Міжнародна асоціація національних органів нагляду за страховою діяльністю, яка об'єднує органи страхового нагляду понад 100 країн світу, створена з метою є організації співробітництва між регуляторами страхової галузі для забезпечення ефективного нагляду за страхуванням на внутрішньому і

міжнародному ринках. Принципами її є базові рекомендації співстрахування в цілому й окремих моментах ведення справи для регуляторів. Членством органу страхнагляду країни в цій організації зобов'язує використовувати в страховій практиці міжнародні принципи і стандарти Асоціації. Стандарти регулюють конкретні питання страхування: ліцензування, перевірку, обов'язки органів нагляду і самих страховиків. Стандарти IAIS суттєво розширюють функції страхового нагляду, а також встановлюють досить високу планку для всіх бажаючих зайнятися страховим бізнесом [109].

Значення індексу якості регулювання фінансового ринку країни будемо обчислювати як зважену середню величину повних оцінок дотримання країною ключових міжнародних стандартів, правил та принципів у сфері фінансового ринку. Це забезпечує всебічну структуру для оцінки аспектів незалежності, прозорості, відповідальності й цілісності.

Індекс якості регулювання ( $QGR_{FM}$ ) для окремої країни має наступний вигляд (2.1) [212]:

$$QGR_{FM} = \frac{1}{n} \left( \sum_{j=1}^n SCORE_j \right) \quad (2.1)$$

де  $n$  – кількість стандартів, що використовуються для отримання індексу;

$j$  – конкретний набір стандартів;

$SCORE$  – оцінка дотримання кожного стандарту, з використанням схеми для зважування (2.2):

$$SCORE_j = [0 \cdot nc_j + 0,33 \cdot pc_j + 0,66 \cdot bc_j + fc_j] \cdot 100 \quad (2.2)$$

де для кожного стандарту, ступінь дотримання його країною визначається так:

$1=nc$ (noncompliance) – недотримання;

2=pc(partial compliance) – часткове дотримання;

3=bc(broad compliance) – широке дотримання;

4=fc(full compliance) – повне дотримання;

9=not applicable/not answered – немає даних.

Тільки вагомні оцінки беруться до уваги (наприклад, пункти, за якими для країни немає даних, не включаються в перелік, використовуваний при оцінці) [212].

У табл. 2.5-2.10 наведено результати авторської оцінки виконання в Україні Цілей та принципів регулювання ринків цінних паперів IOSCO, Рекомендацій Групи 30 щодо стандартів і процедур ринків цінних паперів, Загальних принципів захисту прав споживачів фінансових послуг ОЕСР, Основних принципів ефективного банківського нагляду Базельського комітету, Правил прозорості монетарної і фінансової політики МВФ (IMF Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies), Стандартів IAIS щодо нагляду за страховою діяльністю. Це дослідження фактично сформувало вихідну базу для розрахунку індексу якості регулювання фінансового ринку України.

Таблиця 2.5 – Результати авторської оцінки виконання в Україні Цілей та принципів регулювання ринків цінних паперів IOSCO (у редакції 2010 р.) [169]

№	Принцип	Оцінка виконання по роках						
		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
I.	Принципи, які стосуються регулятора ринку цінних паперів							
1.	Повноваження регулятора повинні бути зрозумілими та конкретно визначеними	4	4	4	4	4	4	4
2.	Регулятор повинен бути незалежним та відповідальним у прийнятті рішень, здійсненні своїх функцій та повноважень	4	4	4	4	4	4	4
3.	Регулятор повинен мати відповідні повноваження, матеріально-технічні ресурси та здатність виконувати свої функції та покладені обов'язки	4	4	4	4	4	4	4
4.	Регулятор повинен забезпечувати чіткий та послідовний процес регулювання	3	3	3	3	3	4	4
5.	Співробітники регулятора повинні відповідати найвищим професійним стандартам, включаючи відповідні стандарти конфіденційності	4	4	4	4	4	4	4
6.	Регулятор повинен здійснювати або робити внесок до процесу моніторингу, мінімізації та управління системними ризиками у його компетенції	2	2	3	3	3	3	3

Продовження табл. 2.5

7.	Регулятор повинен постійно здійснювати або робити внесок до процесу перегляду обсягу (периметру) регулювання	1	1	1	1	1	2	2
8.	Регулятор повинен намагатись забезпечити уникнення, усунення, розкриття або управління іншим чином конфліктів інтересів та розбіжностей намірів	3	3	3	3	3	4	4
II. Принципи щодо саморегулювання								
9.	Якщо в регуляторній системі використовуються саморегулювні організації (СРО), які здійснюють окремі прямі повноваження з нагляду у їх відповідній сфері компетенції, такі СРО повинні підлягати нагляду регулятора та відповідати стандартам справедливості та конфіденційності при виконанні делегованих ним обов'язків	4	4	4	4	4	4	4
III. Принципи щодо правозастосування під час регулювання ринку цінних паперів								
10.	Регулятор повинен мати всеохоплюючі повноваження щодо проведення перевірок, розслідувань та нагляду за ринком	3	3	3	3	3	4	4
11.	Регулятор повинен мати всеохоплюючі повноваження щодо правозастосування	4	4	4	4	4	4	4
12.	Регуляторна система повинна забезпечувати ефективне та надійне використання повноважень з перевірок, розслідувань, нагляду та правозастосування та застосування ефективних програм з дотримання законодавства	4	4	4	4	4	4	4
IV. Принципи співробітництва у регулюванні								
13.	Регулятор повинен мати повноваження отримувати як відкрито, так і неопрілюднену інформацію стосовно діяльності національних та іноземних партнерів	4	4	4	4	4	4	4
14.	Регулятори повинні встановлювати механізми обміну інформацією, в яких вони встановлюватимуть, коли та як вони обмінюватимуться оприлюдненою та неопрілюдненою інформацією з національними та іноземними партнерами	3	3	3	3	3	3	4
15.	Регуляторна система повинна дозволяти надання допомоги іноземним регуляторам, які потребують її при виконанні своїх функцій та обов'язків	3	3	3	3	3	3	3
V. Принципи щодо діяльності емітентів								
16.	Необхідно забезпечити повне, достовірне та своєчасне розкриття інформації про фінансові результати, ризики та іншої інформації, яка є суттєвою для прийняття рішень інвесторами	3	3	3	3	3	3	3
17.	Ставлення до власників цінних паперів компанії повинно бути справедливим та рівноправним	3	3	3	3	3	3	3
18.	Стандарти бухгалтерського обліку, які використовуються емітентами для підготовки фінансових звітів, повинні бути високими та якісно відповідати міжнародним стандартам	4	4	4	4	4	4	4
VI. Принципи щодо діяльності аудиторів, кредитних рейтингових агентств та інших надавачів інформаційних послуг								
19.	Аудитори повинні підлягати відповідним рівням нагляду	4	4	4	4	4	4	4
20.	Аудитори повинні бути незалежними від осіб, які здійснюють емісію, та аудит яких вони проводять	4	4	4	4	4	4	4
21.	Стандарти аудиту повинні бути високими та якісно відповідати міжнародним стандартам	4	4	4	4	4	4	4

## Продовження табл. 2.5

22.	Кредитні рейтингові агентства повинні підлягати відповідним рівням нагляду. Регуляторна система повинна забезпечувати реєстрацію та поточний нагляд за рейтинговими агентствами, рейтинги яких використовуються в регуляторних цілях	1	2	3	3	3	3	3
23.	Інші особи, які пропонують інвесторам аналітичні послуги або послуги з оцінки повинні підлягати нагляду та регулюванню відповідно до впливу, який їх діяльність має на ринок, або рівню, відповідно до якого регуляторна система покладається на них	2	2	2	2	2	2	3
VI. Принципи щодо схем колективного інвестування								
24.	Регуляторна система повинна встановлювати стандарти відповідності, управління, організації та операційної поведінки для осіб, які мають бажання здійснювати ринкові операції або управління схемами колективного інвестування	4	4	4	4	4	4	4
25.	Регуляторна система повинна забезпечувати правила для юридичної форми та структури схем колективного інвестування, у тому числі сегрегацію та захист активів клієнтів	4	4	4	4	4	4	4
26.	Регулювання повинно вимагати розкриття інформації, як це встановлено у принципах, що стосуються емітентів, яке є необхідним для оцінки прийнятності схем колективного інвестування для конкретного інвестора та розмір інтересу інвестора у схемі	4	4	4	4	4	4	4
27.	Регулювання повинно забезпечувати належну та відкриту основу для оцінки активів, а також ціноутворення та погашення одиниць участі у схемах колективного інвестування	3	3	3	3	3	3	3
28.	Регулювання повинно забезпечувати, що хедж фонди/управляючі хедж фондами/радники підлягають відповідному нагляду	2	2	2	2	2	2	2
VIII. Принципи щодо діяльності ринкових посередників								
29.	Регулювання повинно забезпечувати мінімальні стандарти для входу на ринок ринкових посередників	4	4	4	4	4	4	4
30.	Для ринкових посередників повинні бути встановлені вимоги до початкового та поточного розміру капіталу та інші розумні вимоги, які відображають ризики, які беруть на себе посередники	4	4	4	4	4	4	4
31.	Ринкові посередники є предметом вимог щодо встановлення внутрішніх функцій, які забезпечують дотримання стандартів внутрішньої організації та операційної поведінки, та мають на меті захист інтересів клієнтів та їх активів, забезпечення належного управління ризиками – та згідно яких управління посередника приймає на себе основні обов'язки із зазначених питань	4	4	4	4	4	4	4
32.	Повинні бути встановлені процедури на випадок невиконання посередником своїх професійних обов'язків, які мінімізуватимуть шкоду та втрати інвесторів та зменшать систематичні ризики	4	4	4	4	4	4	4
IX. Принципи, які стосуються вторинного ринку								
33.	Створення торговельних систем, включаючи фондові біржі, повинно підлягати регуляторній авторизації та нагляду	4	4	4	4	4	4	4
34.	Регулювання повинно дозволяти виявляти та усувати маніпулювання та інші види недобросовісної торгівлі цінними паперами	2	2	2	2	2	2	2

## Продовження табл. 2.5

35.	Повинен забезпечуватися безперервний регуляторний нагляд за фондовими біржами та торговельними системами, який матиме на меті створення цілісності торговельного процесу та підтримується завдяки справедливим та рівним для всіх учасників правила регулювання, що забезпечать баланс між вимогами різних учасників ринку	4	4	4	4	4	4	4
36.	Регулювання повинно сприяти розвитку прозорості торгівлі	4	4	4	4	4	4	4
37.	Регулювання повинно мати на меті забезпечення належного управління активних операцій (які ставлять під ризик значну частину капітала банку), ризику невиконання своїх обов'язків сторонами та ситуацій негативного впливу на ринок	3	3	3	3	3	3	3
38.	Системи клірингу та розрахунків угод із цінними паперами повинна підлягати регуляторним та наглядовим вимогам, які розроблені з метою забезпечення ефективності, дієвості та справедливості таких систем, зменшуючи тим самим систематичний ризик	2	2	3	3	3	3	3

Таблиця 2.6 – Результати авторської оцінки виконання в Україні Рекомендацій Групи 30 щодо стандартів і процедур ринків цінних паперів [23]

№	Рекомендація	Оцінка виконання по роках						
		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
1	Звірення умов угод між усіма безпосередніми учасниками ринку (брокерами, ділерами та іншими членами біржі) має здійснюватися не пізніше, ніж на наступний робочий день після укладання угоди, тобто у день T+1	1	1	1	1	1	1	1
2	Непрямі учасники ринку (інституційні інвестори або інші учасники угод, які не є брокерами чи ділерами) повинні стати членами системи звірення угод, яка дозволяє підтверджувати інформацію про деталі угод	2	2	2	2	2	2	2
3	Кожна країна повинна мати розвинений та ефективно діючий Центральний депозитарій цінних паперів. Умови діяльності та управління депозитарієм повинні заохочувати поширення його послуг серед учасників ринку (як пряме, так і непряме)	2	2	2	2	2	2	2
4	Кожна країна має визначити шляхом вивчення обсягів ринку і дій його учасників, чи буде організація системи заліку угод корисна для зниження ризику і збільшення ефективності	4	4	4	4	4	4	4
5	Всі угоди мають виконуватися у суворій відповідності до принципу «поставка проти платежу»	2	2	2	2	2	2	2
6	Грошові платежі, пов'язані з виконанням угод по цінних паперах, мають здійснюватися єдиним чином по усіх фінансових інструментах і ринках на основі домовленості про зарахування фондів «в той же день»	1	1	1	1	1	1	1
7	Система «щоденного виконання» має бути прийнята на усіх ринках. У 1992 р. виконання угод має відбуватися через два робочих дні після укладання угоди, в день T+3	1	1	1	1	1	1	1
8	Позики цінних паперів мають бути підтримані як метод підвищення надійності при завершенні угод. Існуючі законодавчі та податкові бар'єри, які обмежують цю практику, мають бути усунені	1	1	1	1	1	1	1

## Продовження табл. 2.6

9	Кожна країна повинна прийняти стандарти Міжнародної організації зі стандартизації для документообігу по операціях з цінними паперами (стандарт ISO 7775). Країни мають використовувати систему нумерації цінних паперів ISIN у відповідності до стандарту ISO 6166, принаймні для міжнародних угод	2	2	2	2	4	4	4
---	--	---	---	---	---	---	---	---

Таблиця 2.7 – Результати авторської оцінки виконання в Україні Загальних принципів захисту прав споживачів фінансових послуг ОЕСР [248]

№	Принцип	Оцінка виконання по роках						
		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
1	Захист прав споживачів має стати невід’ємною частиною юридичної та нормативної бази й віддзеркалювати розмаїття ситуацій на національному та глобальному ринках. Регулювання в цій сфері має враховувати характеристики, тип і різноманітність фінансових продуктів та їхніх споживачів, адекватно реагувати на нові продукти, технології та механізми. При цьому мають бути створені потужні юридичні та судові механізми захисту прав споживачів від фінансового шахрайства, зловживань та помилок, а також система відповідних покарань. Надавачі фінансових послуг та їхні уповноважені представники підлягають відповідному регулюванню й нагляду з урахуванням особливостей послуг, які вони надають, та галузі, яку вони представляють.	2	2	2	2	2	3	3
2	Доцільним є створення спеціальних чи загальних органів нагляду, на які покладено відповідальність за захист прав споживачів фінансових послуг та надано необхідні для цього повноваження. Такі органи повинні мати чітко визначені обов’язки, ефективну систему управління, належні ресурси, чітко визначену та прозору правову базу. Органи нагляду мають дотримуватися високих професійних стандартів, включаючи відповідні стандарти конфіденційності інформації про споживачів та уникнення конфліктів інтересів. Необхідно сприяти міжнародному співробітництву між органами нагляду, особливо з питань захисту прав споживачів у сфері міжнародних операцій.	3	3	3	3	3	3	4
3	Надавачі фінансових послуг повинні відповідально та неупереджено ставитися до всіх категорій споживачів. Особливу увагу слід приділяти потребам фінансово вразливих груп населення.	2	2	2	2	2	2	2
4	Споживачі мають отримувати ключову інформацію про основні вигоди, ризики та умови використання фінансового продукту, про конфлікти інтересів, пов’язані з уповноваженим агентом, через якого реалізується продукт. Відповідну інформацію слід надавати на всіх стадіях роботи з клієнтом. Разом із тим, необхідно поширювати практику якомога ширшого розкриття інформації до моменту укладення угод, аби дозволити споживачам порівнювати фінансові продукти та послуги.	2	2	2	2	3	3	3
5	Особисті дані споживачів повинні бути належним чином захищені. Споживачі мають бути ознайомлені з цілями, заради яких збираються такі дані, та напрямками їх використання.	4	4	4	4	4	4	4



## Продовження табл. 2.7

6	Надавачі фінансових послуг та їхні уповноважені представники повинні працювати в інтересах своїх клієнтів та відповідати за забезпечення захисту їхніх прав. Вони мають оцінювати фінансовий потенціал, стан та потреби клієнтів з урахуванням особливостей тієї чи іншої операції. У разі виникнення конфліктів інтересів надавачі фінансових послуг мають забезпечити належне розкриття інформації, використання внутрішніх механізмів управління такими конфліктами або відмовитися від надання продукту чи послуги.	3	3	3	3	3	3	3
7	Основними чинниками захисту вкладів, заощаджень та інших фінансових активів від шахрайства, незаконного присвоєння чи неналежного використання мають стати актуальна та достовірна інформація про надавачів фінансових послуг та їхні продукти, а також ефективні механізми контролю.	2	2	2	2	2	2	2
8	Усі зацікавлені сторони мають сприяти фінансовій грамотності й обізнаності споживачів фінансових послуг. Необхідно розробити належні механізми, які допомагатимуть отримувачам споживачами відповідних знань для належного розуміння можливих ризиків, включаючи фінансові.	2	2	2	2	2	2	2
9	Важливим є запровадження ефективних механізмів розгляду та задоволення скарг. Ці механізми мають бути доступними, недорогими, справедливими та своєчасними. Для розгляду проблемних питань, які не були вирішені безпосередньо надавачами фінансових послуг, необхідно передбачити процедури їх незалежного розгляду.	3	3	3	3	3	3	3
10	Необхідно сприяти конкуренції у сфері надання фінансових послуг. Формування конкурентних ринків доцільно заохочувати як на національному, так і міжнародному рівні з метою розширення можливостей вибору фінансових послуг для споживачів, сприяння ринковому ціноутворенню та запровадженню інновацій, а також забезпечення високої якості обслуговування.	3	3	3	3	3	3	3

Таблиця 2.8 – Результати авторської оцінки виконання в Україні основних принципів ефективного банківського нагляду Базельського комітету [188]

№	Принцип	Оцінка виконання по роках						
		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
1	Цілі, незалежність, повноваження, прозорість та співробітництво: Ефективна система банківського нагляду повинна мати чітко визначені обов'язки і цілі для кожного органу, задіяного у надгляді за діяльністю банків. Кожен такий орган повинен мати операційну незалежність, прозорі процеси, надійне управління і адекватні ресурси та бути зобов'язаним звітуватися за виконання своїх обов'язків. Також необхідною є відповідна законодавча база для здійснення банківського нагляду, включаючи положення щодо надання дозволу на діяльність банків і здійснення постійного нагляду за ними; повноваження вирішувати питання дотримання законів, а також проблеми безпеки і надійності та правового захисту працівників нагляду. Мають бути запроваджені засоби обміну інформацією між органами нагляду та захисту конфіденційності інформації.	4	4	4	4	4	4	4

## Продовження табл. 2.8

2	Дозволені види діяльності: Дозволені види діяльності установ, які підлягають ліцензуванню і нагляду як банки, мають бути чітко визначені, а вживання слова «банк» у назвах має контролюватися якомога ширше.	4	4	4	4	4	4	4
3	Критерії ліцензування: Орган, що здійснює ліцензування, повинен мати повноваження встановлювати критерії і відхиляти заяви від установ, які не відповідають встановленим стандартам. Процес ліцензування, як мінімум, має складатися з оцінки структури власності і управління банку та його розширеної групи, включаючи придатність і відповідність директорів і вищого керівництва, оцінки стратегічного і операційного плану банку, внутрішнього контролю і управління ризиками, а також прогнозованого фінансового стану, у тому числі капітальної бази. У разі, якщо пропонується власником або материнською організацією є іноземний банк, необхідно отримати попередню згоду від органу нагляду країни походження банку.	4	4	4	4	4	4	4
4	Передача часток істотної участі: Орган нагляду має повноваження розглядати і відхиляти будь-які пропозиції щодо передачі іншим сторонам часток істотної участі або контрольних пакетів акцій в існуючих банках, які знаходяться в прямому або опосередкованому володінні.	3	3	3	3	3	3	3
5	Основні придбання: Орган нагляду повинен мати повноваження перевіряти за встановленими критеріями основні придбання чи вкладення банку, у тому числі організацію трансграничних операцій, підтверджуючи, що корпоративні утворення чи структури не наражають банки на небажані ризики або не перешкоджають ефективному нагляду.	3	3	3	3	3	3	3
6	Достатність капіталу: Органи нагляду повинні встановлювати для банків розумні і відповідні мінімальні вимоги щодо достатності капіталу, що відображають ризики, на які наражається банк, і визначати складові капіталу, зважаючи на його здатність покривати збитки. Принаймні для банків, які здійснюють міжнародну діяльність, ці вимоги не повинні бути нижчими, ніж встановлені Базельською угодою про капітал.	4	4	4	4	4	4	4
7	Процес управління ризиками: Органи нагляду повинні пересвідчитися в наявності у банків та банківських груп процедур для всебічного управління ризиками (включаючи відповідний контроль з боку Ради банку та вищого керівництва) для визначення, оцінки, моніторингу і контролю або зменшення усіх суттєвих ризиків, а також для оцінки їх загальної достатності капіталу по відношенню до їх профілю ризиків. Ці процеси повинні бути відповідними розміру і складності установи.	2	2	3	3	3	3	3
8	Кредитний ризик: Органи нагляду повинні пересвідчитися, що у банках існує процес управління кредитним ризиком, який враховує профіль ризиків установи, а також є пруденційні принципи і процедури для визначення, оцінки, моніторингу і контролю кредитного ризику (включаючи ризик контрагента). Це має включати процедури надання кредитів і здійснення інвестицій, оцінку якості таких кредитів і інвестицій та поточне управління кредитним і інвестиційним портфелями.	2	2	2	3	3	3	3
9	Проблемні активи і резерви для відшкодування можливих втрат: Органи нагляду мають бути переконані, що банки встановлюють і дотримуються адекватних принципів і процесів управління проблемними активами та оцінки достатності резервів для відшкодування можливих втрат.	2	3	3	3	3	3	3

## Продовження табл. 2.8

10	Обмеження на великі сумарні обсяги наданих кредитів (максимальний розмір ризику): Органи нагляду повинні пересвідчитися у тому, що банки мають політику та процедури, які дають можливість керівництву визначати й керувати концентраціями у портфелі, і органи нагляду мають встановлювати пруденційні ліміти для обмеження максимального розміру ризику щодо окремих осіб або груп пов'язаних осіб.	4	4	4	4	4	4	4
11	Кредитування споріднених осіб: З метою запобігання зловживанням при кредитуванні споріднених осіб (як у балансі, так і поза балансом) та вирішення питання конфлікту інтересів органи нагляду повинні встановити вимоги, щоб банки кредитували споріднені компанії і фізичних осіб з дотриманням принципу «на відстані витягнутої руки»; щоб здійснювався ефективний моніторинг такого кредитування; щоб вживалися належні заходи для контролю і зменшення ризиків; та щоб списання таких кредитів відбувалося згідно із стандартними принципами і процесами.	2	2	2	2	2	2	2
12	Ризик країни та ризик переказу: Органи нагляду повинні пересвідчитися, що банки мають відповідні принципи та процеси для визначення, оцінювання, моніторингу і контролю ризику країни та ризику переказу при здійсненні міжнародної діяльності з кредитування й інвестування, а також для підтримання адекватних резервів для відшкодування втрат за такими ризиками.	3	3	3	4	4	4	4
13	Ринковий ризик: Органи нагляду мають бути переконані у тому, що у банках існують принципи і процедури для ретельного визначення, оцінки, моніторингу і контролю ринкових ризиків; органи нагляду повинні мати повноваження щодо встановлення конкретних обмежень та/або спеціальних вимог до капіталу щодо ринкових ризиків, якщо на це є підстави.	2	2	2	2	2	2	2
14	Ризик ліквідності: Органи нагляду повинні бути переконані в наявності у банків стратегії управління ліквідністю, яка враховує профіль ризиків установи, наряду з пруденційними принципами й процесами для визначення, вимірювання, моніторингу та контролю ризику ліквідності, а також для управління ліквідністю на щоденній основі. Органи нагляду вимагають від банку наявності планів на випадок непередбачених обставин для вирішення проблем з ліквідністю.	2	2	2	2	2	2	2
15	Операційний ризик: Органи нагляду мають пересвідчитися в наявності у банків принципів і процедур управління ризиками для визначення, оцінювання, моніторингу і контролю/зменшення операційного ризику. Ці принципи і процедури мають відповідати розміру і ступеню складності діяльності банку.	2	2	2	2	2	2	2
16	Процентний ризик у банківській книзі: Органи нагляду мають пересвідчитися в наявності у банків ефективних систем для визначення, оцінювання, моніторингу та контролю процентного ризику в банківській книзі, включаючи чітко визначену стратегію, яка затверджена Радою і впроваджується вищим керівництвом банку; вони мають відповідати розміру і складності діяльності банку.	2	2	2	2	2	2	2
17	Методи нагляду: Ефективна система банківського нагляду має складатись з певних форм виїзного та безвиїзного нагляду, а також передбачати регулярні контакти з керівництвом банків.	4	4	4	4	4	4	4

## Продовження табл. 2.8

18	Фінансові зловживання: Органи нагляду повинні пересвідчитися в тому, що банки мають належні принципи та процедури, включаючи жорсткі правила «знай свого клієнта», які сприяють встановленню високих етичних та професійних стандартів у фінансовому секторі та запобігають навмисному чи ненавмисному використанню банку для здійснення злочинної діяльності.	3	3	3	4	4	4	4
19	Підхід до наглядової діяльності: Система ефективного банківського нагляду вимагає від наглядових органів належного розуміння операцій, здійснюваних кожним окремим банком та групою банків, а також банківською системою в цілому, з концентрацією уваги на її безпеці, надійності та стабільності.	2	2	2	2	2	2	3
20	Внутрішній контроль і аудит: Органи нагляду мають пересвідчитися в наявності в банках систем внутрішнього контролю, що є адекватними їх розміру та складності діяльності. Вони повинні включати чіткі механізми делегування повноважень і відповідальності; відокремлення функцій, пов'язаних із прийняттям банком на себе зобов'язань, виплатою його коштів та обліком його активів і зобов'язань; вивірку цих процесів; захист активів банку та відповідні незалежні функції внутрішнього аудиту і перевірки відповідності встановленим вимогам для визначення дотримання цих процедур контролю, а також чинних законів і нормативно-правових актів.	2	2	2	2	2	2	2
21	Наглядова звітність: Органи нагляду повинні мати засоби збору, розгляду та аналізу статистичної та іншої звітності банків, що подається до органу нагляду, на неконсолідованій і консолідованій основі, а також засоби незалежної перевірки достовірності цієї інформації шляхом проведення виїзних перевірок або залучення зовнішніх експертів.	4	4	4	4	4	4	4
22	Бухгалтерський облік та розкриття інформації: Органи нагляду повинні пересвідчитися в тому, що кожний банк належним чином здійснює бухгалтерський облік операцій відповідно до положень та практики ведення бухгалтерського обліку, що широко застосовується в світовій практиці, та оприлюднює на регулярній основі фінансову звітність, яка достовірно відображає його фінансовий стан та прибутковість.	4	4	4	4	4	4	4
23	Повноваження органів нагляду щодо застосування виправних дій: Органи нагляду повинні мати у своєму розпорядженні адекватні наглядові заходи для застосування своєчасних виправних дій. Ці заходи передбачають можливість, там де це потрібно, відкликати банківську ліцензію або надати рекомендації щодо її відкликання.	4	4	4	4	4	4	4
24	Консолідований нагляд: Важливим елементом банківського нагляду є здатність органів нагляду здійснювати нагляд за банківською групою на консолідованій основі, проводячи адекватний моніторинг і там, де це потрібно, застосовуючи відповідні пруденційні норми щодо усіх аспектів діяльності, що здійснюється групою у міжнародному масштабі.	1	1	1	1	2	2	2
25	Відносини між наглядовими органами країни походження та країни перебування: Консолідований нагляд з урахуванням закордонної діяльності потребує співпраці та обміну інформацією між органами нагляду країни походження та різними іншими органами нагляду, що залучені	4	4	4	4	4	4	4

## Продовження табл. 2.8

	до цього, головним чином з органами банківського нагляду країни перебування. Органи банківського нагляду повинні вимагати здійснення іноземними банками операцій у відповідній країні з дотриманням тих же стандартів, які застосовуються до національних установ.							
--	--	--	--	--	--	--	--	--

Таблиця 2.9 – Результати авторської оцінки виконання в Україні Правил прозорості монетарної і фінансової політики МВФ [186]

№	Правило	Оцінка виконання по роках						
		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
I	Чіткість ролей, обов'язків та цілей центральних банків у проведенні грошово-кредитної політики							
1.1	кінцеву мету (цілі) організаційно-правових основ грошово-кредитної політики слід чітко визначити у відповідному законодавстві або нормативно-правовому акті, в тому числі в законі про центральний банк, якщо це доцільно.	4	4	4	4	4	4	4
1.1.1	кінцеву мету (цілі) грошово-кредитної політики слід вказати в законодавстві, а також розкрити і роз'яснити громадськості.	4	4	4	4	4	4	4
1.1.2	Обов'язки центрального банку слід вказати в законодавстві.	4	4	4	4	4	4	4
1.1.3	у законодавстві, на підставі якого створено центральний банк, слід вказати, що центральний банк уповноважений використовувати інструменти грошово-кредитної політики для досягнення мети (цілей) цієї політики.	4	4	4	4	4	4	4
1.1.4	інформацію про інституційну відповідальність за проведення валютної політики слід розкривати громадськості.	4	4	4	4	4	4	4
1.1.5	загальні аспекти відповідальності за проведення грошово-кредитної політики та за інші функції, доручені центральному банку, повинні бути відображені в законодавстві.	4	4	4	4	4	4	4
1.1.6	якщо уряд має повноваження анулювати у виняткових випадках рішення центрального банку щодо заходів політики, то умови застосування такого права анулювання та механізм інформування про це громадськості слід відобразити в законодавстві.	9	9	9	9	9	9	9
1.1.7	порядку призначення, терміни перебування на посаді і будь-які загальні критерії відсторонення від посади керівників і членів керівних органів центрального банку повинні бути відображені в законодавстві.	3	3	3	3	3	3	3
1.2	слід чітко визначити організаційно-правову взаємозв'язок між операціями в грошово-кредитній і фінансовій сфері.	2	2	2	2	2	2	2
1.2.1	якщо допускаються кредити, аванси або овердрафти уряду з боку центрального банку, то інформацію про умови, при яких вони допускаються, а також про їх лімітах слід розкривати громадськості.	9	9	9	9	9	9	9
1.2.2	інформацію про суми і умови кредитів, авансів або овердрафту уряду з боку центрального банку і про депозити уряду в центральному банку слід розкривати громадськості.	9	9	9	9	9	9	9
1.2.3	відомості про порядок прямої участі центрального банку в операціях на первинних ринках державних цінних паперів, де це допускається, а також на вторинних ринках, слід розкривати громадськості.	9	9	9	9	9	9	9

Продовження табл. 2.9

1.2.4	участь центрального банку в інших секторах економіки (наприклад, за рахунок участі в акціонерному капіталі, членства в правліннях компаній, закупівель або надання платних послуг) має носити відкритий для громадськості характер і спиратися на чіткі принципи і процедури.	2	2	2	3	3	3	3
1.2.5	інформацію про порядок розподілу прибутків центрального банку та поповненні його капіталу слід розкривати громадськості.	3	4	4	4	4	4	4
1.3	слід чітко визначати агентські функції центрального банку, що виконуються від імені уряду.	4	4	4	4	4	4	4
1.3.1	слід інформувати громадськість про обов'язки центрального банку, якщо такі передбачені, (i) в справі управління внутрішнім і зовнішнім державним боргом та валютними резервами, (ii) як банкіра уряду, (iii) як фіскального агента уряду, а також (iv) в якості радника з економічної та фінансової політики і у сфері міжнародного співробітництва.	4	4	4	4	4	4	4
1.3.2	слід інформувати громадськість про розподіл обов'язків між центральним банком, міністерством фінансів або самостійним державним агентством щодо первинної емісії боргу, механізмів роботи на вторинних ринках, депозитарних установах та розрахунково-клірингових механізмах торгівлі державними цінними паперами.	4	4	4	4	4	4	4
II	Відкритість процесу вироблення рішень грошово-кредитної політики та надання інформації про ці рішення							
2.1	основи, інструменти і будь-які цільові орієнтири, що використовуються для досягнення цілей грошово-кредитної політики, слід розкривати громадськості та пояснювати.	3	3	3	3	3	3	3
2.1.1	слід розкривати і роз'яснювати громадськості порядок і практику, на підставі яких застосовуються інструменти грошово-кредитної політики і проводяться грошово-кредитні операції.	2	2	2	2	3	3	3
2.1.2	слід інформувати громадськість про правила і процедури, що регулюють відносини центрального банку і здійснювані ним операції з контрагентами в ході проведення грошово-кредитних операцій та в ході роботи на ринках.	3	3	3	3	3	3	3
2.2	якщо існує постійний орган, відповідальний за розробку грошово-кредитної політики, що проводить наради з оцінки базових змін в економіці, моніторингу процесу досягнення поставленої ним мети (цілей) грошово-кредитної політики та виробленні політики на майбутній період, то інформація про склад, структуру і функціях такого органу повинна розкриватися громадськості.	4	4	4	4	4	4	4
2.2.1	якщо орган з розробки політики проводить регулярні наради з оцінки базових змін в економіці, моніторингу процесу досягнення поставленої ним мети (цілей) грошово-кредитної політики та виробленні політики на майбутній період, то інформацію про графік майбутніх нарад такого органу слід розкривати громадськості.	2	2	2	2	2	2	2
2.3	слід своєчасно повідомляти громадськості про зміни в параметрах інструментів грошово-кредитної політики (за винятком заходів «тонкої настройки») і роз'яснювати їх	3	3	3	3	3	3	3
2.3.1	центральному банку слід інформувати громадськість (із заздалегідь оголошеним максимальним лагом) про основні міркування, що лежать в основі його рішень у сфері грошово-кредитної політики.	3	3	3	3	3	3	3

Продовження табл. 2.9

2.4	центральному банку слід робити періодичні публічні заяви про хід досягнення своєї мети (цілей) грошово-кредитної політики, а також про перспективи досягнення цієї мети (цілей). механізм оголошення таких заяв може змінюватись в залежності від основ грошово-кредитної політики, в тому числі режиму валютного курсу.	4	4	4	4	4	4	4
2.4.1	центральному банку слід періодично повідомляти громадськості про поставлених ним цілей грошово-кредитної політики, вказуючи, серед іншого, їх обґрунтування, по можливості, кількісні цільові показники та інструменти, а також найважливіші базові передумови.	3	3	3	3	3	3	3
2.4.2	центральному банку слід відповідно до визначеного графіком доводити до відома громадськості звіт про розвиток макроекономічної ситуації і про те, як вона може позначитися на досягненні мети (цілей) грошово-кредитної політики.	4	4	4	4	4	4	4
2.5	при розгляді пропозицій про внесення суттєвих технічних змін в структуру регулювання грошово-кредитної сфери слід виходити з переваги проведення консультацій з громадськістю у відповідні терміни.	2	2	2	2	2	2	2
2.6	слід розкривати громадськості норми, що регулюють порядок надання звітності фінансовими установами в центральний банк для цілей грошово-кредитної політики.	4	4	4	4	4	4	4
III	Громадянам доступ до інформації про грошово-кредитну політику							
3.1	форма подання і випуску інформації центральним банком повинна відповідати стандартам по охопленню, періодичності, своєчасності даних і доступу до них громадськості, не суперечити стандартам на поширення даних міжнародного валютного фонду.	4	4	4	4	4	4	4
3.2	центральному банку слід розкривати громадськості свій баланс за заздалегідь оголошеним графіку і після закінчення заздалегідь визначеного терміну розкривати громадськості вибірково агреговану інформацію про операції центрального банку на ринку.	4	4	4	4	4	4	4
3.2.1	баланси центрального банку в скороченій формі слід розкривати громадськості за заздалегідь оголошеним графіком з частою періодичністю детальні баланси центрального банку, що готуються на підставі встановлених і відображених в публічних документах стандартів бухгалтерського обліку, повинні розкриватися центральним банком громадськості не рідше одного разу на рік.	4	4	4	4	4	4	4
3.2.2	інформацію про грошово-кредитних операціях центрального банку, у тому числі про агрегованих обсяги та умови рефінансування або інших механізмів (за умови дотримання комерційної таємниці) слід розкривати громадськості за заздалегідь оголошеним графіком.	2	2	2	2	2	2	2
3.2.3	без порушення конфіденційності та таємниці інформації про окремих фірмах, агреговану інформацію про надзвичайну фінансову підтримку з боку центрального банку слід розкривати громадськості у відповідному звіті центрального банку, якщо така інформація не підриває фінансової стабільності.	4	4	4	4	4	4	4
3.2.4	інформацію про валютні резервних активах країни, пасивах і зобов'язаннях грошово-кредитних органів слід розкривати громадськості за заздалегідь оголошеним графіком відповідно до стандартів на поширення даних міжнародного валютного фонду.	4	4	4	4	4	4	4

## Продовження табл. 2.9

3.3	центральному банку слід створити службу громадської інформації та забезпечувати її функціонування.	4	4	4	4	4	4	4
3.3.1	у центральному банку повинна існувати програма випуску публікацій, у тому числі річного звіту.	4	4	4	4	4	4	4
3.3.2	старші посадові особи центрального банку повинні бути готові роз'яснювати громадськості мету (цілі) і показники роботи своєї організації, а також виходити з переваги опублікування текстів своїх виступів.	3	3	3	3	4	4	4
3.4	громадськість повинна мати безперешкодний доступ до текстів нормативних актів, що видаються центральним банком.	4	4	4	4	4	4	4
IV	Відповідальність і гарантії центрального банку							
4.1	посадові особи центрального банку повинні бути готові постати перед уповноваженим державним органом для звіту про проведення грошово-кредитної політики, роз'яснення мети (цілей) політики своєї організації, описи своєї роботи по досягненню цієї мети (цілей) і, якщо доцільно, обміну думками про становище в економіці та стан фінансової системи.	4	4	4	4	4	4	4
4.2	центральному банку слід розкривати громадськості перевірену аудиторами фінансову звітність про свою діяльність за заздалегідь оголошеним графіком.	1	1	1	1	1	1	1
4.2.1	аудиторські перевірки фінансових звітів повинні проводитися незалежним аудитором. інформація про політику бухгалтерського обліку та будь-які застереження щодо фінансової звітності повинні становити невід'ємну частину розкриваються для громадськості фінансових звітів.	1	1	1	1	1	1	1
4.2.2	слід інформувати громадськість про внутрішні процедури управління, необхідних для забезпечення сумлінності операцій, у тому числі про встановлений порядок проведення аудиторських перевірок.	1	1	1	1	1	1	1
4.3	інформацію про витрати і доходи, пов'язаних з діяльністю центрального банку, слід розкривати громадськості на щорічній основі.	1	1	1	1	1	1	1
4.4	слід інформувати громадськість про стандарти, які регулюють особисті фінансові справи посадових осіб та співробітників центрального банку, і правилах, спрямованих на запобігання використанню конфліктів інтересів в неправомірних цілях, у тому числі про загальну фідучіарної відповідальності.	1	1	1	1	1	1	1
4.4.1	слід інформувати громадськість про правовий захист посадових осіб та співробітників центрального банку при виконанні ними своїх посадових обов'язків.	1	1	1	1	1	1	1
V	Чіткість ролей, обов'язків та цілей фінансових агентств, відповідальних за проведення фінансової політики							
5.1	слід чітко закріпити, переважно у відповідному законодавстві або підзаконному акті, основну мету (цілі) та організаційно-правові основи діяльності фінансових агентств.	4	4	4	4	4	4	4
5.1.1	основну мету (цілі) фінансових агентств слід розкривати і роз'яснювати громадськості.	4	4	4	4	4	4	4
5.1.2	слід надавати громадськості інформацію про обов'язки фінансових агентств та їх повноваження з проведення фінансової політики.	4	4	4	4	4	4	4
5.1.3	інформацію про основні аспекти підзвітності фінансових агентств слід, по можливості, розкривати громадськості.	4	4	4	4	4	4	4



## Продовження табл. 2.9

5.1.4	по можливості, слід надавати громадськості інформацію про порядок призначення, терміни перебування на посаді і про будь-яких загальних критеріях відсторонення від посади керівників і членів керівних органів фінансових агентств.	2	2	2	3	3	3	3
5.2	слід розкривати громадськості інформацію про взаємини фінансових агентств.	3	3	3	3	3	4	4
5.3	слід розкривати громадськості інформацію про роль органів нагляду за платіжними системами розрахунків.	4	4	4	4	4	4	4
5.3.1	агентства, які здійснюють нагляд за платіжною системою, повинні сприяти своєчасному наданню громадськості інформації про загальні принципи політики (в тому числі, правилах управління ризиком), що впливають на міцність системоутворюючих платіжних систем.	3	3	3	3	3	4	4
5.4	якщо фінансові агентства здійснюють функції нагляду за саморегульованими організаціями (наприклад, платіжними системами), існуючі між ними взаємини слід розкривати громадськості.	1	1	1	1	1	1	1
5.5	якщо саморегульовані організації уповноважені нести часткову відповідальність за процес регулювання і нагляду, вони повинні керуватися тією ж належною практикою забезпечення прозорості, що й фінансові агентства.	1	1	1	1	1	1	1
VI	Відкритість процесу вироблення фінансової політики та надання відповідної інформації							
6.1	при проведенні своєї політики фінансові агентства повинні дотримуватися вимог прозорості з урахуванням міркувань конфіденційності та необхідності збереження дієвості заходів органів регулювання та нагляду.	4	4	4	4	4	4	4
6.1.1	основи регулювання та операційні процедури, що регулюють порядок проведення фінансової політики, слід розкривати і роз'яснювати громадськості.	4	4	4	4	4	4	4
6.1.2	слід інформувати громадськість про нормативні акти, що регулюють порядок звітності фінансових установ перед фінансовими агентствами.	4	4	4	4	4	4	4
6.1.3	слід інформувати громадськість про нормативні акти, що регулюють діяльність організованих фінансових ринків (у тому числі емітентів звертаються фінансових інструментів).	4	4	4	4	4	4	4
6.1.4	якщо фінансові агентства стягують збори з фінансових установ, структура таких зборів повинна розкриватися громадськості.	4	4	4	4	4	4	4
6.1.5	слід (де це доречно) розкривати громадськості інформацію про офіційні процедурах поширення інформації та порядок проведення консультацій між фінансовими агентствами (у тому числі центральними банками), вітчизняними і іноземними.	1	1	1	1	2	2	2
6.2	слід своєчасно публічно оголошувати і роз'яснювати суттєві зміни у фінансовій політиці.	4	4	4	4	4	4	4
6.3	фінансовим агентствам слід періодично публікувати звіти про хід досягнення ними загальних цілей політики.	3	3	3	3	3	4	4
6.4	при розгляді пропозицій про внесення суттєвих технічних змін в структуру фінансових нормативних актів слід виходити з переваги проведення громадських консультацій у відповідні терміни.	4	4	4	4	4	4	4
VII	Доступ громадськості до інформації про фінансової політики							
7.1	фінансовим агентствам слід регулярно звітувати перед громадськістю про найважливіші події в секторі (секторах) фінансової системи, за який (які) вони несуть відповідальність у встановленому порядку.	4	4	4	4	4	4	4

## Продовження табл. 2.9

7.2	фінансовим агентствам слід прагнути до забезпечення своєчасного та регулярного інформування громадськості про агрегованих звітних даних з питань, що входять в сферу їх повноважень, з урахуванням вимог конфіденційності.	4	4	4	4	4	4	4
7.3	фінансовим агентствам, по можливості, слід розкривати громадськості свої балансові звіти за заздалегідь оголошеним графіком, і в заздалегідь визначені терміни розкривати громадськості агреговану інформацію про угоди на ринках.	4	4	4	4	4	4	4
7.3.1	без порушення конфіденційності та таємниці інформації про окремих фірмах, агрегована інформація про надзвичайну фінансову підтримку з боку фінансових агентств повинна розкриватися громадськості у відповідному звіті, якщо така інформація не підриває фінансової стабільності.	2	2	2	2	2	2	2
7.4	фінансовим агентствам слід створити службу громадської інформації та забезпечувати її функціонування.	4	4	4	4	4	4	4
7.4.1	у фінансових агентствах повинна існувати програма випуску публікацій, у тому числі регулярного періодичного звіту перед громадськістю про їх основної діяльності, який повинен випускатися не рідше одного разу на рік.	4	4	4	4	4	4	4
7.4.2	старші посадові особи фінансових агентств повинні бути готові роз'яснювати громадськості мету (цілі) і показники роботи своєї організації, а також виходити з переваги опублікування текстів своїх виступів.	4	4	4	4	4	4	4
7.5	громадськість повинна мати безперешкодний доступ до текстів, що видаються фінансовими агентствами, нормативних актів та інших загальноприйнятних директив і керівних принципів.	4	4	4	4	4	4	4
7.6	при наявності гарантій страхування вкладів, гарантій для власників страхових полісів і будь-яких інших механізмів захисту активів клієнтів слід інформувати громадськість про суть і форму такого захисту, що діють операційних процедурах, про джерела фінансування таких гарантій, а також про результати роботи таких механізмів.	4	4	4	4	4	4	4
7.7	якщо фінансові агентства здійснюють нагляд за механізмами захисту споживачів (такими як процедури врегулювання спорів), інформація про такі механізми повинна розкриватися громадськості.	2	2	2	2	2	2	2
VIII	Відповідальність і гарантії фінансових агентств							
8.1	посадові особи фінансових агентств повинні бути готові до того, щоб предстати перед уповноваженим державним органом для звіту про проведення фінансовій політики, роз'яснення мети (цілей) політики своєї організації, опису своєї роботи по досягненню цієї мети (цілей) і, якщо доцільно, обміну думками про стан фінансової системи.	4	4	4	4	4	4	4
8.2	фінансовим агентствам, по можливості, слід розкривати громадськості фінансову звітність про свою діяльність за заздалегідь оголошеним графіком.	9	9	9	9	9	9	9
8.2.1	аудиторські перевірки фінансових звітів, якщо такі існують, повинні проводитися незалежним аудитором. Інформація про правила бухгалтерського обліку і будь-які застереження щодо фінансової звітності повинні становити невід'ємну частину розкриваються громадськості фінансових звітів.	9	9	9	9	9	9	9
8.2.2	слід інформувати громадськість про внутрішні процедури управління, необхідних для забезпечення сумлінності операцій, у тому числі про встановлений порядок проведення аудиторських перевірок.	1	1	1	1	1	1	1

## Продовження табл. 2.9

8.3	по можливості, інформацію про витрати і доходи операційного бюджету фінансових агентств слід розкривати громадськості на щорічній основі.	3	3	3	3	3	3	3
8.4	слід інформувати громадськість про стандарти, які регулюють особисті фінансові справи посадових осіб і співробітників фінансових агентств, і правилах, спрямованих на запобігання використанню конфліктів інтересів в неправомірних цілях, у тому числі про загальну фідучіарної відповідальності.	1	1	1	1	1	1	1
8.4.1	слід інформувати громадськість про правовий захист посадових осіб і співробітників фінансових агентств при виконанні ними своїх посадових обов'язки.	1	1	1	1	1	1	1

Таблиця 2.10 – Результати авторської оцінки виконання в Україні Стандартів IAIS щодо нагляду за страховою діяльністю [210]

№	Стандарт	Оцінка виконання по роках						
		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
1	Стандарт нагляду у сфері ліцензування (жовтень 1998 р.). Містить вимоги, яким має відповідати страховик, що домагається отримання ліцензії, а також принципи, які застосовуються до власне процедури ліцензування, включаючи аналіз змін в управлінні ліцензованими компаніями. Цей стандарт стосується тільки дорадчих аспектів ліцензування.	3	3	3	3	3	3	3
2	Стандарт наглядових органів з інспектування на місцях (жовтень 1998 р.). Метою документу є забезпечення інспекторів-наглядачів за страховою діяльністю деякими загальними стандартами органів нагляду для проведення інспекцій на місцях. Документ складається з трьох основних частин: - найважливіші цілі інспекцій на місцях; - опис процедури проведення інспекцій на місцях; - організація процесу інспектування на місці.	3	3	3	3	3	3	3
3	Стандарт нагляду за деривативами (жовтень 1998 р.). Визначає принципи здійснення з боку наглядових органів оцінки того, як страховики контролюють ризики по операціях з деривативами. При цьому мають враховуватися такі фактори, як досвід роботи страховика у цій сфері, юридичні повноваження інспекторів, роль зовнішніх аудиторів та ін.	2	2	2	2	2	2	2
4	Стандарт нагляду за управлінням активами страховими компаніями (грудень 1999 р.). Визначає принципи здійснення з боку наглядових органів оцінки того, як страховики повинні контролювати ризики, пов'язані з їх інвестиційною діяльністю. Для цього рекомендується використовувати певний контрольний список з описом суттєвих елементів надійної системи управління активами, а також основи для звітності за повним спектром інвестиційної діяльності.	3	3	3	3	3	3	3
5	Стандарт координації нагляду за діяльністю груп (жовтень 2000 р.). Цей документ стосується міжнародних страхових груп та інших міжнародних фінансових груп, які здійснюють страхову діяльність. Розглядаються питання координації наглядової діяльності щодо регульованих установ у рамках таких фінансових груп, коли всебічний нагляд за діяльністю груп може з користю доповнювати нагляд за діяльністю окремих ліцензованих юридичних осіб. Також наглядовим органам надаються інструктивні положення щодо можливого визначення координатора або координаторів, а також переліку елементів, з яких наглядові органи могли б вибрати ті, що визначатимуть роль та обов'язки координаторів в надзвичайних обставинах та за звичайних умов.	3	3	3	3	3	4	4

## Продовження табл. 2.10

6	Стандарт нагляду за обміном інформацією (січень 2002 р.). Метою даного стандарту є поєднання в єдиному документі умов, які слід застосовувати для обміну інформацією для органів нагляду за страховою діяльністю. Рекомендується використовувати там, де йдеться про обмежену для розповсюдження або конфіденційну інформацію, визнаючи той принцип, що обов'язкове збереження таємниці поширюється на всі органи нагляду за страховою діяльністю.	3	3	3	3	3	3	3
7	Стандарт оцінки забезпечення перестраховування первинних страховиків та надійність їхніх перестраховиків (січень 2002 р.). Допомагає органам нагляду за страховою діяльністю керуватися необхідними орієнтирами при оцінці використання страховиками механізмів перестраховування. В документі знайшли відображення політика і процедури, яких повинні дотримуватися компанії, а також підходи наглядових органів до оцінки адекватності забезпечення перестраховування кожної компанії.	3	4	4	4	4	4	4
8	Стандарт нагляду за перестраховиками (жовтень 2003 р.). Вимоги нагляду відповідно до цього стандарту включають в себе вимоги до фінансового стану компанії, внутрішнього контролю і розкриття інформації. Ці аспекти наглядової бази мають бути адаптовані до природи клієнта і характеристик ризиків, які приймаються.	4	4	4	4	4	4	4

У результаті розрахунків, здійснених нами на основі даних табл. 2.5-2.10, були отримані значення, наведені в табл. 2.11.

Таблиця 2.11 – Індикатори виконання в Україні основних вимог міжнародних організацій щодо діяльності фінансового ринку (розраховано автором)

Показники	Роки							Відхилення 2013 р. до 2007 р.
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	
Індикатор виконання в Україні Цілей та принципів регулювання ринків цінних паперів IOSCO	77,87	78,74	81,34	81,34	81,34	84,89	86,66	8,79
Індикатор виконання в Україні Рекомендацій Групи 30 щодо стандартів і процедур ринків цінних паперів	25,78	25,78	25,78	25,78	33,22	33,22	33,22	7,44
Індикатор виконання в Україні Загальних принципів захисту прав споживачів фінансових послуг ОЕСР	52,90	52,90	52,90	52,90	56,20	59,50	62,90	10,00
Індикатор виконання в Україні Основних принципів ефективного банківського нагляду Базельського комітету	63,76	65,08	66,40	70,44	71,76	71,76	73,08	9,32
Індикатор виконання в Україні Правил прозорості монетарної і фінансової політики МВФ	70,91	71,36	71,36	72,22	73,54	74,88	74,88	3,97
Індикатор виконання в Україні Стандартів IAIS щодо нагляду за страховою діяльністю	66,13	70,38	70,38	70,38	70,38	74,63	74,63	8,5
Середньозважене значення індикатора якості регулювання на фінансовому ринку України	67,66	68,47	69,27	70,27	71,67	73,51	74,31	6,65

Із даних табл. 2.11 видно, що за період 2007-2013 рр. загальний індекс якості регулювання на фінансовому ринку України зростає. Так, якщо в 2007 р. він становив 67,66, то в 2013 р. – 74,31, що, безперечно, позитивно характеризує діяльність органів регулювання та стан управління ринком. Однак, існують досить значні розбіжності у рівнях виконання стандартів, правил і принципів, розроблених різними міжнародними організаціями.

Так, найкраще виконуються Цілі та принципи регулювання ринків цінних паперів IOSCO. Також досить високі показники виконання мають Правила прозорості монетарної і фінансової політики МВФ, Стандарти IAIS щодо нагляду за страховою діяльністю та Основні принципи ефективного банківського нагляду Базельського комітету. У той же час дуже низькими є значення індексу для Рекомендацій Групи 30 щодо стандартів і процедур ринків цінних паперів. Хоча варто відзначити, що усі групи індексів продемонстрували позитивну динаміку зміни, отже, мало місце покращення у впровадженні їх на вітчизняному фінансовому ринку. Відповідно, регулювання на фінансовому ринку України стало більш якісним. Отримавши такі висновки, вважаємо за необхідне дослідити, як впливає якість регулювання фінансового ринку на показники його стійкого розвитку.

### 2.3 Вивчення взаємозв'язків якості регулювання та показників стійкого розвитку фінансового ринку України

Для підтвердження або спростування гіпотези про наявність кореляції між рівнем якості регулювання фінансового ринку України та стабільністю вітчизняної фінансової системи побудуємо кореляційну залежність між двома показниками: індексом стабільності фінансової системи (FSSI) та індексом якості регулювання фінансового ринку ( $QGR_{FM}$ ).

Індекс стабільності фінансової системи (FSSI) має вигляд (2.3) [212]:

$$FSSI = credit / GDP \cdot [0,5(CAR + NPLs)] \quad (2.3)$$

де  $credit/GDP$  – частка банківських кредитів приватному сектору у ВВП;

$CAR$  – коефіцієнт достатності банківського капіталу;

$NPLs$  – частка прострочених кредитів.

Індекс стабільності фінансової системи складається з двох індикаторів:  $CAR$  та  $NPLs$ .  $CAR$  є основним показником стійкості фінансових установ до потрясінь щодо балансу, а  $NPLs$  показує якість портфеля фінансових установ і, в кінцевому підсумку, їх платоспроможність.

Індекс зважується на основі частки банківських кредитів приватному сектору у ВВП, щоб відобразити ступінь розвитку фінансового посередництва в країні – підхід, що є найбільш доцільним для міжнародних зіставлень [212].

Вихідні дані для розрахунку індексу стабільності фінансової системи представлені в табл. 2.12.

Індекс стабільності фінансової системи України в 2007-2013 рр. та його взаємозалежність із індексом якості регулювання фінансового ринку України представлений на рис. 2.2.

Таблиця 2.12 – Вихідні дані для побудови індексу стабільності фінансової системи України [278]

Показники	Роки						
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Частка банківських кредитів приватному сектору у ВВП	0,582	0,884	0,906	0,784	0,71	0,693	0,751
Коефіцієнт достатності банківського капіталу	0,116	0,129	0,131	0,146	0,148	0,15	0,151
Частка прострочених кредитів	0,481	0,039	0,137	0,153	0,147	0,165	0,129

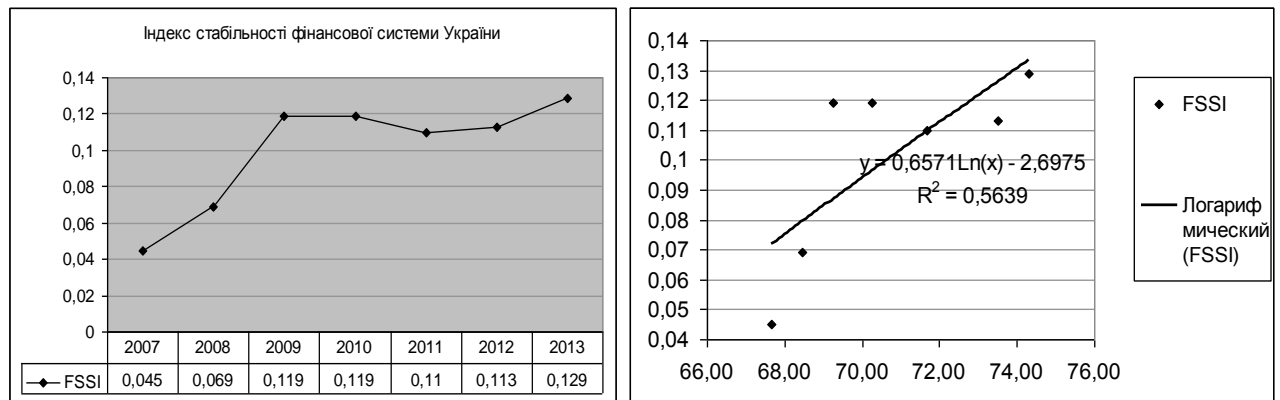


Рисунок 2.2 – Індекс стабільності фінансової системи України у 2007-2013 рр.

Як видно з рисунку, має місце логарифмічна залежність стабільності вітчизняної фінансової системи від якості регулювання фінансового ринку, що описується рівнянням  $y = 0,657\text{Ln}(x) - 2,6975$ . Отже, наявний прямий кореляційний зв'язок помірного ступеня щільності.

Розглянемо вплив якості регулювання на інші показники, що характеризують стійкість розвитку окремих сегментів фінансового ринку (табл. 2.13). Вихідні дані для аналізу містяться в додатку Г. Серед досліджених нами показників було встановлено щільний зв'язок між якістю регулювання фінансового ринку та 19 індикаторами стійкого розвитку його різних сегментів, які розглянемо нижче більш детально.

#### I. Показники стійкого розвитку сегменту депозитних корпорацій

##### 1) Показники фінансової стійкості та структури капіталу банків (рис. 2.3).

Співвідношення недіючих кредитів банків без урахування резервів до їх капіталу – коефіцієнт достатності основного капіталу і важливий індикатор потенціалу банківського капіталу витримувати збитки від проблемних кредитів. Зростаюча якість державного регулювання фінансового сектору в Україні за період 2007-2013 рр., безумовно, позитивно вплинула на розвиток фінансового ринку, однак при цьому мав місце певний негативний ефект (рис. 2.3).

Таблиця 2.13 – Результати дослідження взаємозв'язку між якістю регулювання фінансового ринку України та показниками, що характеризують стійкість розвитку окремих його сегментів (розраховано на основі [230, 277, 278])

Група індикаторів	Показник	Сутність	Рівняння регресії	Коефіцієнт кореляції	Зв'язок			
Індикатори стійкого розвитку сегменту депозитних корпорацій	Підбір показників – за методологією МВФ	RCRA	Співвідношення регулятивного капіталу банків до їх зважених за ризиком активів	$RCRA = 58,675Ln(QGR_{FM}) - 232,4$	0,836	сильний		
		NLNPC	Співвідношення недіючих кредитів банків без урахування резервів до капіталу	$NLNPC = 297,91Ln(QGR_{FM}) - 1243,1$	0,839	сильний		
		NLTGL	Співвідношення недіючих кредитів банків до сукупних валових кредитів	$NLTGL = 154,66Ln(QGR_{FM}) - 646,09$	0,873	сильний		
		RA	Норма прибутку на активи банків	-	0,031	слабкий		
		RC	Норма прибутку на капітал банків	-	0,082	слабкий		
		IMGI	Співвідношення процентної маржі банків до їх валового доходу	$IMGI = 0,0304 QGR_{FM}^{1,7866}$	0,557	середній		
		LAR	Співвідношення ліквідних активів банків до їх загальних активів	$LAR = 130,1Ln(QGR_{FM}) - 537,93$	0,911	сильний		
		LASL	Співвідношення ліквідних активів банків до їх короткострокових зобов'язань	$LASL = 723,48Ln(QGR_{FM}) - 3012,2$	0,841	сильний		
		NOPFE	Співвідношення чистої відкритої позиції банків в іноземній валюті до їх капіталу	$NOPFE = 998970e^{-0,1557 QGR_{FM}}$	-0,553	середній		
		SDTL	Співвідношення банківських кредитів за секторами економіки до сукупних валових кредитів (частка резидентів у сукупних валових кредитах)	-	0,112	слабкий		
		CA	Співвідношення капіталу банків до активів	$CA = 34,312Ln(QGR_{FM}) - 132,25$	0,897	сильний		
		LEC	Співвідношення великих відкритих позицій банків до капіталу	-	0,224	слабкий		
		GDTL	Співвідношення банківських кредитів за географічним розподілом до сукупних валових кредитів (частка внутрішньої економіки в сукупних валових кредитах)	-	0,112	слабкий		
		TITI	Співвідношення доходу банків від торговельних операцій до їх валового доходу	$TITI = 1E+22 QGR_{FM}^{-11,523}$	-0,676	середній		
		PENE	Співвідношення витрат банків на утримання персоналу до їх непроцентних витрат	$PENE = 2E+07 QGR_{FM}^{-3,0351}$	-0,866	сильний		
		NEGI	Співвідношення непроцентних витрат банків до їх валового доходу	$NEGI = 186,77Ln(QGR_{FM}) - 733,86$	0,904	сильний		
		Індикатори стійкого розвитку ринку цінних паперів	Підбір показників – за методологією Світового банку	SLDR	Спред між ставками за кредитами і депозитами банків (базисні пункти)	-	-0,008	слабкий
				SHLIR	Спред між найвищою та найнижчою міжбанківськими ставками (базисні пункти)	$SHLIR = 0,2562 QGR_{FM} - 15,612$	0,756	сильний
FLTL0	Співвідношення кредитів банків в іноземній валюті до сукупних валових кредитів			$FLTL0 = 4437,5e^{-0,0637 QGR_{FM}}$	-0,896	сильний		
FLTLi	Співвідношення зобов'язань банків в іноземній валюті до сукупних зобов'язань			$FLTLi = 668,17e^{-0,036 QGR_{FM}}$	-0,803	сильний		
SMC	Співвідношення капіталізації фондового ринку до ВВП			-	-0,239	слабкий		
SMR	Доходність на фондовому ринку (щорічна зміна)			$SMC = 563,13Ln(QGR_{FM}) - 2398$	0,551	середній		
SMTV	Співвідношення обсягу торгів на фондовому ринку до ВВП			$SMTV = 7E-06e^{0,1746 QGR_{FM}}$	0,859	сильний		
SMTR	Коефіцієнт оборотності фондового ринку			$SMTV = 9E-30 QGR_{FM}^{16,131}$	0,813	сильний		
SPV	Волатильність фондового ринку			$SPV = 9E+14 QGR_{FM}^{-7,1983}$	-0,960	сильний		
Індикатори стійкого розвитку страхового ринку	Підбір показників – за методологією Світового банку			ICA	Співвідношення активів страхових компаній до ВВП	$ICA = 0,2886 QGR_{FM} - 16,957$	0,862	сильний
		LIPV	Співвідношення обсягу премій зі страхування «life» до ВВП	$LIPV = 0,0004e^{0,08 QGR_{FM}}$	0,865	сильний		
		NIPV	Співвідношення обсягу премій зі страхування «non-life» до ВВП	$NIPV = -7,9648Ln(QGR_{FM}) + 35,805$	-0,912	сильний		
Індикатори стійкого розвитку сегменту інших небанківських фінансових установ	Підбір показників – за методологією Світового банку	FSD	Співвідношення депозитів небанківських фінансових установ до ВВП	$FSD = 0,4092 QGR_{FM}^{1,0453}$	0,543	середній		
		GLV	Співвідношення сукупного обсягу лізингу до ВВП	-	-0,006	слабкий		
		TFV	Співвідношення загального обсягу факторингу до ВВП	-	-0,107	слабкий		
		PFA	Співвідношення активів пенсійних фондів до ВВП	$PFA = 1,0642Ln(QGR_{FM}) - 4,4116$	0,907	сильний		
		NFIA	Співвідношення активів небанківських фінансових установ до ВВП	$NFIA = 0,6174 QGR_{FM} - 38,078$	0,845	сильний		



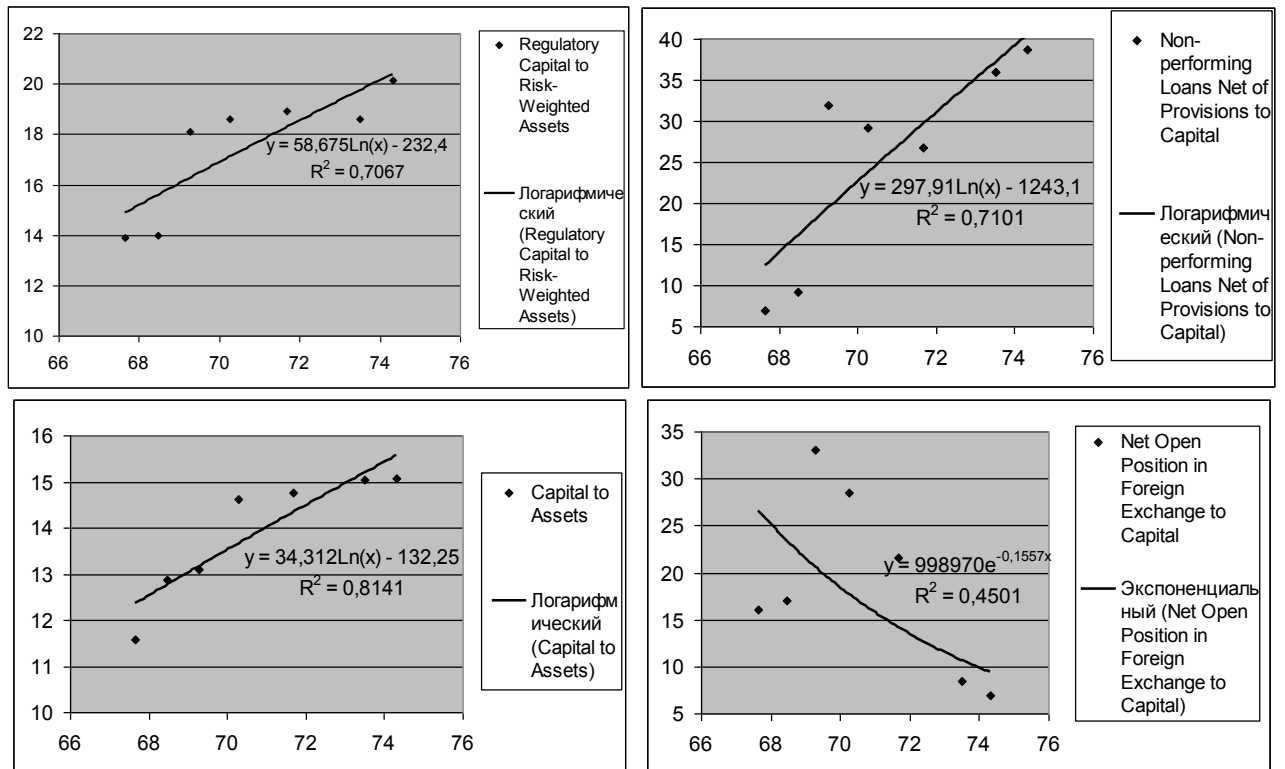


Рисунок 2.3 – Взаємозалежність між індексом якості регулювання фінансового ринку та показниками фінансової стійкості і структури капіталу банків в Україні за 2007-2013 рр.

Так, загальне погиршення економічної ситуації та поліпшення середовища для діяльності фінансових установ після фінансової кризи призвело до розширення обсягів банківського кредитування, а відповідно, й збільшення частки недіючих кредитів. Особливо різкі зміни показника відбулися в кризовому 2009 році, однак у подальшому він зменшувався, що свідчить про стабілізацію ситуації на ринку. Зростання мало місце і в 2012-2013 рр., однак воно було досить помірним. Як і у попередньому випадку, прямий зв'язок між аналізованими показниками має високу щільність, про що свідчить відповідний коефіцієнт кореляції (0,839).

Співвідношення капіталу банків до активів – показник ступеня, в якому активи банків фінансуються за рахунок інших джерел, ніж власні кошти; є свідченням міри достатності капіталу банківського сектора. Він також вимірює фінансовий важіль й іноді називається коефіцієнтом левериджу. Даний показник протягом 2007-2013 рр. в Україні демонстрував щільний зв'язок із якістю

регулювання фінансового ринку (коефіцієнт кореляції склав 0,814), а отже покращення якості регулювання мало дуже істотний вплив на співвідношення капіталу до активів (рис. 2.3). Отже, фінансова стійкість банківських установ, що функціонують в умовах вітчизняного фінансового ринку, збільшилася.

Співвідношення чистої відкритої позиції банків в іноземній валюті до їх капіталу – показник чутливості до ринкового ризику, що призначений для відображення можливості депозитних установ компенсувати ризику обмінних курсів порівняно з капіталом. Він вимірює невідповідність позицій активів і зобов'язань у іноземній валюті, щоб оцінити вразливість до змін обмінних курсів (рис. 2.3). Поліпшення якості регулювання на фінансовому ринку на даний показник вплинуло помірно, на що вказує відповідний коефіцієнт кореляції (-0,553). Характер зв'язку між показниками є зворотнім, а отже унаслідок зростання якості державного регулювання фінансового ринку відбулося зменшення рівня ризиків діяльності депозитних установ.

## 2) Показники ліквідності та якості активів банків (рис. 2.4).

Співвідношення недіючих кредитів банків до сукупних валових кредитів – показник, що використовується для визначення якості активів і виявлення проблем із якістю активів у кредитному портфелі. В Україні даний показник за 2007-2013 рр. збільшувався, причому найбільш різке збільшення мало місце в 2009 р., унаслідок кризових явищ в економіці (рис. 2.4). Однак поліпшення якості регулювання фінансового ринку стримало подальше збільшення питомої ваги недіючих кредитів, і в 2010-2013 рр. нарощування їх частки не було стрімким. Зв'язок між показниками є щільним, а його характер – прямим, що підтверджується коефіцієнтом кореляції (0,873).

Співвідношення ліквідних активів банків до їх загальних активів – показник ліквідності активів, що показує ліквідність, наявну, щоб задовольнити очікувані й несподівані запити на готівкові кошти. Рівень ліквідності вказує здатність банківського сектору протистояти потрясінням та шокам. Протягом 2007-2013 рр. даний показник в Україні досить істотно зріс, чому сприяло значною мірою покращення якості регулювання фінансового ринку (рис. 2.4). Після зни-

ження 2009 р. нарощування ліквідності активів відбувалося досить швидкими темпами, особливо в 2012 р.. Отже, підвищення вимог до якості активів з боку регулюючих органів позитивно відобразилося на їх реальному складі. Зв'язок між аналізованими показниками є прямим та дуже щільним (коефіцієнт кореляції становить 0,911).

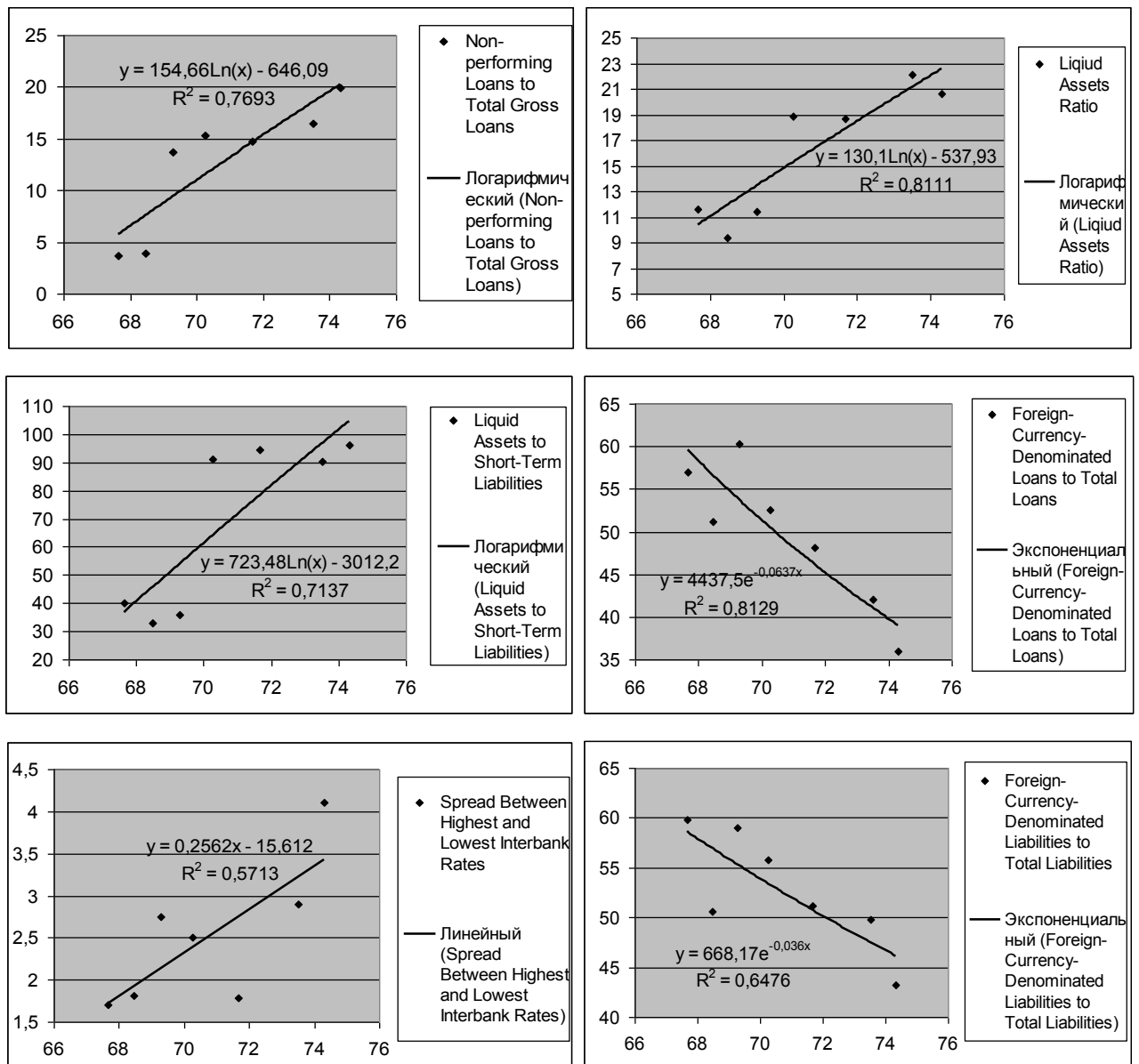


Рисунок 2.4 – Взаємозалежність між індексом якості регулювання фінансового ринку та показниками ліквідності і якості активів банків в Україні за 2007-2013 рр.

Співвідношення ліквідних активів банків до їх короткострокових зо-

бов'язань – показник ліквідності активів, призначений для виявлення невідповідності між ліквідністю активів і зобов'язань, що дає уявлення про ступінь, в якій банки можуть задовольнити короткострокові вилучення коштів, не стикаючись із проблемами ліквідності. Покращення якості регуляторного управління фінансовим ринком України в 2007-2013 рр. мало суттєвий позитивний вплив на даний показник, банківські установи наростили ліквідність порівняно із короткостроковими зобов'язаннями та стали більш стійкими до потрясінь (рис. 2.4). Особливо динамічним був приріст аналізованого показника в 2010-2011 рр., що безперечно, позитивно характеризує діяльність органів регулювання фінансового ринку України. Зв'язок між аналізованими показниками є прямим та щільним (коефіцієнт кореляції складає 0,841).

Співвідношення кредитів банків у іноземній валюті до сукупних валових кредитів – індикатор якості активів, що вимірює відносний розмір кредитів у іноземній валюті щодо загального обсягу кредитів, і тому відстежує вплив як кредитного, так і валютного ризиків. При зростанні показника якості регулювання фінансового ринку мало місце зменшення питомої ваги кредитів в іноземній валюті. Частка кредитів в іноземній валюті має високу щільність зв'язку із якістю регулювання фінансового ринку, що підтверджується коефіцієнтом кореляції (-0,896) (рис. 2.4).

Спред між найвищою та найнижчою міжбанківськими ставками – дуже інформативний індикатор ліквідності банків, що вказує на проблеми з ліквідністю і нестійкість банків. Великий розрив у міжбанківських ставках може сигналізувати, що деякі установи сприймаються їх колегами як вразливі. На даний показник поліпшення регуляторного управління на фінансовому ринку мало значний вплив, оскільки запроваджені норми й стандарти протягом аналізованого періоду стосувалися також і міжбанківських відносин (рис. 2.4). Зв'язок між аналізованими показниками є прямим та має досить високу щільність (коефіцієнт кореляції – 0,756).

Співвідношення зобов'язань банків в іноземній валюті до сукупних зобов'язань – показник якості активів, що вимірює відносну важливість фінансу-

вання в іноземній валюті в загальній сумі зобов'язань. Висока залежність від зовнішніх валютних запозичень (особливо короткого терміну погашення) може сигналізувати, що депозитні установи приймають великі ризики. Вплив якості регулювання на даний показник був досить суттєвим, що підтверджується значимим коефіцієнтом кореляції (-0,803). Характер зв'язку є зворотнім, що свідчить про зменшення рівня депозитних ризиків та позитивно характеризує стійкість банківської системи (рис. 2.4).

### 3) Показники прибутковості банків (рис. 2.5)

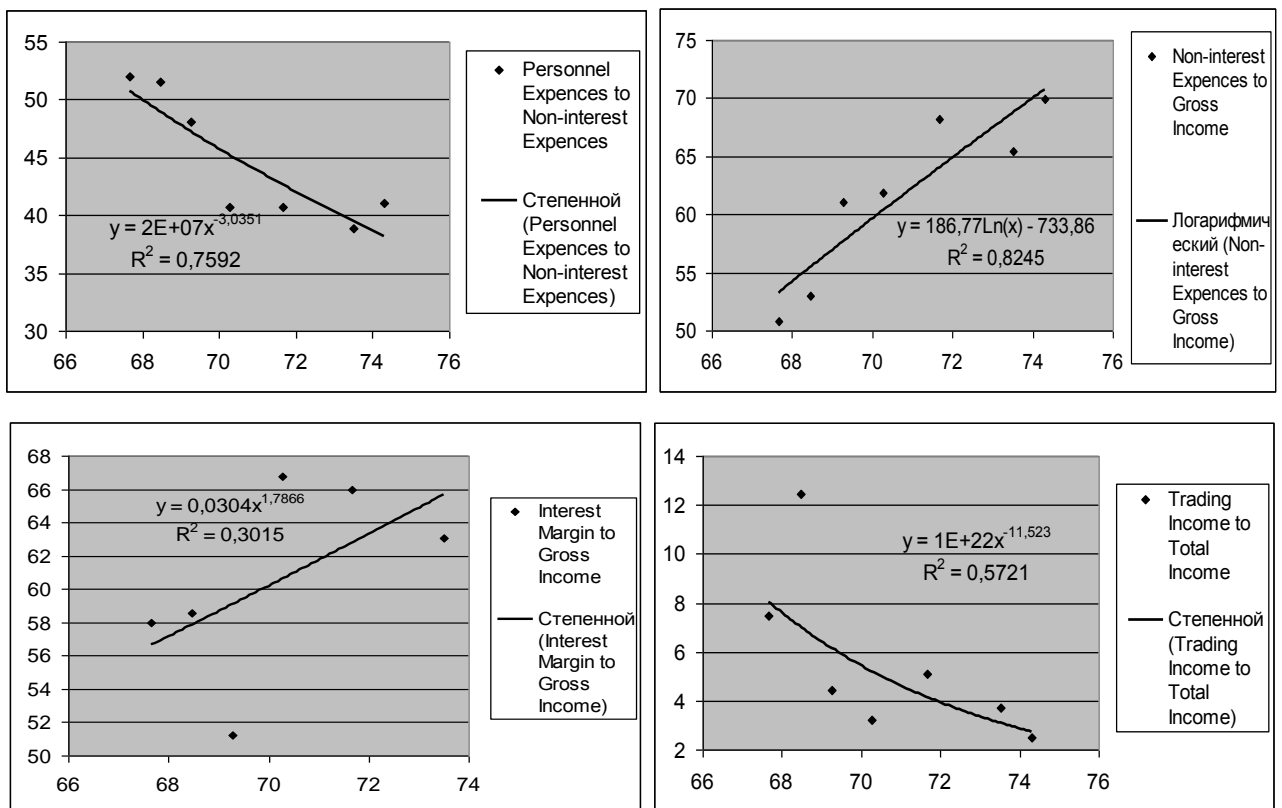


Рисунок 2.5 – Взаємозалежність між індексом якості регулювання фінансового ринку та показниками прибутковості банків в Україні за 2007-2013 рр.

Співвідношення витрат банків на утримання персоналу до їх непроцентних витрат – показник доходів і прибутковості, що дає уявлення про ефективність діяльності банків [35]. Вплив показника якості регулювання фінансового ринку на даний показник в Україні є досить значним, що підтверджується коефіцієнтом кореляції -0,866 (рис. 2.5). Співвідношення витрат банків на утримання

персоналу до їх непроцентних витрат зменшувалося, особливо після фінансової кризи, а отже зростала ефективність діяльності банківських установ в Україні протягом аналізованого періоду.

Співвідношення непроцентних витрат банків до їх валового доходу – показник прибутковості, що вимірює розмір адміністративних витрат відносно валового доходу, тобто визначає ефективність використання депозитними установами ресурсів. Покращення якості регуляторного управління на фінансовому ринку здійснило вплив на даний показник, причому зв'язок є досить щільним та прямим (коефіцієнт кореляції склав 0,904) (рис. 2.5).

Співвідношення процентної маржі банків до їх валового доходу – показник рентабельності, що вимірює відносну частку чистого процентного доходу щодо сукупного доходу. Для банків з низьким борговим навантаженням цей індикатор має бути вищим. Поліпшення якості регулювання фінансового ринку України мало певний вплив на даний показник, однак зв'язок є середньої щільності (коефіцієнт кореляції склав 0,557), а отже фінансові установи отримали можливість незначним чином підвищити рівень своїх процентних доходів та ефективності діяльності (рис. 2.5).

Співвідношення доходу банків від торговельних операцій до їх валового доходу – індикатор доходів та прибутковості, що призначений для виявлення частки доходу депозитних установ від діяльності на фінансовому ринку, включаючи торгівлю валютою, тобто він вимірює залежність депозитних установ від ринкової діяльності в генеруванні прибутку. На даний показник поліпшення регуляторного управління на фінансовому ринку мало помірний вплив, проте загалом вітчизняні депозитні установи не покладаються у своїй роботі на діяльність на фінансовому ринку, а мають інші пріоритети, а крім того, не зважаючи на певне покращення ринкових умов, фінансовий ринок залишається в Україні недостатньо розвиненим (рис. 2.5). Характер зв'язку між показниками є зворотнім, що підтверджується коефіцієнтом кореляції (-0,676).

Рентабельність активів – індикатор банківської прибутковості, призначений для вимірювання ефективності депозитних установ у використанні своїх

активів. Підвищення регулівних вимог щодо діяльності суб'єктів господарювання загалом не сприяє зростанню показників рентабельності (коефіцієнт кореляції склав 0,031), хоча й чинить позитивний вплив на якісні показники активів та ряд другорядних показників банківської рентабельності.

Рентабельність капіталу – індикатор банківської прибутковості, призначений для вимірювання ефективності депозитних установ у використанні свого капіталу. Упровадження більшої кількості регулівних стандартів не призвело до зростання рентабельності капіталу, про що свідчить низький коефіцієнт кореляції (0,082).

Спред кредитних і депозитних ставок – різниця (в базисних пунктах) між середньозваженими процентними ставками за кредитами і депозитами за винятком ставок між депозитними установами. Це показник доходів і базової рентабельності депозитного сектору, який також може використовуватися як вимірник конкурентоспроможності в межах сектору. На даний індикатор поліпшення регуляторного управління на фінансовому ринку не здійснило впливу, оскільки регуляторні зміни однаковою мірою впливали на ставки як кредитів, так і депозитів, і вони змінювалися приблизно рівними темпами. Останні три показники рентабельності слабо реагують на фактор змін у регулюванні, а більше чутливі до інших факторів (коефіцієнт кореляції склав -0,008).

#### 4) Інші показники розвитку банків

Географічний розподіл кредитних ресурсів – показник якості активів, що відстежує кредитний ризик, пов'язаний з певною країною (або їх групою), та допомагає оцінити вплив несприятливих подій у цих країнах на внутрішню фінансову систему. Він є мірою концентрації ризику депозитних установ. Зрушення в якості регуляторного управління ніяк не вплинули на даний показник, оскільки стандарти, що впроваджувалися протягом аналізованого періоду не містили обмежень чи переваг для країн чи їх груп щодо кредитування, а забезпечували рівні умови (коефіцієнт кореляції склав 0,112).

Секторний розподіл кредитних ресурсів – показник якості активів, який надає інформацію про розподіл кредитів (у тому числі й прострочені кредити)

за секторами резидентів і нерезидентами. Відсутність секторної диверсифікації у портфелі позик сигналізує про потенційне існування значущої вразливості у фінансовій системі. Як і на попередній показник, зміни в регуляторному управлінні фінансовим ринком не вплинули на секторний розподіл кредитів, оскільки не містили положень, які б стосувалися даної сфери (коефіцієнт кореляції склав 0,112).

Співвідношення великих відкритих позицій банків до капіталу – показник ризику банків та якості їх активів, що визначається як сукупність позик від одного суб'єкта чи групи суб'єктів по відношенню до регулятивного капіталу банків (має бути не більше 10%). Як і на попередні два показники, зміни в якості регулювання фінансового ринку не вплинули на співвідношення великих відкритих позицій банків до капіталу, оскільки не містили положень стосовно даної сфери, а отже рівень концентрації кредитного ризику в банківській системі України суттєво не змінився (коефіцієнт кореляції склав 0,224).

Розглянемо взаємозв'язок якості регулювання фінансового ринку України та показників стійкого розвитку страхового сектору (рис. 2.6).

Співвідношення активів страхових компаній до ВВП – важливий показник розвитку страхового сектору країни, що надає інформацію про забезпеченість страхових компаній активами, ефективність їх діяльності та здатність протистояти шокам. Між даним показником та рівнем якості регулювання фінансового ринку України спостерігається стійкий щільний позитивний зв'язок, про що свідчить відповідний коефіцієнт кореляції (0,862), а отже запровадження більшої кількості міжнародних стандартів і рекомендацій здійснило позитивний вплив на розвиток страхового сектору в цілому (рис. 2.6).

Співвідношення обсягу премій зі страхування «life» до ВВП – показник якості активів страховиків, що показує розвиток у країні страхування «life». Зміни рівня якості державного регулювання фінансового ринку позитивно та суттєво вплинули на даний індикатор розвитку страхового сектору (рис. 2.6). Зв'язок між показниками є дуже щільним та має прямий характер (коефіцієнт кореляції складає 0,865).



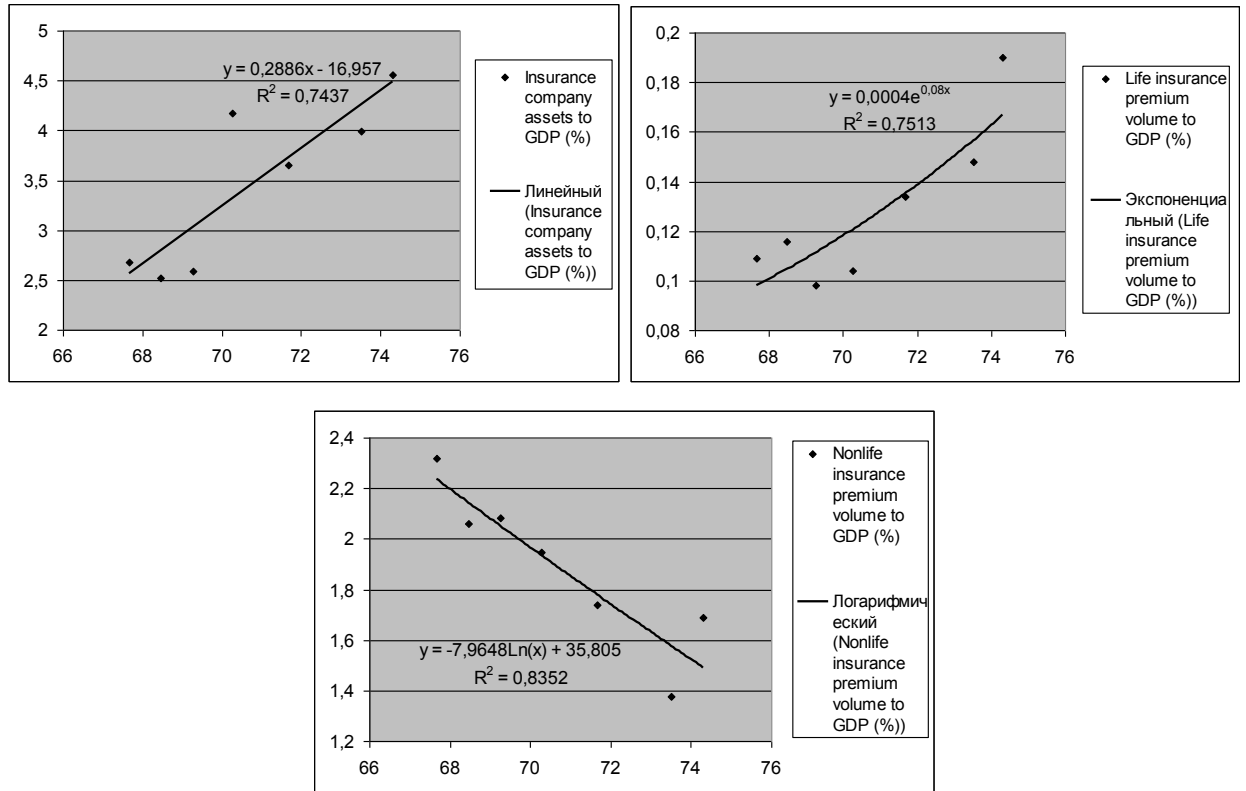


Рисунок 2.6 – Взаємозалежність між індексом якості регуляторного управління фінансовим ринком та показниками стійкого розвитку страхового сектору в Україні за 2008-2013 рр.

Співвідношення обсягу премій зі страхування «non-life» до ВВП – показник якості активів страховиків, який надає інформацію про розвиток страхування типу «non-life». Зростання якості державного регулювання фінансового ринку суттєво вплинуло на даний показник, причому зв'язок між ними є зворотнім (рис. 2.6). Коефіцієнт кореляції за аналізований період склав -0,912.

Розглянемо взаємозв'язок якості регулювання фінансового ринку України та показників стійкого розвитку ринку цінних паперів (рис. 2.7).

Доходність на фондовому ринку – узагальнюючий показник розвитку фондового ринку країни, що залежить від очікуваної норми доходності та норм і правил оподаткування операцій з цінними паперами, а також ризикованості цінних паперів. Зміни в якості регулювання фінансового ринку вплинули на

даний показник, що підтверджується значимим коефіцієнтом кореляції. Доходність протягом аналізованого періоду зростала під впливом покращення якості регулювання та запровадження на ринку більшого числа міжнародних стандартів, норм і правил (рис. 2.7).

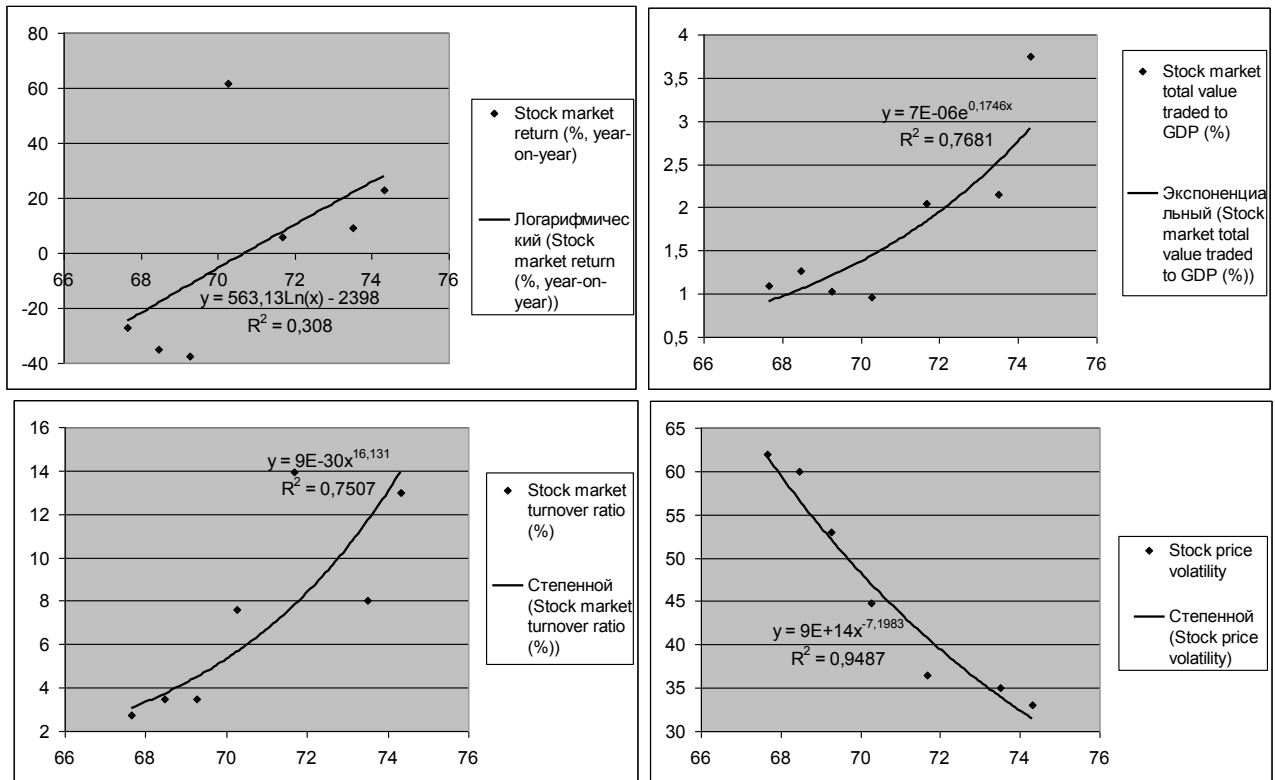


Рисунок 2.7 – Взаємозалежність між індексом якості регуляторного управління фінансовим ринком та показниками стійкого розвитку ринку цінних паперів в Україні за 2008-2013 рр.

Співвідношення обсягу торгів на фондовому ринку до ВВП – важливий індикатор розвитку ринку цінних паперів країни, зокрема його організованого сегменту. Зміни якості державного регулювання фінансового ринку призвели до зростання даного показника, а отже зазначений сегмент ринку капіталів розвивається динамічно. Запровадження більшої кількості регулівних стандартів, правил, процедур та рекомендацій сприяє покращенню стану фондового ринку, що підтверджується коефіцієнтом кореляції 0,859. Характер зв'язку є прямим (рис. 2.7).

Коефіцієнт оборотності фондового ринку – показник, що відображає

швидкість обороту цінних паперів на визначеному фондовому ринку та вимірює рівень ділової активності його суб'єктів. Запровадження більшої кількості регулівних стандартів, правил та рекомендацій призвело до покращення стану ділової активності на фондовому ринку, що підтверджується коефіцієнтом кореляції 0,813, причому зв'язок є прямим (рис. 2.7). Це, безперечно, позитивно характеризує діяльність органів, що здійснюють регулювання фінансового ринку України.

Волатильність фондового ринку – показник, що вимірює рівень коливань вартості фінансових інструментів та є свідченням їх ризикованості. Індикатор також показує рівень осмисленості дій учасників фондового ринку та є ключовим у процесі прийнятті рішень щодо вкладення коштів інвесторами. Вплив зростання якості регулювання вітчизняного фінансового ринку на даний індикатор протягом аналізованого періоду був надзвичайно сильним (рис. 2.7). Волатильність фондового ринку суттєво зменшилася під впливом запровадження більшого числа міжнародних регулівних стандартів і правил, що показує коефіцієнт кореляції -0,960 – значення, близько до 1 та показник практично лінійного зв'язку. Це означає, що даний індикатор фондового ринку знаходиться у безпосередній залежності від якості регулювання фінансового ринку.

Співвідношення капіталізації фондового ринку до ВВП – ключовий показник ефективності функціонування фінансового ринку країни, що визначається залежно від кількості цінних паперів на ринку та середніх цін їхніх котирувань. На відміну від попередніх показників, зміни в якості регуляторного управління фінансовим ринком не вплинули на співвідношення капіталізацій фондового ринку до ВВП, що підтверджується низьким коефіцієнтом кореляції (-0,239).

Розглянемо взаємозв'язок якості регулювання фінансового ринку України та показників стійкого розвитку небанківських фінансових установ (рис. 2.8).

Співвідношення депозитів небанківських фінансових установ до ВВП – показник розвитку небанківського фінансового сектору, що показує

ефективність діяльності небанківських фінансових установ. Як свідчить рис. 2.8, існує помірний зв'язок між даним показником та рівням якості регулювання фінансового ринку України. Даний зв'язок є прямим та середньої щільності, що показує відповідний коефіцієнт кореляції 0,543, а отже покращення якості регулювання позитивно впливає на небанківський фінансовий сектор.

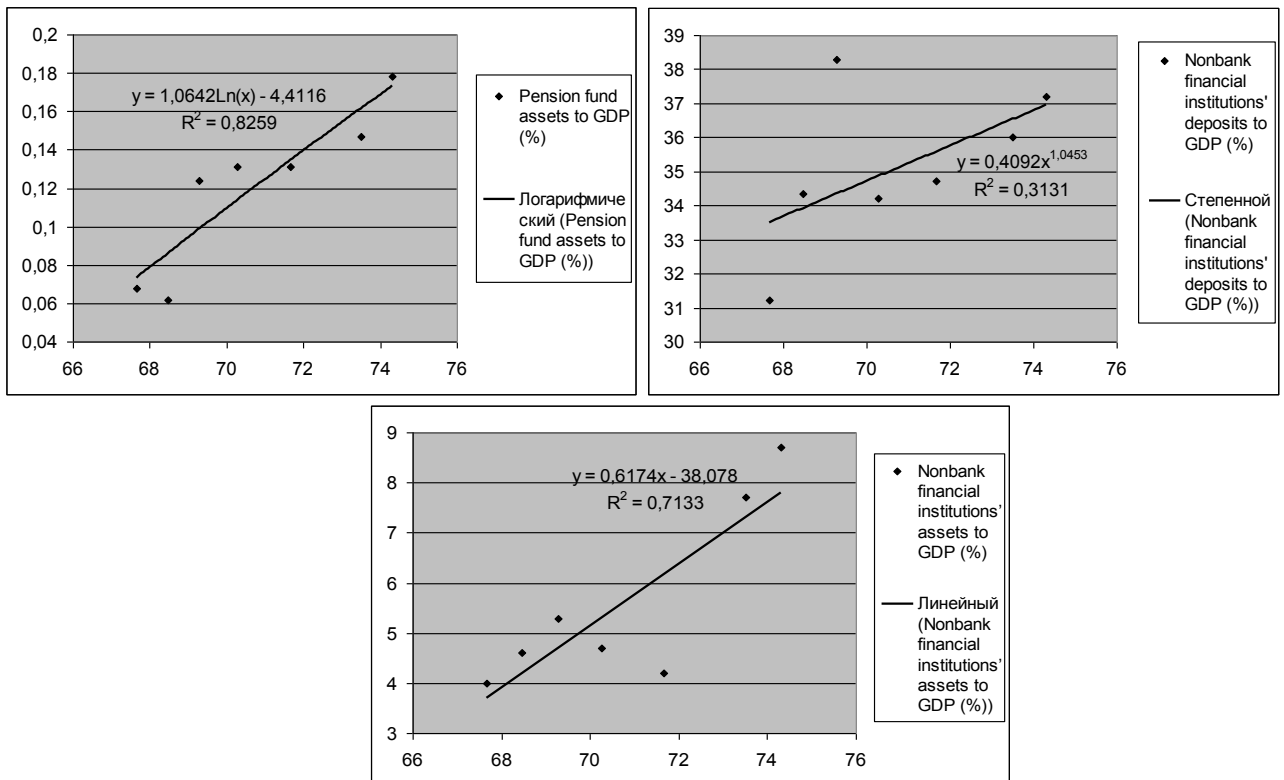


Рисунок 2.8 – Взаємозалежність між індексом якості регуляторного управління фінансовим ринком та показниками стійкого розвитку небанківських фінансових установ в Україні за 2008-2013 рр.

Співвідношення сукупного обсягу лізингу до ВВП – показник розвитку лізингових послуг країни, що має велике значення для розвитку реального сектору, оскільки безпосередньо пов'язаний з оновленням технічної бази підприємств. Зміни в якості державного регулювання фінансового ринку зовсім не вплинули на даний показник, оскільки практично не містили положень, які б стосувалися даної сфери (рис. 2.8). Практичну відсутність зв'язку підтверджує низький коефіцієнт кореляції (-0,006).

Співвідношення загального обсягу факторингу до ВВП – показник

розвитку лізингових послуг країни, який надає інформацію про обсяги фінансових комісійних операцій. Як і на попередній показник, зміни в державному регулюванні фінансового ринку не вплинули на співвідношення загального обсягу факторингу до ВВП, оскільки практично не стосувалися факторингових послуг, а більше були направлені на інші сектори ринку (рис. 2.8). Отже, хоча загалом і спостерігається позитивний вплив покращення державного регулювання на стійкий розвиток фінансового ринку, це неоднаковою мірою позначається на різних секторах та видах послуг.

Співвідношення активів пенсійних фондів до ВВП – показник забезпеченості активами пенсійних фондів, що показує їх стан та динаміку розвитку. Між даним показником та індексом якості державного регулювання фінансового ринку в Україні спостерігається стійкий та дуже щільний прямий зв'язок (з коефіцієнтом кореляції 0,907) (рис. 2.8). Отже, для розвитку недержавного пенсійного страхування імплементація міжнародних стандартів регулювання фінансового ринку має важливе значення.

Співвідношення активів небанківських фінансових установ до ВВП – показник забезпеченості активами небанківських фінансових установ, який надає інформацію про їх платоспроможність та фінансовий стан загалом. На даний показник зміни в рівні якості регулювання фінансового ринку здійснили істотний вплив (рис. 2.8). Високий коефіцієнт кореляції (0,845) та прямий характер зв'язку показників говорить про значну роль державного регулювання для розвитку небанківських фінансових установ.

Отже, можна зробити висновок, що більш високоякісне регулювання посилює стабільність фінансового ринку, створює сприятливе середовище для діяльності його учасників, покращує ряд показників ліквідності, рентабельності, платоспроможності, якості активів та структури капіталу установ, що належать до різних сегментів ринку (банківських установ, страхових компаній, інших небанківських фінансових установ, а також ринку цінних паперів України. Це підтверджують значимі коефіцієнти, отримані для ряду показників, що характеризують стійкість. Очевидним є також те, що вплив

регулювання на стійкий розвиток тим сильніший, чим вище якість управління економікою загалом [83].

## Висновки до розділу 2

У другому розділі «Розвиток методичних засад оцінювання якості державного регулювання фінансового ринку в Україні» досліджено модель державного регулювання фінансового ринку України, переваги та недоліки запровадження мегарегулятора фінансового ринку в контексті впливу на якість регулювання, розроблено підходи до її оцінювання та формалізації її впливу на стійкість фінансового ринку.

1. Автором досліджено хронологію становлення та сучасну модель державного регулювання фінансового ринку України (змішане регулювання з високим рівнем державної участі, побудована за функціональним принципом).

2. Останнім часом відбувається гостра дискусія в колі науковців та практиків стосовно доцільності запровадження комплексного підходу до регулювання фінансового ринку України шляхом відмови від моделі відомчих регуляторів на користь мегарегулятора. Автором систематизовано досвід країн з різним типом устрою національних систем регулювання: єдиний регулятор фінансового ринку, два сектори фінансового ринку регулюються одним регулятором (банки та ринок цінних паперів, банки та страхові компанії, страхові компанії та ринок цінних паперів), діють відомчі регулятори. Аналіз засвідчив, що в країнах з мегарегулятором рівень стійкості фінансового ринку, волатильності, доходності та прозорості фінансових операцій нижче, ніж в країнах зі спеціалізованими регуляторами (секторна модель та модель «двох вершин»).

3. Узагальнення наукової думки щодо стійкого розвитку фінансового ринку засвідчило, що одним з основних чинників його забезпечення є якість

державного регулювання фінансового ринку, тобто здатність держави розробляти, впроваджувати та здійснювати контроль за дотриманням системи пруденційних норм і правил на даному ринку, ефективно управляти фінансовими ресурсами на ньому, дотримуватися ієрархії підпорядкування регулюючого органу більш загальним цілям і політиці виборних органів влади країни, підтримувати політичну незалежність регуляторів, транспарентність їх діяльності тощо. Загалом, відповідно до рекомендацій МВФ, усі критерії якості державного регулювання фінансового ринку можуть бути згруповані за чотирма напрямками: незалежність, прозорість, відповідальність та цілісність.

4. Враховуючи багатоаспектність проявів якості державного регулювання фінансового ринку, при формалізації критеріїв та розробці методичного інструментарію її кількісного вимірювання виникають істотні труднощі. Міжнародними організаціями розроблено значну кількість міжнародних стандартів, правил, процедур та принципів, що регламентують базові принципи функціонування національних фінансових ринків. Враховуючи це, автором розроблено підхід до оцінки якості державного регулювання фінансового ринку, що передбачає:

- по-перше, розрахунок індивідуальних індикаторів дотримання в країні кожного з міжнародних стандартів роботи фінансового ринку: «Стандартів нагляду за страховою діяльністю», розроблених Міжнародною асоціацією страхових наглядачів (8 положень); «Загальних принципів захисту прав споживачів фінансових послуг», розроблених Організацією економічного співробітництва та розвитку (10 положень); «Стандартів і процедур ринків цінних паперів», розроблених Групою 30 (9 положень); «Цілей та принципів регулювання ринків цінних паперів», розроблених Міжнародною організацією комісій з цінних паперів (38 положень); «Основних принципів ефективного банківського нагляду», розроблених Базельським комітетом з банківського регулювання та нагляду (25 положень); «Правил прозорості монетарної і фінансової політики», розроблених МВФ (76 положень).

Оцінка здійснюється за наступною шкалою: 0 балів – відсутні дані щодо

дотримання стандарту в країні; 1 бал – стандарт повністю не дотримується; 2 бал – стандарт дотримується частково; 3 бали – стандарт дотримується в цілому; 4 бали – стандарт повністю дотримується;

- по-друге, розрахунок інтегрального індексу якості державного регулювання фінансового ринку, який узагальнює індивідуальні оцінки дотримання всіх міжнародних стандартів.

Запропонований підхід дає можливість комплексно оцінити відповідність діяльності регуляторів фінансового ринку України вимогам міжнародних організацій та імплементацію в країні найкращих світових практик регулювання кон'юнктури фінансового ринку.

5. Аналіз наочно показав, що якість державного регулювання фінансового ринку України поступово зростала за 2007-2013 рр. як за окремими стандартами, так і в цілому (інтегральний індекс в 2007 р. становив 67,66, тоді як в 2013 р. – 74,31). Найвищим був рівень імплементації стандартів регулювання ринків цінних паперів IOSCO; середнім – Правил прозорості монетарної і фінансової політики МВФ, Стандартів IAIS щодо регулювання страхової діяльності та Основних принципів ефективного банківського нагляду; найнижчим – Рекомендацій Групи 30 щодо стандартів ринків цінних паперів.

Водночас, як свідчать розраховані автором показники, темпи зростання якості державного регулювання фінансового ринку є невисокими. Це вказує на те, що реформування процесів державного регулювання вітчизняного фінансового ринку здійснюється досить повільно, що стримує можливості запровадження в Україні найкращих світових практик регулювання кон'юнктури фінансового ринку.

6. У контексті оцінювання регулювання державою фінансового ринку автором висунуто гіпотезу, що якість державного регулювання істотним чином впливає на стійкість розвитку ринку. Дану гіпотезу в роботі було підтверджено шляхом встановлення існування суттєвих кореляційних зв'язків між індексом якості державного регулювання фінансового ринку та індикаторами стійкого розвитку його окремих сегментів: сегменту депозитних корпорацій, ринку



цінних паперів, страхового ринку, сегменту інших небанківських фінансових установ.

Результати дослідження засвідчили, що в Україні в 2007-2013 рр. якість державного регулювання фінансового ринку значною мірою впливає на 19 (58%) показників стійкого розвитку фінансового ринку, помірно – на 5 (15%) показників та практично не впливає на 9 (27%) показників із аналізованої сукупності (33 показника). Найбільше якість державного регулювання фінансового ринку впливає на фінансову стійкість та прибутковість банків, їх ліквідність та структуру капіталу; волатильність та обсяг торгів на фондовому ринку; платоспроможність і надійність страхових компаній, пенсійних фондів та інших небанківських фінансових установ.

Результати дослідження формують методичне підґрунтя для підвищення ефективності заходів державного регулювання фінансового ринку України, удосконалення державних програмних документів, що визначають його стратегію функціонування, механізмів діалектичного поєднання адміністративних та ринкових методів забезпечення його стійкого розвитку.

Основні положення даного розділу дисертаційної роботи опубліковано автором у роботах [57, 60, 63, 70, 96, 246].

### РОЗДІЛ 3

## УДОСКОНАЛЕННЯ НАУКОВО-МЕТОДИЧНИХ ПІДХОДІВ ДО ОЦІНЮВАННЯ ДІЯЛЬНОСТІ ДЕРЖАВИ ЯК ПРОДАВЦЯ ТА ПОКУПЦЯ РЕСУРСІВ НА ФІНАНСОВОМУ РИНКУ УКРАЇНИ

### 3.1 Визначення детермінант спреду доходності державних облігацій в Україні та країнах-нових членах ЄС

Доходність державних облігацій для економік, що розвиваються, є важливим показником фінансової вразливості. Вона зазвичай використовується в якості міри сприйняття ринком ризику дефолту та оцінки зовнішніх умов фінансування [258].

Спред доходності показує премію, яку вимагають інвестори, щоб утримувати цінні папери, випущені позичальниками ринків, що розвиваються, та мають вищий ризик дефолту, ніж у країнах з розвинутою економікою. По суті, ця премія служить для компенсації власникам облігацій за ризику, яким вони піддаються: кредитний ризик, ринковий ризик і ризик ліквідності, а також інші фактори, такі як операційні витрати та ринкова поведінка [208].

Для того, щоб пояснити довгострокові детермінанти спреду доходності державних облігацій (СДДО) в Україні, слід побудувати емпіричну модель, що пов'язує спред із набором специфічних для країни чинників. В основі оцінки лежить розуміння, що справедлива вартість облігацій є функцією ймовірності дефолту і швидкості відновлення у випадку дефолту. У свою чергу, ймовірність дефолту пов'язана з набором макро-пруденційних показників, що впливають на платоспроможність і ліквідність країни [227].

В економічній літературі існує досить значна кількість динамічних моделей. Для нашого дослідження найбільш відповідною вважаємо PMG (pooled mean group technique), розроблену Песаран, Шин і Сміт у 1999 р., що дозволяє аналізувати невеликі групи країн, показуючи спільні риси та враховуючи відмінності [183].

Враховуючи євроінтеграційний пріоритет розвитку України у фінансово-економічній сфері, вважаємо за доцільне здійснювати порівняння саме з групою країн-членів Європейського Союзу (ЄС), і зокрема, нових його членів (Чеська республіка, Польща, Литва, Латвія, Словаччина, Угорщина, Болгарія, Румунія). Слід при цьому зазначити, що євроінтеграція фінансового ринку України означає уніфікацію, зближення і поступове об'єднання підсистем вітчизняного фондового ринку з аналогічними підсистемами фондових ринків європейських країн у межах регіонального економічного об'єднання – ЄС [241].

Пояснюючі змінні, що використовуються при аналізі СДДО, були відібрані на основі критеріїв конвергенції та існуючої наукової літератури щодо детермінант спреду в різних країнах, зокрема досліджень фахівців Європейського центрального банку І. Алексопулу, І. Бунди, А. Феррандо [183].

Змінні групуються відповідно до їх здатності пояснити відмінності між країнами у фінансових, зовнішніх умовах та умовах грошового ринку, а також у номінальній конвергенції та міжнародній відкритості. Більш конкретно, розглядаються наступні змінні:

- Фінансові засади;

Перший набір змінних представляє стійкість фінансового балансу країни. Перш за все, використовується загальний дефіцит чи профіцит державного бюджету до ВВП, що, як очікується, чинить негативний вплив на СДДО, та може виступати в якості головного компонента довіри до політики держави. Інший важливий показник для аналізу – консолідований валовий борг уряду у відсотках до ВВП. Вищий рівень державної заборгованості може збільшувати ризик дефолту країни і відображається у зростанні СДДО. Також розглядається сума сплачуваних процентів урядом за державним боргом у відсотковому відношенні до ВВП, яке може надати інформацію про ліквідність уряду, окрім його платоспроможності, відображену в рівні внутрішньої та зовнішньої заборгованості.

- Зовнішнє становище;

Другий набір змінних характеризує зовнішню платоспроможність країни.

Сальдо рахунку поточних операцій до ВВП чинить істотний вплив на зміну СДДО – чим нижче сальдо поточного рахунку, тим більше економіка залежить від припливу капіталу (чистий позичальник) і тим більше сприймається як уразлива до змін в міжнародних потоках фінансування. Тому спреди доходності, як правило, зростають, щоб компенсувати еквівалентне зростання ризику дефолту по державному боргу. Іншим показником зовнішнього становища країни є відношення зовнішнього боргу до ВВП. Як і у випадку дефіциту державного бюджету по відношенню до ВВП, більш висока зовнішня заборгованість, як державна, так і приватна, як очікується, посилює сприйняття ризиків дефолту, тиснучи тим самим на спреди доходності [255].

- Відкритість торгівлі;

Характеристикою, пов'язаною із зовнішньою платоспроможністю країни, є ступінь відкритості країни для торгівлі та фінансових потоків. Як правило, відкрита економіка здатна генерувати необхідне позитивне сальдо торгівельного балансу з метою рефінансування наявного боргу чи фінансування нових боргів. Відкритість країни відіграє важливу роль при поясненні вартості запозичень країнами, що розвиваються – плата за дефолт є вищою з погляду капітального повернення у відкритій, ніж у закритій економіці. Для нашого аналізу будемо обчислювати міру відкритості торгівлі як суму експорту й імпорту країни по відношенню до ВВП [266].

- Рівень інфляції;

Фактичні показники інфляції в країні також беруться до уваги. Внутрішній рівень інфляції визнається у літературі таким, що прямо впливає на суверенний ризик дефолту. Зростання темпів інфляції збільшує ймовірність того, що центральний банк буде проводити жорстку грошово-кредитну політику, яка може підвищувати тиск на доходність державних облігацій, і отже, збільшувати їх спреди.

- Стан реальної конвергенції;

Валовий національний дохід на душу населення використовується в якості вимірювання процесу наближення до стандартів життя єврозони, що ха-

рактарний для нових членів ЄС в останнє десятиріччя. Очікується, що спреди зменшуються в контексті покращення реальної конвергенції. На рівні країн, це підтверджується, зокрема, для Болгарії, Литви, Чеської республіки, Румунії, Польщі та Словаччини. Збільшення доходу на душу населення може призвести до підвищення кредитних рейтингів країни і, отже, зниження відповідних спредів.

- Рівень обмінних курсів;

Вплив коливань обмінних курсів на СДДО визначається для країн, що не здійснюють його спеціальне таргетування. На рівні країни, парні кореляції цієї детермінанти та СДДО показують різні реакції на зміни в рівні обмінного курсу, так як існує вплив не тільки ринкових чинників, але й зовнішніх умов. В цілому, однак, наявний позитивний зв'язок між змінами обмінного курсу та СДДО, оскільки виражена волатильність і зниження ставок обмінного курсу може призвести до підвищення спредів доходності.

- Ставки грошового ринку;

Відповідно до теорії очікувань, доходність довгострокових державних облігацій є функцією від короткострокових ставок (поточних і очікуваних). У зв'язку з цим ми включаємо в аналіз показник умов на грошовому ринку, який розраховується як різниця між короткостроковими ставками грошового ринку та ставкою грошового ринку єврозони (EURIBOR). Було встановлено, що величина позитивного відношення між коротко- і довгостроковою премією ліквідності залежить від економічного середовища [268].

Для країн-нових членів ЄС при аналізі вводиться додатковий фактор – спільний фактор єврозони, що пов'язано з необхідністю враховувати глобальні фінансові умови, що можуть вплинути на СДДО. Спільним фактором будемо вважати волатильність фондового ринку, що може бути виміряна за допомогою індексів цін акцій. Чутливість спредів доходності державних облігацій країн-нових членів ЄС до змін на ринках капіталу єврозони, ймовірно, відображає перерозподіл коштів між портфелем облігацій, акцій та грошових коштів [183].

Залежна змінна (СДДО) обчислюється по відношенню до середнього зна-

чення по єврозоні, що розраховується Eurosystem для оцінки міцності і стійкості процесу конвергенції країн-членів.

Таблиця Д.1 додатку Д містить вихідні дані про доходність державних облігацій за 2007-2013 рр. для 8 країн-нових членів ЄС, єврозони та України. Графічна інтерпретація доходності державних облігацій представлена на рис. 3.1.

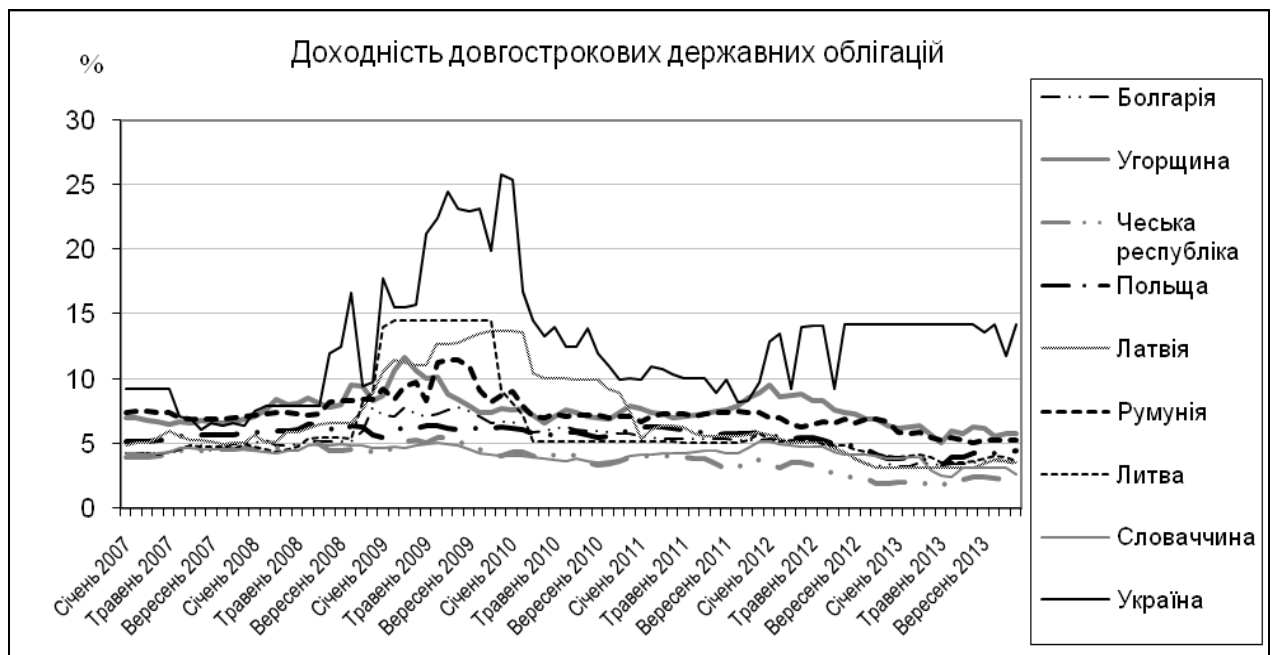


Рисунок 3.1 – Графік доходності довгострокових державних облігацій країн-нових членів ЄС та України в 2007-2013 рр. (побудовано на основі [147, 219, 224])

Як видно з рисунку, майже протягом усього аналізованого періоду доходність державних облігацій України набагато перевищувала доходність облігацій усіх інших аналізованих країн. Виключенням був тільки 2008 р., коли вона наблизилася до рівня країн-нових членів ЄС, зокрема країн, що традиційно мають досить високий рівень дохідності – Угорщина, Румунія. Однак вже починаючи з 2009 р. розрив почав збільшуватися, досягши безпрецедентного рівня наприкінці 2009 р. – початку 2010 р., коли доходність довгострокових державних облігацій України мала рекордно високе значення – понад 25%, тоді як найбільший рівень дохідності був у Литві й Латвії і не перевищував 14,5%. Найнижчі рівні дохідності серед європейських країн за весь час спостерігаються у Чеській рес-

публіці та Словаччині.

Темпи зростання доходності були прискореними з 2008 р., що пов'язано з поширенням фінансової кризи. Найбільш постраждалими від неї виявилися країни, що вже показували в минулому високі рівні волатильності доходності по відношенню до євросони. Загалом із 2011 р. має місце тенденція до зниження загального рівня доходності державних облігацій у країнах-нових членах ЄС, що пов'язано із стабілізацією загальної економічної ситуації та скороченням рівня ризику, у той час як в Україні показник є нестабільним, схильним до різких коливань. Окрім того, варто зазначити, що наприкінці 2012 р. – у 2013 р. розміщень державних облігацій України було мало, як довгострокових, так і короткострокових.

Доходність довгострокових (терміном 10 років) державних облігацій євросони представлена на рис. 3.2.



Рисунок 3.2 – Доходність довгострокових державних облігацій євросони в 2007-2013 рр. (побудовано на основі [219])

Доходність у зоні євро мала тенденцію до зменшення протягом аналізованого періоду: із 4,1% на початку 2007 р. до 3,31% у грудні 2013 р., що є позитивним явищем, яке свідчить на користь підвищення стабільності фінансового ринку ЄС.

Рис. 3.3 показує спреди доходності довгострокових державних облігацій країн-нових членів ЄС та України. Варто зазначити, що спреди по 8 країнах-нових членах ЄС характеризуються істотною неоднорідністю. Деякі країни, зо-

крема Латвія, Литва, Румунія в 2009-2010 рр. мали дуже високі значення даного показника, тоді як в інших країнах СДДО був досить низьким та мало місце його поступове зниження (Чехія, Польща, Словаччина). У перших такі зміни відображають як певне погіршення економічних перспектив та зовнішніх умов, так і труднощі в забезпеченні вимог фінансування, що є побічним ефектом жорстких умов фінансування в єврозоні.

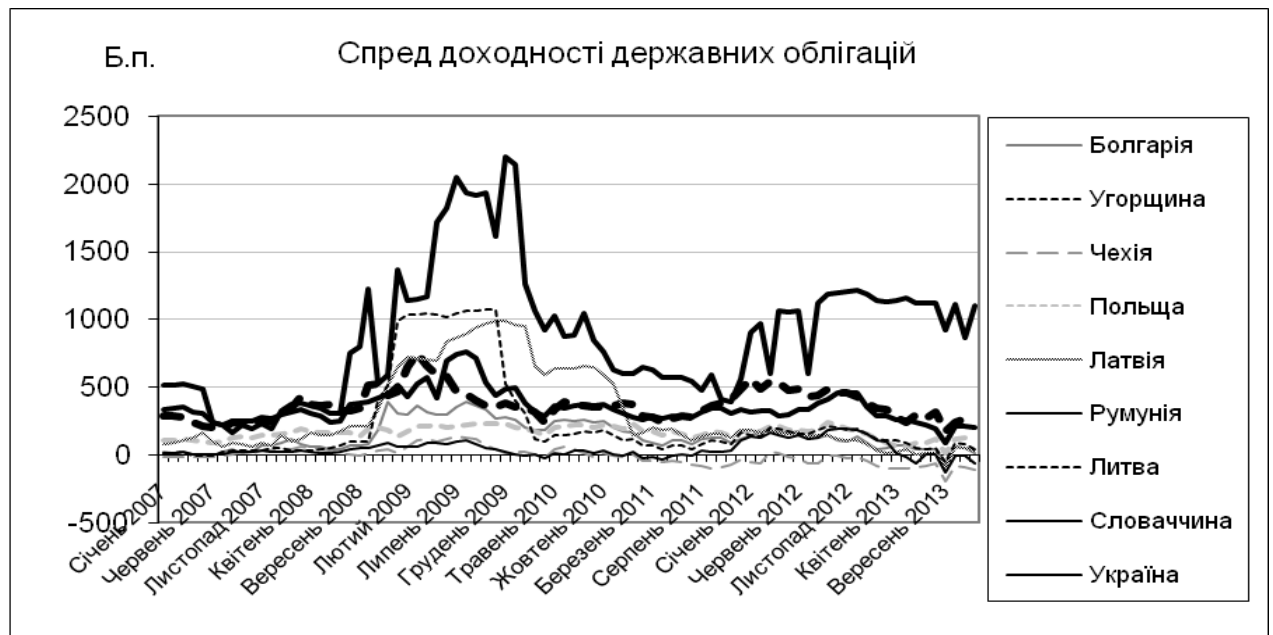


Рисунок 3.3 – Спреди доходності довгострокових державних облігацій країн-нових членів ЄС та України в 2007-2013 рр. (побудовано на основі [147, 219, 224])

Як бачимо, найближче до показника по єврозоні знаходиться Чеська республіка, а також Словаччина, де рівень доходності державних цінних паперів часто є нижчим за середнє по єврозоні значення. Високі рівні відхилення мають Литва та Латвія. При наявності певної однонаправленості змін очевидні відмінності між країнами пов'язуються із сприйняттям кредитного ризику, внутрішньою макроекономічною політикою. Щодо України, то хоча загальний напрямок змін і співпадає з 8 іншими аналізованими країнами, однак рівень спреду є в рази вищим.

Проаналізуємо, чи впливають на практиці пропоновані в науковій літера-



турі фактори на СДДО країн-нових членів ЄС за допомогою кореляційно-регресійного аналізу. Вихідні дані за усіма факторами та результативною ознакою містяться в таблицях Д.2–Д.13 додатку Д. Результати дослідження значущості потенційних детермінант СДДО у 8 країнах, що є новими членами ЄС, представлені в табл. 3.1-3.2.

Таблиця 3.1 – Результати аналізу парної кореляції між доходністю державних облігацій та факторами впливу в країнах-нових членах ЄС (розраховано на основі [219, 224])

Країни / показники	Болгарія	Угорщина	Чеська республіка	Польща	Латвія	Румунія	Литва	Словаччина
Відношення зовнішнього боргу до ВВП	0,71	-0,56	-0,79	-0,03	0,81	-0,06	0,54	0,09
Серед короткострокових процентних ставок	0,84	0,82	0,40	0,88	0,77	0,70	0,43	-0,07
Відкритість торгівлі	-0,90	-0,75	-0,76	-0,30	-0,78	-0,88	-0,50	-0,68
Консолідований валовий борг уряду до ВВП	-0,30	-0,37	-0,28	-0,09	0,26	0,04	-0,01	0,89
Дефіцит / профіцит державного бюджету до ВВП	0,09	-0,26	-0,29	0,19	-0,27	0,01	0,01	0,37
Сальдо рахунку поточних операцій до ВВП	0,53	0,38	0,35	0,67	0,85	0,51	0,71	0,11
Процентні платежі уряду	-0,02	-0,66	0,89	0,53	-0,48	-0,02	-0,63	-0,47
Дохід на душу населення (ln)	0,37	0,44	-0,20	0,55	-0,44	0,10	-0,46	-0,09
Рівень інфляції	-0,57	-0,53	-0,15	0,41	-0,51	-0,03	-0,16	0,26
Ставка обмінного курсу	0,00	0,73	0,38	0,55	0,70	0,43	0,00	0,00
Волатильність фондового ринку	0,07	0,46	0,18	0,22	0,44	0,30	0,40	-0,21

Зазначимо, що даний перелік факторів був сформульований до початку світової фінансової кризи (до 2008 р.), а в період після кризових явищ та масштабних змін у світовій економіці деякі фактори стали втрачати своє значення в окремих країнах. Так, показник дефіциту/профіциту державного бюджету по відношенню до ВВП впливав на СДДО протягом аналізованого періоду тільки в

одній країні – Словаччині.

Таблиця 3.2 – Результати оцінки впливовості факторів на доходність державних облігацій в країнах-нових членах ЄС (t-критерій Стьюдента) (розраховано на основі [219, 224])

Країни / показники	Болгарія	Угорщина	Чеська республіка	Польща	Латвія	Румунія	Литва	Словаччина
Відношення зовнішнього боргу до ВВП	3,16	-2,15	-4,05	-0,11	4,36	-0,20	2,01	0,27
Спред короткострокових процентних ставок	4,98	4,55	1,36	5,73	0,25	3,08	1,51	-0,22
Відкритість торгівлі	-3,59	-1,93	-2,05	-0,54	-2,14	-3,14	-0,99	-1,61
Консолідований валовий борг уряду до ВВП	-1,00	-1,26	-0,91	-0,27	0,85	-1,41	-0,03	6,03
Дефіцит / профіцит державного бюджету до ВВП	0,30	-0,84	-0,96	0,61	-0,90	0,04	0,03	1,24
Сальдо рахунку поточних операцій до ВВП	1,08	0,71	0,66	1,55	2,78	1,02	1,74	0,19
Процентні платежі уряду	-0,05	-1,78	3,81	1,26	-1,09	-0,03	-1,62	-1,07
Дохід на душу населення (ln)	0,75	-2,26	-0,35	1,22	-0,84	0,22	-0,92	-0,70
Рівень інфляції	-1,38	-1,24	-0,30	0,90	-1,20	-0,07	-0,32	0,54
Ставка обмінного курсу	0,00	2,17	0,81	1,33	1,95	0,96	0,00	x
Волатильність фондового ринку	0,13	1,04	0,36	0,46	0,99	0,64	0,88	-0,44

Як видно з таблиць, вагомими є такі фактори, як:

- відкритість торгівлі (у 8 країнах);
- спред короткострокових процентних ставок (у 7 країнах);
- сальдо рахунку поточних операцій до ВВП (у 7 країнах);
- процентні платежі уряду (у 6 країнах);
- відношення зовнішнього боргу до ВВП (у 5 країнах);
- дохід на душу населення (у 5 країнах);
- ставка обмінного курсу (у 5 країнах);
- рівень інфляції (у 4 країнах);

- волатильність фондового ринку (у 4 країнах);
- консолідований валовий борг уряду до ВВП (у 3 країнах).

Умови ліквідності на грошовому ринку, відображені в показнику спред короткострокових процентних ставок, відіграють важливу роль у динаміці спреду облігацій. Коефіцієнти позитивні і значущі для усіх країн групи, окрім Словаччини.

Відкритість торгівлі відіграє важливу роль як фактор впливу на доходність державних облігацій у всіх досліджуваних країнах. Це свідчить про те, що посилення торгівельної інтеграції сприяло полегшенню доступу до фінансування на ринках державних облігацій для нових країн ЄС. У той же час, підвищений вплив потоків капіталу, що супроводжував відкритість торгівлі нових країн ЄС, мав тенденцію до збільшення їх суверенних ризиків (зокрема, в Польщі).

Хоча загалом підтверджується, що більша відкритість торгівлі передбачає, більшу міру здатності країни фінансувати свої борги в майбутньому за допомогою активного сальдо торгівельного балансу. Значимі коефіцієнти для сальдо рахунку поточних операцій до ВВП у ряді країн (Болгарія, Польща, Латвія, Литва, Румунія, Чеська республіка, Угорщина) свідчить, що відкритість країни пов'язується з негативним станом рахунку поточних операцій і може фактично збільшувати довгострокову доходність.

Зміни в доході на душу населення вплинули на оцінку ринку державних облігацій у короткостроковій перспективі в основному в Польщі, де коефіцієнт кореляції має найвищу статистичну значимість, а також дещо меншою мірою в Угорщині, Латвії, Литві та Болгарії. Результати аналізу показують, що поліпшення в реальній конвергенції протягом аналізованого періоду частково пояснювали динаміку спреду цих країнах.

Рівень інфляції певною мірою здійснює вплив на кредитоспроможність урядів у Болгарії, Угорщині, Латвії, Польщі. В останній позитивний коефіцієнт може інтерпретуватися так, що фінансові ринки вважають цільову інфляцію та грошово-кредитну політику центрального банку дуже важливою детермінантою спреду державних облігацій. У Латвії, Угорщині та Болгарії інфляційні зміни

мають протилежний вплив на спреди, в короткостроковій перспективі, зважаючи на те, що для нових членів ЄС, що таргетують валютний курс, інфляція розглядається в основному як структурне явище.

Як очікувалося, обмінні курси мають позитивні коефіцієнти та статистичну значимість для усіх країн, в яких функціонує національна валюта та поки що не відбувся перехід на євро (Угорщини, Польщі, Латвії, Румунії, Чеської республіки).

Серед фінансових змінних найбільш впливовим виявився фактор відношення зовнішнього боргу до ВВП, що відіграє важливу роль у зміні спреду державних облігацій для Болгарії, Угорщини, Чеської республіки, Латвії, Литви. У той же час консолідований валовий борг уряду по відношенню до ВВП справляє помірний вплив на результативний показник у Словаччині, Болгарії, Угорщині. Процентні платежі уряду мали істотний вплив на доходність державних облігацій в Угорщині, Чеській республіці, Польщі, Словаччині, Литві, Латвії, хоча цей вплив був неоднозначним.

Волатильність фондового ринку певною мірою впливає на СДДО, що показують позитивні й статистично значущі коефіцієнти для Угорщини, Латвії, Литви та Румунії. Це вказує на наявність можливої дискримінації інвесторів щодо облігацій, випущених країнами-новими членами ЄС. Вищий позитивний коефіцієнт показує меншу ризикованість облігацій. Ця короткострокова функція, з нестійким впливом у довгостроковій перспективі, може свідчити, що спреди окремих країн можуть мати різну стійкість до загальних зовнішніх факторів як у довгостроковій, так і в короткостроковій перспективі [183].

Перевіримо аналогічним чином, чи здійснюють вплив вищезазначені фактори на СДДО України (табл. 3.3). Дані табл. 3.3 свідчать, що більшість факторів, які впливають на доходність державних облігацій в країнах-нових членах ЄС, є значущими і для України, зокрема 9 факторів: відношення зовнішнього боргу до ВВП, спред короткострокових процентних ставок, відкритість торгівлі, консолідований борг уряду до ВВП, дефіцит / профіцит державного бюджету до ВВП, сальдо рахунку поточних операцій до ВВП, процентні платежі уряду, до-

хід на душу населення та ставка обмінного курсу.

Таблиця 3.3 – Показники оцінки впливовості факторів на доходність державних облігацій в Україні (розраховано на основі [147, 278])

Показники	Коефіцієнт кореляції	t-критерій Стьюдента
Відношення зовнішнього боргу до ВВП	0,70	1,71
Спред короткострокових процентних ставок	0,97	6,60
Відкритість торгівлі	-0,35	-0,65
Консолідований валовий борг уряду до ВВП	0,56	1,17
Дефіцит / профіцит державного бюджету до ВВП	-0,83	-2,61
Сальдо рахунку поточних операцій до ВВП	0,73	1,84
Процентні платежі уряду	0,84	2,67
Дохід на душу населення (ln)	-0,8	-3,34
Рівень інфляції	-0,29	-0,61
Ставка обмінного курсу	0,66	1,74
Волатильність фондового ринку	0,08	0,16

Серед перелічених факторів шість здійснюють особливо помітний вплив:

- спред короткострокових процентних ставок;
- дефіцит / профіцит державного бюджету до ВВП;
- процентні платежі уряду;
- дохід на душу населення;
- відношення зовнішнього боргу до ВВП;
- сальдо рахунку поточних операцій до ВВП.

На відміну від 8 інших країн, де тільки в одній із них було встановлено вплив такого фактору як дефіцит чи профіцит державного бюджету до ВВП, в Україні він виявився вагомим. За переважною більшістю інших детермінант спостерігається єдність між країнами-новими членами ЄС та Україною.

Оскільки число факторів, що впливають на СДДО в Україні – 11, а кількість періодів, за якими наявні фактичні дані, – 6, ми не можемо здійснити регресійний аналіз та побудувати адекватну модель для визначення рівня СДДО безпосередньо, оскільки порушується правило, яке говорить, що кількість факторів не може перевищувати кількість спостережень за мінусом 1.

Тому для вирішення даної задачі скористаємося методом головних компо-

мент, який дозволяє суттєво понизити розмірність даних, практично не втрапивши інформацію. Усі змінні враховуються, нічого не відкидається. Визначені за рахунок початкових факторів нові фактори – головні компоненти – шукані приховані змінні, що управляють побудовою даних. Для цього будемо використовувати спеціальну надстройку Excel Xlstat.

Вихідні дані для аналізу представлені в табл. 3.4. Значення усіх факторів є статистично співставними, одиниця вимірювання – відсотки.

Таблиця 3.4 – Вихідні дані для факторів впливу на СДДО України [277, 278]

Показники / Роки	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Відношення зовнішнього боргу до ВВП (ExtDebt)	54,6	89,2	91,7	82,9	76,9	83,3
Спред короткострокових процентних ставок (ShortIRSpread)	3,43	7,04	13,10	9,60	6,56	8,78
Відкритість торгівлі (TradeOp)	95	102	94	105	113	109
Консолідований валовий борг уряду до ВВП (GovDebt)	13,8	24,9	29,9	27,1	33,5	36,8
Дефіцит / профіцит державного бюджету до ВВП (FiscalBalance)	-1,5	-5,6	-6,5	-2,3	-4,0	-4,8
Сальдо рахунку поточних операцій до ВВП (CA)	-3,7	-7,1	-1,5	-2,2	-6,2	-6,7
Процентні платежі уряду (IntPaym)	17,8	20,0	39,6	39,0	30,8	34,6
Дохід на душу населення (ln) (Income)	6,85	7,25	6,21	6,58	7,04	7,12
Рівень інфляції (Inflation)	16,6	22,3	12,3	9,1	4,6	5,7
Ставка обмінного курсу (ExchRate)	109,17	121,64	171,50	166,21	174,69	189,9
Волатильність фондового ринку (EAEquityVola)	112,2	-82,2	31,1	53,8	-36,3	-45,5

Загальна статистика наведених вище даних представлена в табл. 3.5.

Варто також зазначити, що майже завжди дані містять у собі небажану складову, що називається шумом. У багатьох випадках шум – та частина даних, що не містить шуканої інформації. Шум і надлишковість даних обов’язково проявляються через кореляційні зв’язки між змінними [134]. Тому наступним кроком аналізу є розрахунок коефіцієнтів кореляції Пірсона усіх факторів, що чинять вплив на спред дохідності державних облігацій, між собою (табл. 3.6).

Таблиця 3.5 – Загальна статистика для факторів впливу на серед дохідності державних облігацій України (розраховано автором в Xlstat)

Variable	Observations	Obs. with missing data	Obs. without missing data	Minimum	Maximum	Mean	Std. deviation
GovDebt	6	0	6	13,800	36,800	21,600	8,021
FiscalBalance	6	0	6	-6,500	-0,900	-3,360	2,525
CA	6	0	6	-7,100	-1,500	-4,140	2,446
IntPaym	6	0	6	17,800	39,600	29,440	10,260
ExtDebt	6	0	6	54,300	85,100	72,080	16,023
Income	6	0	6	6,210	7,250	6,786	0,406
ExchRate	6	0	6	109,170	174,690	148,642	30,809
ShortIRSpread	6	0	6	3,430	13,100	7,946	3,621
TradeOp	6	0	6	94,000	113,000	101,800	7,791
Inflation	6	0	6	4,600	22,300	12,980	6,814
EAEquityVola	6	0	6	-82,200	112,200	15,720	76,304

Таблиця 3.6 – Кореляційна матриця для факторів впливу на серед дохідності державних облігацій України (розраховано автором в Xlstat)

Variables	Gov Debt	Fiscal Balance	CA	Int Paym	Ext Debt	Income	Exch Rate	Short IRSpread	Trade Op	Inflation	EAEquity Vola
Gov Debt	1,000	-0,802	0,414	0,918	0,971	-0,494	0,953	0,621	0,496	-0,855	-0,022
Fiscal Balance	-0,802	1,000	-0,753	-0,941	-0,832	0,787	-0,726	-0,848	0,037	0,451	-0,200
CA	0,414	-0,753	1,000	0,651	0,539	-0,955	0,343	0,575	-0,538	-0,271	0,742
IntPaym	0,918	-0,941	0,651	1,000	0,963	-0,757	0,909	0,857	0,137	-0,663	0,080
ExtDebt	0,971	-0,832	0,539	0,963	1,000	-0,651	0,971	0,721	0,322	-0,836	0,059
Income	-0,494	0,787	-0,955	-0,757	-0,651	1,000	-0,505	-0,744	0,501	0,327	-0,559
Exch Rate	0,953	-0,726	0,343	0,909	0,971	-0,505	1,000	0,703	0,451	-0,830	-0,159
Short IRSpread	0,621	-0,848	0,575	0,857	0,721	-0,744	0,703	1,000	-0,176	-0,234	-0,120
Trade Op	0,496	0,037	-0,538	0,137	0,322	0,501	0,451	-0,176	1,000	-0,583	-0,528
Inflation	-0,855	0,451	-0,271	-0,663	-0,836	0,327	-0,830	-0,234	-0,583	1,000	-0,137
EAEquity Vola	-0,022	-0,200	0,742	0,080	0,059	-0,559	-0,159	-0,120	-0,528	-0,137	1,000

Як видно з табл. 3.6, ступінь взаємозв'язку між більшістю змінних є високим, особливо у групі фінансових змінних (зовнішній борг, урядовий борг, процентні платежі уряду, дефіцит чи профіцит бюджету). Тільки фактор волатильність фондового ринку дещо слабше пов'язаний з іншими.

Оскільки метод головних компонент – ітераційна процедура, де нові ком-

поненти додаються послідовно, одна за одною. Важливо при цьому встановити правильне їх число, так як при малій кількості компонент опис процесу буде неповним, а при надлишковій – відбувається переоцінка, тобто моделюється шум, а не змістовна інформація [134]. Значення нових компонент для спреду доходності державних облігацій України та їх навантаження представлені в табл. 3.7.

Таблиця 3.7 – Головні компоненти для спреду доходності державних облігацій України та їх навантаження (розраховано автором в Xlstat)

	F1	F2	F3	F4
Eigenvalue	6,774	2,859	1,143	0,224
Variability (%)	61,585	25,989	10,392	2,034
Cumulative %	61,585	87,573	97,966	100,000

Програмою було здійснено групування даних для чотирьох компонент (F1 – F4), які пояснюють 100% вихідної варіації. Для вибору значення числа компонент скористаємося графіком поясненої дисперсії залежно від числа головних компонент (рис. 3.4).

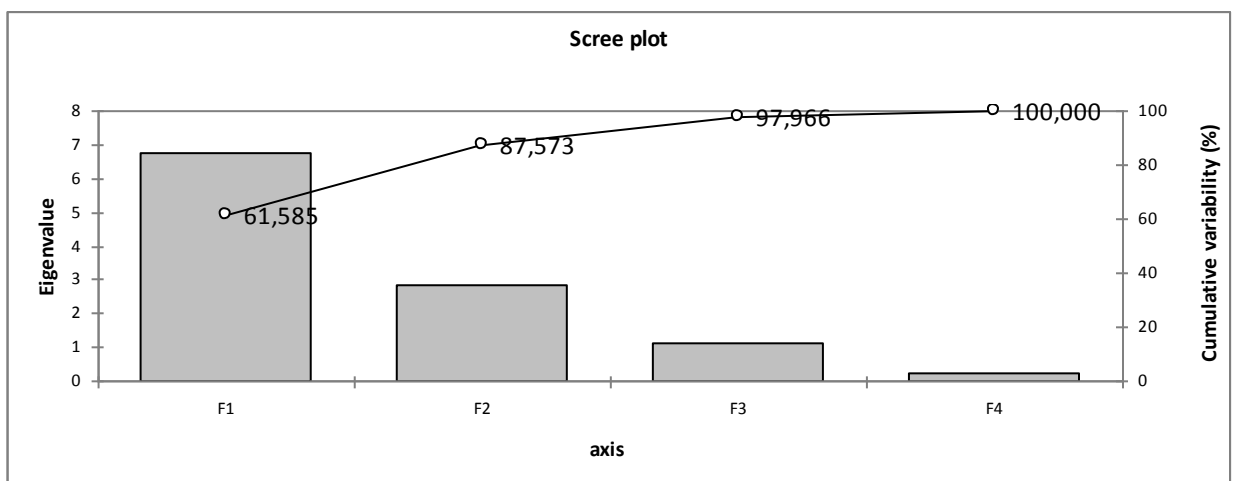


Рисунок 3.4 – Графік навантаження на головні компоненти та пояснена дисперсія в залежності від числа компонент (побудовано автором в Xlstat)

Із рис. 3.4 видно, що правильне число головних компонент – три, оскільки



три компоненти пояснюють 98% вихідної варіації, причому компонента F1 пояснює 61,6% змін, F2 – близько 26% та F3 – 10,4%. Компоненту F4 відкидаємо, так як вона пояснює тільки 2% змін (при допустимій помилці 5%).

Факторні навантаження та коефіцієнти для побудови рівнянь головних компонент F1-F3 представлені в табл. 3.8.

Головні компоненти F1-F3 містять усі вихідні фактори в частках, що представлені в табл. 3.9.

Таблиця 3.8 – Факторні навантаження та коефіцієнти для побудови рівнянь головних компонент (розраховано автором в Xlstat)

	F1		F2		F3	
	Factor loadings	Eigen vectors	Factor loadings	Eigen vectors	Factor loadings	Eigen vectors
GovDebt	0,919	0,353	0,363	0,215	0,105	0,098
FiscalBalance	-0,923	-0,354	0,167	0,099	0,174	0,163
CA	0,700	0,269	-0,695	-0,411	0,153	0,143
IntPaym	0,992	0,381	0,039	0,023	-0,116	-0,109
ExtDebt	0,973	0,374	0,213	0,126	0,064	0,060
Income	-0,791	-0,304	0,594	0,351	0,017	0,016
ExchRate	0,904	0,347	0,395	0,234	-0,037	-0,034
ShortIRSpread	0,806	0,310	-0,146	-0,086	-0,569	-0,532
TradeOp	0,119	0,046	0,956	0,565	0,214	0,200
Inflation	-0,720	-0,276	-0,434	-0,256	-0,516	-0,483
EAEquityVola	0,183	0,070	-0,734	-0,434	0,650	0,608

Таблиця 3.9 – Частки вихідних факторів у головних компонентах, % (розраховано Xlstat)

	F1	F2	F3
GovDebt	12,48	4,61	0,97
FiscalBalance	12,56	0,97	2,64
CA	7,23	16,90	2,04
IntPaym	14,51	0,05	1,19
ExtDebt	13,97	1,59	0,36
Income	9,24	12,33	0,03
ExchRate	12,06	5,45	0,12
ShortIRSpread	9,60	0,75	28,35
TradeOp	0,21	31,94	4,01
Inflation	7,64	6,57	23,29
EAEquityVola	0,50	18,83	37,01

Запишемо рівняння головних компонент:

$$F1 = 0,353\text{GovDebt} - 0,354\text{FiscalBalance} + 0,269\text{CA} + 0,381\text{IntPaym} + 0,374\text{ExtDebt} - 0,304\text{Income} + 0,347\text{ExchRate} + 0,310\text{ShortIRSpread} + 0,046\text{TradeOp} - 0,276\text{Inflation} + 0,070\text{EAEquityVola}$$

$$F2 = 0,215\text{GovDebt} + 0,099\text{FiscalBalance} - 0,411\text{CA} + 0,023\text{IntPaym} + 0,126\text{ExtDebt} + 0,351\text{Income} + 0,234\text{ExchRate} - 0,086\text{ShortIRSpread} + 0,565\text{TradeOp} - 0,256\text{Inflation} - 0,434\text{EAEquityVola}$$

$$F3 = 0,098\text{GovDebt} + 0,163\text{FiscalBalance} + 0,143\text{CA} - 0,109\text{IntPaym} + 0,060\text{ExtDebt} + 0,016\text{Income} - 0,034\text{ExchRate} - 0,532\text{ShortIRSpread} + 0,200\text{TradeOp} - 0,483\text{Inflation} + 0,608\text{EAEquityVola}$$

У графічному вигляді розподіл вихідних факторів між головними компонентами показано на рис. 3.5.

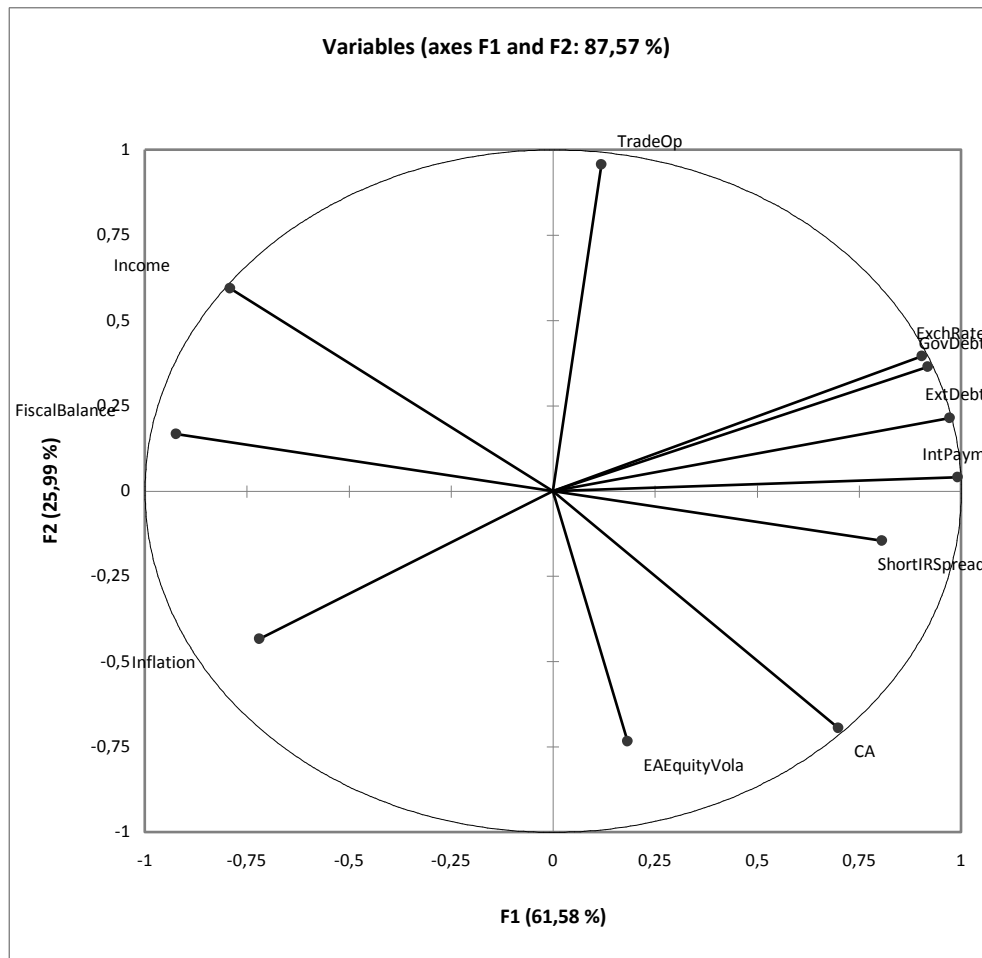


Рисунок 3.5 – Розподіл вихідних факторів між головними компонентами (побудовано автором в Xlstat)

Знайдемо значення головних компонент за аналізований період для побудови множинної регресії (табл. 3.10).

Таблиця 3.10 – Значення головних компонент та СДДО України за 2008-2013 рр. (розраховано автором в Xlstat)

Спред доходності державних облігацій	F1	F2	F3
526	74,54	46,96	56,32
1667	75,51	39,75	75,69
1006	66,35	130,98	-46,98
550	121,94	94,57	21,13
1018	123,71	92,27	41,07
1094	112,78	140,24	-8,13

Побудуємо математичну модель множинної регресії на основі аналізу, здійсненого Excel:

$$y = 1765 + 34,45F1 - 38,62F2 - 33,24F3$$

Дана лінійна залежність між спредом доходності державних облігацій України та головними компонентами, побудованими на базі 11 макропруденційних факторів впливу, дає можливість прогнозувати зміни спреду доходності в майбутньому. Модель є адекватною, оскільки її коефіцієнт детермінації становить 0,99.

Таким чином, нами було проаналізовано детермінанти спреду доходності довгострокових державних облігацій у 8-країнах-нових членах ЄС та Україні й встановлено, що в сучасних умовах після світової фінансової кризи на спред впливають 10 ключових факторів, що відносяться до фінансових і зовнішніх умов країн, умов грошового ринку, а також їх ступеня конвергенції та міжнародної відкритості. Здійснивши перевірку їх значущості для України, ми дійшли висновку, що більшість із аналізованих факторів є дієвими. Оскільки розмірність наявних даних не дозволяла здійснити регресійний аналіз безпосередньо, то за допомогою методу головних компонент було побудовано трьохкомпонентну модель, що описує зміни спреду державних облігацій України. Модель включає усі початкові фактори, є адекватною та може використовуватися на практиці для прогнозування спреду доходності державних облігацій України.

### 3.2 Удосконалення структури утримувачів державних облігацій України

Нещодавні кризові явища у світовій економіці призвели до змін у попиті інвесторів на державні облігації поряд із збільшенням обсягів їх випуску. Якщо в докризовий період спадаюча пропозиція облігацій здебільшого підхоплювалася інвесторами-нерезидентами, то у посткризовий – база інвесторів змістилася назад до внутрішніх власників. Центральні банки стали важливими гравцями на ринку державних облігацій, а комерційні банки стали утримувати більшу їх кількість.

Очевидні істотні зрушення в базі інвесторів спонукають політиків та інвесторів аналізувати наслідки змін у структурі власників облігацій. У цьому зв'язку, на нашу думку, особливої актуальності для України набуває питання щодо визначення груп інвесторів, які утримують державні облігації. Це має пряме відношення до оцінки й вибору варіантів стратегії випуску облігацій та пруденційного регулювання [264].

Існуючі дослідження в окремих країнах доводять, що наявний зв'язок між базою інвесторів та доходністю державних облігацій. У Японії велика внутрішня база інвесторів пов'язується із невисокими стабільними доходами незважаючи на дуже високий рівень заборгованості. Ця база інвесторів – результат, головним чином, накопичення пенсійних внесків через депозити та інвестиційні фонди із сильним внутрішнім ухилом. У євросоні однакові режими регулювання й сприйняття однакових кредитних ризиків сприяють бажанню інвесторів диверсифікувати, тим самим збільшуючи частку перехресного володіння нерезидентами. Особливо значне зростання перехресного володіння мало місце, коли було введено євро, і протягом досить тривалого часу після цього, і воно почало скорочуватися тільки останнім часом. У Великобританії довгострокова доходність зменшилася в результаті зростання вкладів пенсійних фондів у облігації. Це портфельне зрушення, зокрема щодо наддовгих облігацій, було пов'язане з регуляторними вимогами скорочення невідповідності між активами

та зобов'язаннями пенсійних фондів. В основному в Сполучених Штатах і Великобританії великомасштабні купівлі активів центральними банками справили невеликий, але помітний ефект на доходність [184].

Розглядаючи склад бази інвесторів державних облігацій у різних країнах, бачимо істотні розбіжності (рис. 3.6). Так, Канада, Великобританія і США – країни з дуже великою глибиною фінансових ринків та високорозвиненими фінансовими системами – мають диверсифіковану базу інвесторів із значними вкладками усіх типів інвесторів. Європейські країни (і Австралія) демонструють щільний зв'язок із інвесторами-нерезидентами. На противагу, Японія і Корея мають дуже низьку частку вкладів нерезидентів. Такі тенденції спостерігаються протягом уже досить тривалого часу, не зважаючи на загальні паралельні зміни в складі інвесторів по регіонах [243].

Усереднені значення часток інвесторів державних облігацій за 7 економічно розвиненими країнами та євро зоною наступні:

- домашні банки – 14,5%;
- внутрішньодержавні холдинги – 14,3%;
- страхові компанії – 17,6%;
- центральні банки – 6,9%;
- нерезиденти – 33,2%;
- інші – 12,1%.

Структура власників державних облігацій України (ОВДП) абсолютно не схожа на структуру бази інвесторів жодної з розглянутих країн. Так, станом на кінець 2013 р. лівова частка ОВДП знаходилася у власності НБУ – 46,5%. У розвинених же країнах найбільша частка облігацій у власності центробанку не перевищує 27-29% (Канада, Великобританія). Близько 40% припадає на домашні банки, що також значно перевищує показники усіх інших розглянутих країн (максимум 24-26%).

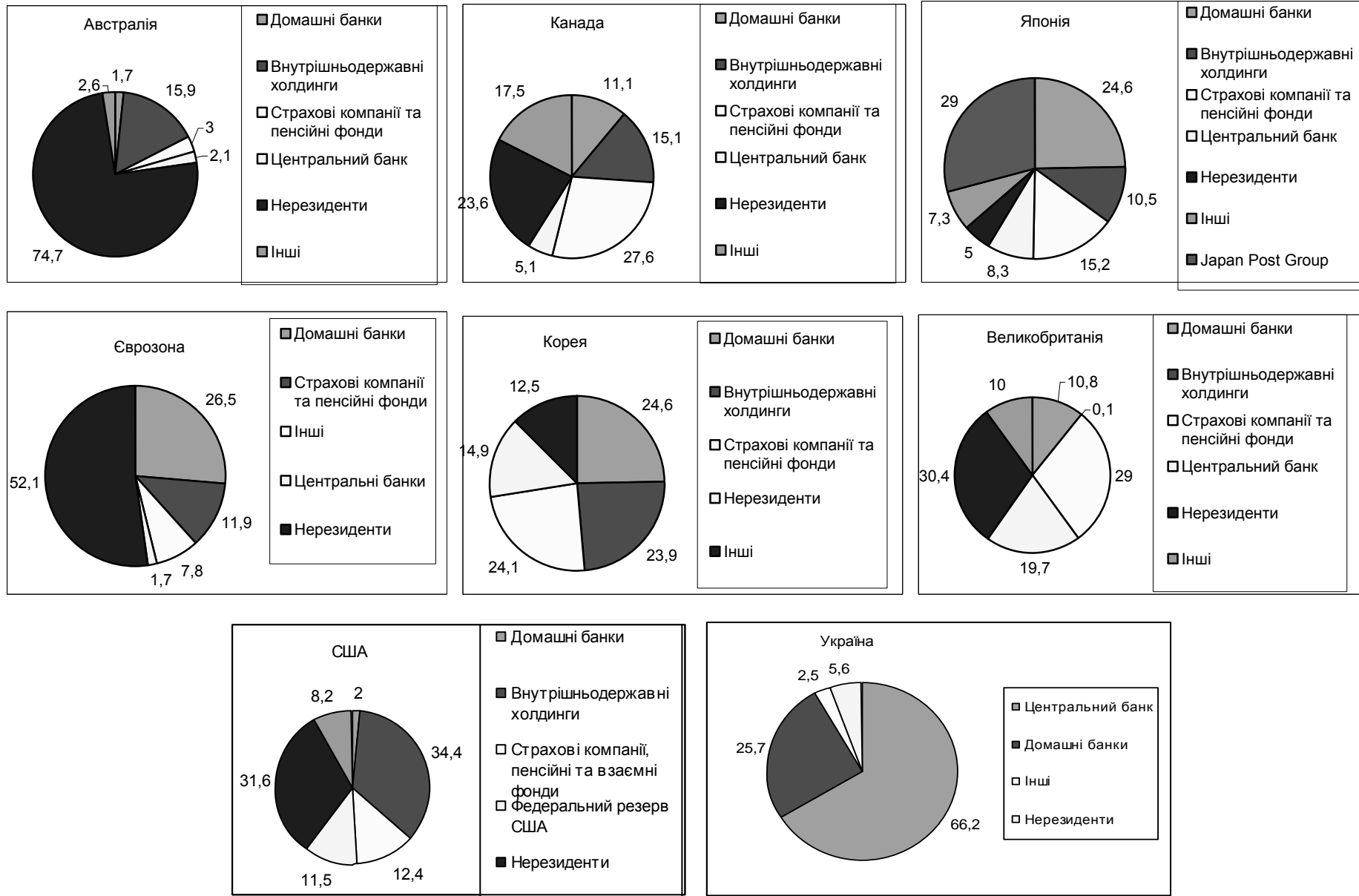


Рисунок 3.6 – Склад утримувачів державних облігацій у різних країнах в 2013 р., % [219]

Інвестори-нерезиденти володіють всього 8,3% облігацій, що дещо подібно до Японії (5%), Кореї (14%). Інші інвестори утримують близько 5% облігацій.

Встановивши, що структура утримувачів цінних паперів держави в Україні не відповідає структурам економічно розвинених країн світу, вважаємо за доцільне розглянути інші країни, зокрема ті, стан економік яких є кризовим. На рис. 3.7 представлена структура власників державних облігацій Греції.

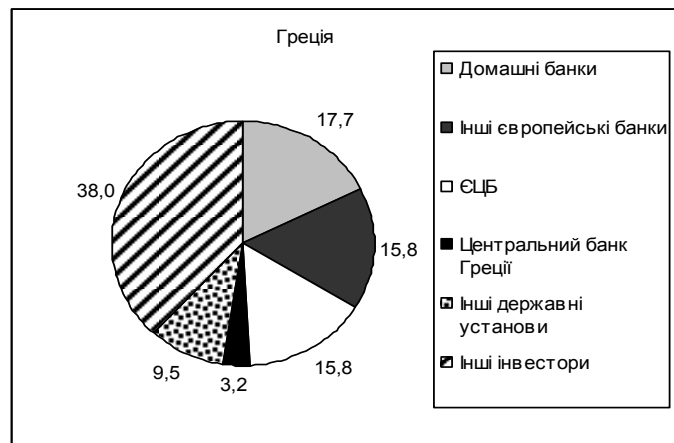


Рисунок 3.7 – Склад власників державних облігацій у Греції в 2013 р., % [280]

Як видно з рисунку, лівова частка державних облігацій припадає на банківські установи, як і в Україні. Проте у Греції виявляється специфіка країни-члена Єврозони. Європейський центральний банк володіє значно більшою частиною державних облігацій країни (15,8%), аніж Центральний банк Греції (всього 3,2%). Також доволі значна кількість цінних паперів знаходиться у власності як банків Греції, так і банків інших Європейських країн (сукупно вони тримають третину усіх державних облігацій).

Спостерігається значно більша подібність структури власності облігацій України до Греції – країни, що досить важко переживає наслідки фінансової кризи, аніж до країн, що динамічно розвиваються у фінансовому та економічному плані. Це свідчить про те, що існуючу структуру не можна вважати задовільною та необхідними є пошуки шляхів її покращення, урахувавши досвід країн, що певною мірою мають схожі проблеми.

Ураховуючи євроінтеграційний пріоритет України, варто також розглянути структуру власників державних цінних паперів країн Європи, особливо нових членів ЄС (рис. 3.8).



Рисунок 3.8 – Склад утримувачів державних облігацій у країнах Європи в 2013 р., % (складено на основі [219])

Нерезиденти у структурі власників особливо помітно домінують у таких країнах, як Німеччина, Естонія, Ірландія, Франція, Латвія, Литва, Угорщина, Нідерланди, Австрія, Польща, Португалія, Словенія, Словаччина, Фінляндія (понад 50% структури). Резиденти, що здійснюють фінансову діяльність, займають лідируючі позиції у Бельгії, Болгарії, Чеській республіці, Іспанії, Італії, Люксембурзі, Мальті, Румунії, Швеції. Хоча між країнами мають місце значні розбіжності й важко зробити однозначні висновки, але, все ж таки, Україна за своєю структурою власників державних облігацій більше подібна до країн, що є новими членами ЄС, особливо Румунії, що приєдналася до ЄС відносно недавно – в 2007 р. Країни-нові члени ЄС мають ще не повністю стабілізовані фінансові ринки, та відповідно, у них часто виникають проблеми у сфері розміщення й обігу державних цінних паперів, як і в нашій країні. До того ж, є певна подібність України до країн, що не є новими членами ЄС, але відчувають фінансові



труднощі та зазнали серйозної шкоди від фінансової кризи (наприклад, Іспанія, Італія).

Розглянемо динаміку структури власників ОВДП України за останні роки (рис. 3.9). Протягом 2009-2013 рр. обсяги випуску облігацій зросли в десятки разів, причому особливо бурхливий розвиток почався з травня 2009 р., коли розміщення стало здійснюватися за ринковими ставками. НБУ найактивніше придбавав ОВДП, постійно збільшуючи свою частку в загальній структурі. Нарощували показники також і банки України. Дещо розширюють свою присутність у базі інвесторів й інші інвестори, зокрема Нафтогаз, Фонд гарантування вкладів фізичних осіб, однак їх питома вага порівняно з банківською системою є дуже незначною.

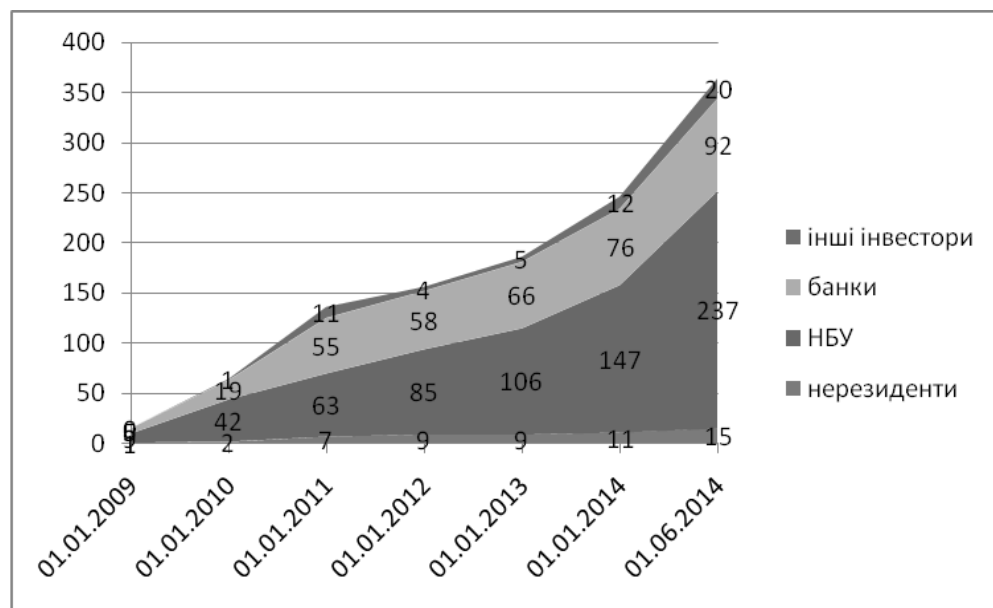


Рисунок 3.9 – Динаміка структури інвесторів ОВДП України у 2009-2013 рр., млрд. грн. (складено на основі [147])

Викликає занепокоєння той факт, що НБУ став провідним власником облігацій замість того, щоб бути головним агентом уряду на первинному ринку облігацій держави.

Загалом державні облігації в Україні не користуються популярністю серед нерезидентів, які протягом усього аналізованого періоду мали незначну ча-

стку облігацій у власності, хоча в динаміці вона й дещо збільшилася. Низька питома вага нерезидентів говорить про те, що іноземні інвестори вивели більшість фінансових ресурсів з українського фондового ринку та не планують на даний час розширювати на ньому свою присутність через низьку інвестиційну привабливість країни. Це наочно підтверджується тим фактом, що в рейтингу «Doing Business-2013» за категорією «захист інвесторів» опустилася до 117 місця. Окрім того, в нашій країні іноземні інвестори не мають можливості страхувати свої валютні ризики через відсутність валютних деривативів, запровадження яких гальмується НБУ вже кілька років [85].

При цьому варто зауважити, що у ряді країн нерезиденти володіють найбільшими частками державних облігацій, особливо в країнах зони євро. Зазначимо також, що питома вага нерезидентів за останнє десятиріччя помітно зростає (окрім Японії та Канади). Починаючи з 2007 р. ця тенденція уповільнилася, та навіть змінилася на протилежну в деяких країнах зони євро (Греція, Ірландія, Португалія, Іспанія) [233].

В Україні з 2009 р. була запроваджена Концепція розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів в Україні на 2009-2013 роки, що передбачала заходи:

- запровадження ринкового ціноутворення при розміщенні внутрішніх державних облігацій;
- створення системи первинних дилерів державних цінних паперів;
- розширення спектру інструментів державної позики;
- підвищення прозорості здійснення державних запозичень;
- розміщення коштів єдиного казначейського рахунку;
- управління ризиками, які пов'язані з державним боргом [137].

Особливої уваги заслуговує пункт щодо запровадження інституту первинних дилерів. Первинними дилерами можуть бути банки, які:

- мають ліцензію на провадження професійної діяльності на фондовому ринку;
- мають сплачений статутний капітал, еквівалентний не менше ніж 10

млн. євро;

- мають загальний обсяг торгівлі ОВДП не менше 1 млрд. грн.;
- забезпечують викуп при розміщенні ОВДП не менше, ніж 3 % від загального обсягу таких договорів протягом кожного півріччя;
- здійснюють постійні двосторонні котирування ОВДП тощо [112].

Початково при введенні інституту первинних дилерів передбачалося, що він на ринку цінних паперів дозволить:

- спростити уряду залучення коштів до державного бюджету;
- знизити вартість внутрішніх запозичень;
- збільшити обсяги торгівлі ОВДП на вторинному ринку;
- розширити коло інвесторів у державні цінні папери (в т.ч. страхові компанії, пенсійні фонди тощо).

Починаючи з 19 лютого 2010 р. доступ до аукціонів з первинного розміщення ОВДП мали 16 банків – первинних дилерів (їх кількість з кожним роком поступово збільшується). Усі інші бажаючі вкладати кошти в цінні папери держави повинні купувати їх на вторинному ринку. У випадку неможливості продати ОВДП підтримувати банки повинен НБУ. Це нормальна міжнародна практика, яку потрібно впроваджувати у звичайний час (не в кризовий), оскільки ОВДП мають обмежений попит. Активну участь у цьому процесі має брати НБУ, який через інструмент РЕПО підтримує достатню ліквідність банків, якщо вони придбають облігації і нікому не зможуть їх продати. Традиційно дилери заробляють на різниці між ціною купівлі паперів у Міністерства фінансів і їх перепродажу. В економічно розвинених країнах Заходу комісія становить від десятих до сотих частки відсотка суми угоди [113].

У число фінансових установ, що виконують функції первинних дилерів на ринку ОВДП в Україні станом на 09.10.2014 р., входили:

- ПАТ «Райффайзен Банк Аваль»;
- ПАТ «ІНГ Банк Україна»;
- ПАТ «Державний ощадний банк України»;
- ПАТ «Державний експортно-імпортний банк України»;

- ПАТ АБ «Укргазбанк»;
- АТ «Укрсиббанк»;
- ПАТ «ОТП Банк»;
- ПАТ «Сітібанк»;
- ПАТ «ВТБ Банк»;
- ПАТ «КБ Хрещатик»;
- АТ «Дельта Банк»;
- ПАТ «КБ НАДРА»;
- ПАТ «Універсал Банк»;
- ПАТ «Дочірній банк Сбербанку Росії»;
- ПАТ «Фідобанк»;
- ПАТ «Діамантбанк»;
- ПАТ «КБ Фінансова ініціатива»;
- ПАТ «Укрсоцбанк»;
- ПАТ «Перший Український Міжнародний Банк» [122].

За допомогою впровадження системи первинних дилерів уряд України намагається побудувати систему, за якої первинний продаж державних облігацій здійснюється професійними фінансовими посередниками – найсильнішими гравцями на вітчизняному фінансовому ринку. До того ж, на них намагаються перекласти зобов'язання по забезпеченню ліквідності вторинного ринку державних цінних паперів.

Проміжні результати функціонування інституту первинних дилерів в Україні за час їх діяльності на ринку є неоднозначними. З одного боку, було перенесено частину ризиків функціонування вторинного ринку на дилерів з НБУ, а також дещо підвищено прозорість та ліквідність ринку. А з іншого боку, фактично держава залишається активним покупцем власних цінних паперів (хоча й опосередковано) через банки та реалізує політику, що може зменшити зацікавленість первинних дилерів у розбудові ринку цінних паперів в подальшому [139].

Вторинний ринок ОВДП України є недостатньо ліквідним, а інститут пе-

рвинного дилерства – недостатньо ефективним. Для того, щоб первинні дилери стали дієвими, так, як наслідок, відбувалося поліпшення структури власників державних облігацій, необхідно вивчати та запроваджувати на практиці світовий досвід щодо функціонування цього інституту (враховуючи реалії України).

На рис. 3.10 наведено дані щодо кількості первинних дилерів у країнах Європи та Північної Америки в 2013 р..

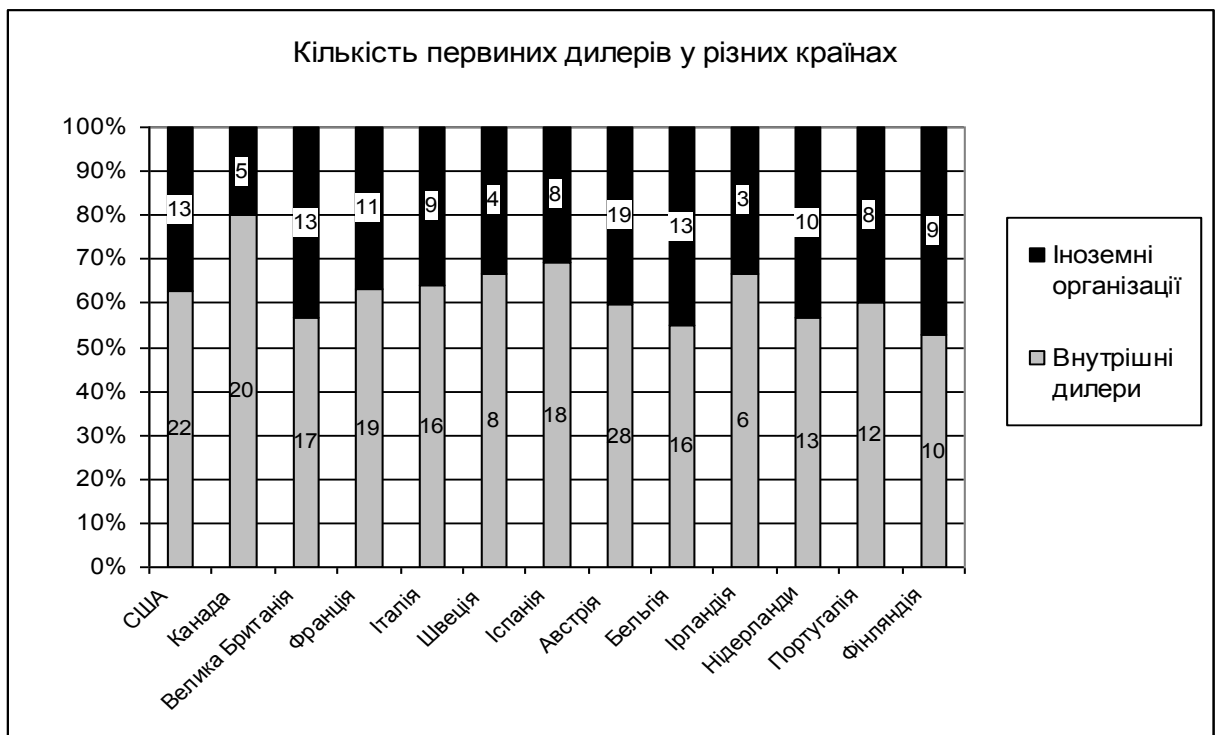


Рисунок 3.10 – Національні та іноземні первинні дилери в країнах Європи та Північної Америки в 2013 р. [98]

Варто зауважити, що є серед них компанії, контрольовані іноземцями. Іноземних дилерів залучають, щоб полегшити розміщення боргових цінних паперів, номінованих у місцевій валюті, за якими простіше розраховуватися. Їх також легше розміщувати при не досить сприятливій ситуації на зовнішніх фінансових ринках. Так, наприклад, у США первинними дилерами допускають стати тільки ті країни, що дозволять національним структурам функціонувати на первинному ринку власних державних паперів. Деякі економічно розвинені

країни не практикують систему первинних дилерів, але їх меншість (Німеччина, Японія, Швейцарія). Тому ця система вважається англо-американською [260].

Як видно з рисунку, кількість іноземних дилерів у деяких країнах є суттєвою. Наприклад, у Фінляндії їх майже стільки ж, скільки й внутрішніх дилерів (9 та 10 відповідно). Тому вважаємо за доцільне в Україні також поступово розширювати присутність іноземних компаній в якості первинних дилерів цінних паперів, що дасть відчутні переваги.

Також варто розширювати загальний перелік банків – первинних дилерів, знявши обмеження, які існували раніше. Фахівці вважають, що об'єктивно в країні значно більша кількість банків, ніж на даний момент, відповідає вимогам, щоб бути первинними дилерами.

Дуже важливий фактор побудови ефективної системи первинного дилерства – відновлення регулярного й систематичного випуску вітчизняних боргових цінних паперів, оскільки при відсутності пропозиції створити ліквідність неможливо [84].

Ще одне важливе питання, яке не можна залишити поза увагою, розглядаючи державні облігації України та їх власників – кредитні рейтинги країни від міжнародних рейтингових агентств. Це пов'язано з тим, що отримання суверенного кредитного рейтингу демонструє рівень готовності та можливості уряду сплатити за своїми борговими зобов'язаннями відповідно до умов випуску, що дає можливість інвесторам встановити відповідність пропонованої ставки доходу потенційним ризикам. Тому, відповідно, вартість боргових зобов'язань та попит на них залежить від присвоєного міжнародного кредитного рейтингу.

Для інвесторів рейтинги, встановлені міжнародними рейтинговими агентствами, допомагають скласти уявлення про інвестиційний клімат країни та боргові цінні папери. Рейтинги є простим та зручним інструментом виявлення кредитного ризику та премії за ризик боргових зобов'язань.

Суверенні кредитні рейтинги від міжнародних агенств «Standard and Poor's Corporation», «Moody's Investors Service, Inc.», «Fitch Ratings Ltd.» є за-

гальновизнаними серед емітентів, міжнародних інвесторів та регулюючих органів. Шкали їх рейтингів поділяються на дві частини: інвестиційну та спекулятивну (табл. 3.11). До інвестиційного класу відносяться «першокласні» зобов'язання емітентів з рейтингом, що говорить про найвищу, хорошу або прийнятну здатність до погашення боргових зобов'язань. У свою чергу, спекулятивний клас включає «непершокласні» зобов'язання емітентів, що характеризуються високим кредитним ризиком або навіть перебувають на межі дефолту [72].

Таблиця 3.11 – Кредитні рейтинги провідних міжнародних агентств по короткостроковим та довгостроковим зобов'язанням [232]

	Moody's	S&P	Fitch
Інвестиційний клас (Prime)	Aaa	AAA	AAA
	Aa	AA	AA
	A	A	A
	Baa	BBB	BBB
Не інвестиційний клас (Non prime)	Ba	BB	BB
	B	B	B
	Ca	CCC	CCC
	C	CC	CC
		C	C
		SD	DDD
		D	DD
			D

Співпраця уряду України із міжнародними рейтинговими агентствами почалася з 1997 р., коли було вперше здійснено емісії зовнішніх боргових зобов'язань, для чого отримання кредитних рейтингів було необхідним. На жаль, протягом усього періоду цієї співпраці кредитні рейтинги вітчизняних боргових зобов'язань жодного разу не отримали інвестиційної категорії [116].

В сучасних умовах кредитні рейтинги боргових зобов'язань України знаходяться на досить низькому рівні та знижуються в динаміці (табл. 3.12).

Присвоєні Україні рейтинги свідчать, що короткострокові та довгострокові зобов'язання країни мають спекулятивний характер. Їх емітент хоча й має можливості для погашення, проте вони є дуже чутливими до несприятливих

економічних умов, які у випадку настання негативно вплинуть на обслуговування боргових зобов'язань в майбутньому.

Таблиця 3.12 – Кредитні рейтинги боргових зобов'язань України в 2013 р.  
[228, 232, 272]

Рейтинги	Moody's	S&P	Fitch
Короткострокові зобов'язання			
- в національній валюті	-	CCC(-)	B-
- в іноземній валюті	-	CCC(-)	B-
Довгострокові зобов'язання			
- в національній валюті	Caa2(-)	CCC(-)	B-
- в іноземній валюті	Caa2(-)	CCC(-)	B-
Дата присвоєння (підтвердження рейтингу)	28.01.14	19.12.14	08.11.13

Надання українським облігаціям рейтингів спекулятивного класу пов'язане з численними негативними факторами політичного й економічного характеру:

- хронічна політична й економічна нестабільність в Україні;
- проблема неплатежів у народному господарстві;
- наслідки світової фінансової кризи 2008-2009 років;
- негативна історія реструктуризації державного боргу;
- ризики у банківському та корпоративному секторах;
- високий рівень державного боргу та бюджетного дефіциту;
- невеликі обсяги міжнародних резервів НБУ;
- непередбачуваність політичної ситуації в країні;
- неузгодженість дій виконавчої і законодавчої влади, що заважає здійсненню структурних реформ і т.д.

Той факт, що рейтинги знизилися останнім часом, пов'язаний із побоюваннями щодо ліквідності банківської системи України, наповнення державних резервів та необхідності значних виплат до кінця 2014 року. Окрім того, істотний фактор ризику – переговори з МФВ щодо програми фінансування, а також певне погіршення відносин з Російською Федерацією.

Варто зазначити, що саме внутрішні політичні чинники істотно вплива-



ють на ступінь надійності боргових зобов'язань України та рівень їх рейтингу, а відповідно, й структуру власників.

З метою поліпшення міжнародних кредитно-інвестиційних рейтингів країни слід зазначити ключові фактори, що будуть сприяти їх зростанню (рис. 3.11) [116].



Рисунок 3.11 – Ключові фактори поліпшення міжнародних рейтингів України (складено на основі [72, 116])

Поліпшення рейтингів боргових зобов'язань України із спекулятивного рівня до інвестиційного рівня дасть змогу не тільки підвищити інвестиційну

привабливість країни, але й залучати ресурси за значною сприятливішою ставкою дохідності в бажаний термін та потрібному обсязі, полегшить здійснення експортно-імпортних операцій, буде сприяти надходженню в країну прямих іноземних інвестицій, розширить базу кредиторів такими перспективними й важливими міжнародними інвесторами, як страхові компанії та пенсійні фонди. А окрім того, кращі кредитно-інвестиційні рейтинги дадуть змогу сформувати більш ефективну структуру бази утримувачів державних облігацій України.

Таким чином, структура утримувачів державних цінних паперів свідчить, що державні облігації в Україні лише декларуються як універсальні та безризикові. На практиці ж ринок державних цінних паперів в країні слабкий та несаможиттєвий. Держава, дбаючи про власний бюджет, фактично здійснює дискредитацію довіри інвесторів до нього, а встановлення неринкових ставок дохідності на первинному ринку відлякує потенційних інвесторів остаточно.

Структура утримувачів державних облігацій в Україні має бути змінена у бік більшої відповідності структурам, що склалися в економічно розвинених країнах світу, зокрема країнах Європи. На нашу думку, оптимальна структура утримувачів має обов'язково враховувати стан економічної безпеки країни як головної складової національної безпеки. Тому існуючий перелік індикаторів стану економічної безпеки України варто доповнити показниками, що характеризують оптимальну структуру власників державних облігацій України.

Загалом для оцінки параметрів боргової безпеки світова практика використовує понад два десятки індикаторів та ще більшу кількість їх граничних значень, що зумовлено різноманітністю методик, застосовуваних для їх розрахунку, специфікою розрахунку та використання певних макроекономічних показників кожною країною, родом заборгованості (приватна, державна, гарантована державою) й джерелами погашення заборгованості [1]. Так, Світовий банк для аналізу боргової безпеки пропонує використовувати Мінімальну стандартну модель та згідно неї визначати ключові боргові індикатори (табл. 3.13).

Зазначимо, що не існує універсальних показників боргової безпеки держави, а граничні значення показників можуть відрізнятися залежно від ос-

новних макроекономічних параметрів, що показують розвиток держави.

Таблиця 3.13 – Мінімальна стандартна модель Світового банку для оцінки боргової безпеки країни [181]

Назва показника	Економічний зміст
Відношення валового зовнішнього боргу до експорту товарів і послуг, %	Показує відносну довгострокову спроможність держави акумулювати валютні надходження без додаткового тиску на сальдо платіжного балансу
Відношення валового зовнішнього боргу до ВВП, %	Показує загальний рівень боргової складової економіки
Відношення загальних платежів щодо обслуговування боргу до експорту товарів і послуг, %	Коефіцієнт обслуговування боргу, що показує, яка частина валютних надходжень направляється у сферу погашення боргу
Відношення відсоткових платежів до ВВП, %	Визначає можливість обслуговування зовнішнього боргу
Відношення відсоткових платежів до експорту товарів і послуг, %	Визначає частину валютних надходжень, які спрямовуються на обслуговування боргу
Відношення міжнародних резервів до валового зовнішнього боргу, %	Показує, чи може країна використовувати свої резерви для погашення зовнішнього боргу, і яку саме їх частину
Відношення міжнародних резервів до імпорту товарів і послуг, %	Відображає запас фінансової міцності країни
Відношення короткострокового боргу до валового зовнішнього боргу, %	Показує, яку частку становить короткостроковий борг у загальній сумі зовнішнього боргу
Відношення боргу міжнародним організаціям до валового зовнішнього боргу, %	Відображає питому вагу заборгованості міжнародним фінансовим організаціям у загальній сумі зовнішнього боргу, або залежність країни від фінансування цими організаціями

У Методиці розрахунку рівня економічної безпеки України, що була розроблена з урахуванням світового досвіду та специфіки стану заборгованості України, боргова безпека визначається як такий рівень внутрішньої і зовнішньої заборгованості з урахуванням вартості її обслуговування й ефективності використання внутрішніх і зовнішніх запозичень та оптимального співвідношення між ними, достатній для вирішення нагальних соціально-економічних потреб, що не загрожує втратою суверенітету й руйнування вітчизняної фінансової системи [119].

Виконання умов боргової безпеки держави спрямовується на задоволення економічних потреб у фінансових ресурсах, ураховуючи те, що перевищення даного критичного рівня може спричинити незворотні процеси щодо

можливостей повернення боргів, їх обслуговування, до так званої кризи ліквідності або боргової кризи, чи одновекторної економічної, фінансової і навіть політичної залежності від кредиторів.

Існуючі показники боргової безпеки представлені в табл. 3.14.

Таблиця 3.14 – Показники боргової безпеки країни відповідно до Методики розрахунку рівня економічної безпеки України [119]

Показники	Значення
Відношення загального обсягу державного боргу до ВВП, %	не більше 55
Відношення загального обсягу зовнішнього боргу до ВВП, %	не більше 25
Рівень зовнішньої заборгованості на одну особу, дол. США	не більше 200
Відношення державного зовнішнього боргу до річного експорту товарів і послуг, %	не більше 70
Відношення відсоткових платежів з обслуговування державного боргу до річного експорту товарів і послуг, %	не більше 12
Відношення обсягу сукупних платежів з обслуговування державного боргу до доходу державного бюджету, %	не більше 20
Відношення обсягу внутрішнього боргу до ВВП, %	не більше 30
Відношення обсягу сукупних платежів з обслуговування внутрішнього боргу до доходів державного бюджету, %	не більше 25
Відношення заборгованості уряду за державними цінними паперами до ВВП, %	не більше 30

З урахуванням середніх показників структури власників державних облігацій в економічно розвинених країнах світу та сучасного стану вітчизняного ринку цих цінних паперів ми пропонуємо доповнити даний перелік показником частки кожного утримувача державних облігацій в загальній структурі, та вважаємо за доцільне встановити частки груп власників на рівні не більше, ніж 30% по кожній. Це пов'язано з тим, що будь-який учасник ринку, що утримує 30% та більше державних цінних паперів, фактично стає монополістом на ньому та може суттєво впливати на параметри цього ринку. Окрім того, бажано зменшити частку цінних паперів, що може максимально належати НБУ, до 10% (так як фактично придбання НБУ державних цінних паперів є фінансування державою самої себе). Слід також контролювати показник співвідношення часток нерезидентів та резидентів, оскільки від цього залежить національний фінансовий суверенітет.

У той же час, щоб компенсувати подібні зміни, слід активно залучати не-

банківських інституційних інвесторів, зокрема, страхові компанії, недержавні пенсійні фонди та ІСІ, що в економічно розвинених країнах світу є дуже впливовими інвесторами, а в Україні, на жаль, не виявляють інтересу до державних цінних паперів. Це також стосується і населення та нерезидентів.

Звичайно, якісна зміна структури – це тривалий і складний процес, що вимагає багато зусиль. Для того, щоб її досягти, необхідно здійснити ряд заходів, зокрема:

- підвищення міжнародних кредитно-інвестиційних рейтингів України та загальне поліпшення інвестиційного клімату, що сприятиме зростанню зацікавленості нерезидентів та інших резидентів, окрім банків, до державних цінних паперів;

- удосконалення законодавчої бази (зокрема, встановлення обмеження на питому вагу кожної з груп інвесторів на рівні не більше 30%, що фактично стосується банківських установ, а також на питому вагу НБУ не більше 10%);

- забезпечення стабільної емісії державних цінних паперів (стабільна пропозиція є необхідною передумовою формування попиту на цінні папери);

- подальший розвиток інституту первинних дилерів та усунення обмежень щодо їх діяльності (це сприятиме підвищенню ліквідності ринку цінних паперів та конкуренції на ньому);

- розширення кола інвесторів з обов'язковим включенням в структуру страхових компаній, ІСІ, недержавних пенсійних фондів, внутрішньодержавних холдингів та інших груп, що дасть змогу скоротити надлишкову питому вагу банківських установ.

Отже, хоча державні облігації України й виконують багато економічних функцій та відіграють свою роль для економіки країни, вони ще далекі від цінних паперів, емітованих урядами економічно розвинених країн. За роки існування державних облігацій в українському бюджетному просторі вони перетворилися на універсальний інструмент для вирішення поточних фінансових проблем уряду, що явно відображено в структурі власників.

Така ситуація є ненормальною, а тому держава має як можна швидше ро-

зробити програму формування і розвитку ринку свого боргу як складової частини фондового ринку. Головну увагу слід при цьому зосередити на якісній зміні структури власників та залучення різних класів інвесторів, здійснюючи при цьому одночасно інформаційну кампанію з метою підвищення довіри до державних цінних паперів.

Держава повинна законодавчо гарантувати незмінність умов випусків цінних паперів на весь період їхнього обігу, так як кожний випадок зміни цих умов різко погіршує інвестиційну привабливість цього сегменту ринку, знижуючи можливості залучення інвесторів.

### 3.3 Дослідження впливу державних капітальних інвестицій на показники соціально-економічного розвитку України

Капітальні інвестиції є життєво важливими для досягнення і підтримання протягом тривалого часу економічного зростання та забезпечення росту доброту усіх прошарків населення. Ефективність довгострокового фінансування будівництва нових виробничих і невиробничих об'єктів, а також модернізації існуючих багато в чому залежить від пропорцій між приватними та державними інвестиціями.

Активізуючи або стримуючи інвестиційну політику шляхом безпосереднього нарощування або скорочення державних капіталовкладень, держава здійснює вплив на загальну економічну кон'юнктуру, розвиток національної економіки. Активізація інвестиційної діяльності в державному секторі викликає попит на інвестиційні товари та робочу силу не лише в державному секторі, але й у приватному, не тільки в галузях, які випускають машини й обладнання, а й у будівництві, усіх інших галузях народного господарства, навіть до добувних галузей промисловості й сільського господарства [79].

Саме держава, здійснюючи власні автономні інвестиції, має можливість

викликати мультиплікаційний ефект збільшення загальнонаціонального продукту, який у свою чергу провокує індуковані інвестиції, що пов'язані з ефектом акселерації. Держава – єдиний дієвий суб'єкт, що стоїть на сторожі загальнонаціональних господарських інтересів суспільства. Все це свідчить про те, що держава виконує величезну мобілізаційну роль у накопиченні капіталу, в інтересах успішного розвитку соціально орієнтованого народногосподарського комплексу.

Звертаючись до української дійсності, варто зазначити, що починаючи з 90-х років уряд згортав державні капіталовкладення, унаслідок чого неухильно скорочувалися інші інвестиції та ріст ВВП.

Для розширеного відтворення основних фондів та об'єктів соціальної інфраструктури українським підприємствам необхідні капітальні вкладення. Вони являють собою грошове вираження інвестицій, що направлені на відтворення основних і оборотних фондів та складаються із витрат на розширення, реконструкцію, технічне переоснащення діючих та нових підприємств, а також заміни новими основних фондів, що вибули [81].

У загальному вигляді джерелами фінансування перелічених вище заходів можуть бути:

- власні кошти підприємств у вигляді використання частини нерозподіленого прибутку, доходи від продажу цінних паперів;
- банківські кредити;
- залучення іноземних інвестицій та утворення спільних підприємств;
- кошти державного бюджету (централізовані капітальні вкладення) [76].

Розглянемо динаміку фінансування інвестицій в Україні за джерелами протягом останнім років (табл. 3.15).

Із даних таблиці видно, що протягом 2006-2013 рр. загальний обсяг капітальних інвестицій суттєво зріс: із 148972,3 млн. грн. до 247891,6 млн. грн., причому динаміка змін за окремими джерелами фінансування була різною. Так, найбільші суми протягом усього аналізованого періоду припадали на власні кошти підприємств та організацій – більше половини від усіх інвестицій. Ці ресу-

рси зросли з 89135 млн. грн. до 157122 млн. за період.

Таблиця 3.15 – Джерела фінансування капітальних інвестицій в Україні в 2006-2013 рр., млн. грн. [147]

Джерела	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Відхилення
Усього	148972,3	222678,9	272074,1	192878	189060,6	259932,2	263727,7	247891,6	98919,3
у т.ч. за рахунок									
коштів державного бюджету	9605,3	15077,3	15402,9	8360,8	10952,2	18394,6	16530,9	6243,5	-3361,8
коштів місцевих бюджетів	6732,2	9370,4	12498	5914,5	6367,7	8801,3	8307,7	7036,7	304,5
власних коштів підприємств та організацій	89136,3	130514,8	161277,2	127435,4	114963,6	152279,1	156149,3	157122	67985,7
кредитів банків та інших позик	21256,8	33903,8	42981	25587,5	23336,2	42324,4	42526,9	36650	15393,2
коштів іноземних інвесторів	5094,2	7251,3	8087	8209,4	4067,7	7196,1	x	4009,5	-1084,7
коштів населення на індивідуальне житлове будівництво	5110,4	18428,4	21084,2	10298,2	20830,2	19572,9	21975,1	27686,2	22575,8
інших джерел фінансування	12037	8132,7	5039,6	7072,2	8543	11363,9	18237,8	9143,7	-2893,3

Вагомими були також кредити банків та інші позики, які зросли за 2006-2013 рр. на 36650 млн. грн. Кошти населення на індивідуальне житлове будівництво на початку аналізованого періоду були не досить вагомим джерелом фінансування, склавши 5110 млн. грн., однак вони зростали найвищими темпами, в 2013 р. сягнувши рівня 27686 млн. грн. у 2013 р. Мало також місце незначне скорочення інших джерел фінансування за аналізований період на 2893 млн. грн., і в 2013 р. вони склали 9143,7 млн. грн. Кошти місцевих бюджетів за період дещо зросли: з 6732 млн. грн. до 7036 млн. грн. (на 304,5 млн. грн.). Щодо інвестування за рахунок коштів державного бюджету, то воно також було не досить вагомим джерелом фінансування, склавши в 2006 р. 9605 млн. грн., а в



2013 р. – 6243,4 млн. грн. – це найнижчий показник з весь аналізований період. Зміна по рокам була нерівномірною, а найвищий рівень був у 2011 р. – 18394 млн. грн.

Розглянемо зміну питомих ваг різних джерел фінансування інвестицій за 2006-2013 рр. (табл. 3.16).

Таблиця 3.16 – Структура джерел фінансування капітальних інвестицій в Україні в 2006-2013 рр., % [147]

Джерела	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Відхилення
Усього	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	0,0
у т.ч. за рахунок									
коштів державного бюджету	6,4	6,8	5,7	4,3	5,8	7,1	6,3	2,5	-3,9
коштів місцевих бюджетів	4,5	4,2	4,6	3,1	3,4	3,4	3,2	2,8	-1,7
власних коштів підприємств та організацій	59,8	58,6	59,3	66,1	60,8	58,6	59,2	63,4	3,5
кредитів банків та інших позик	14,3	15,2	15,8	13,3	12,3	16,3	16,1	14,8	0,5
коштів іноземних інвесторів	3,4	3,3	3,0	4,3	2,2	2,8	х	1,6	-1,8
коштів населення на індивідуальне житлове будівництво	3,4	8,3	7,7	5,3	11,0	7,5	8,3	11,2	7,7
інших джерел фінансування	8,1	3,7	1,9	3,7	4,5	4,4	6,9	3,7	-4,4

Дані таблиці свідчать, що найбільшу питому вагу серед усіх джерел фінансування інвестицій займали протягом усього аналізованого періоду власні кошти підприємств та організацій – в середньому близько 60% від загального обсягу інвестицій. Варто зазначити, що мало місце зростання частки даного джерела фінансування на 3,5% за період, що цілком логічно та зрозуміло для держави, що здійснила перехід від планової до ринкової економіки та розбудовує ринкові відносини. Наступним з значущістю джерелом фінансування інвестицій були кредити банків та інші позики, їх частка коливалася навколо показника 14% та склала в 2013 р. 14,8%, продемонструвавши ріст 0,5 пункти. Не досить вагомими джерелами були кошти населення на житлове будівництво та інші джерела фінансування: перші за період зросли на 7,7 пункти і склали 11,2% від усіх джерел фінансування. Інші джерела, навпаки, скоротилися на 4,4 пункти і

склали в 2013 р. 3,7% від загального обсягу капітальних інвестицій. Таку ж динаміку продемонстрували й кошти іноземних інвесторів – вони зменшилися більш ніж удвічі в структурі. Якщо в 2006 р. вони становили 3,4% інвестицій, то в 2013 р. – лише 1,6%. Невагомими були й кошти місцевих бюджетів у структурі – 4,5% на початку аналізованого періоду та 2,8% на його кінець. Кошти державного бюджету в структурі капітального інвестування змінювалися аналогічним чином: із 6,4% в 2006 р. до 2,5% в 2013 р. (на 3,9 пункти).

Для того, щоб перевірити, чи є внутрішні закономірності в ряду даних частка державного фінансування капітальних інвестицій, а також встановити лаговість, доцільним є розрахунок коефіцієнтів автокореляції. Для цього скористаємося спеціальною настройкою MS Excel Автокорреляционная функція. Результати дослідження зазначеного числового ряду представлені на рис. 3.12.

На нижній діаграмі штриховою лінією позначений рівень «білого шуму» – межа статистичної значущості коефіцієнтів кореляції. Видно, що в часовому ряді внутрішньої кореляції немає. Досить слабка кореляція на 2 лагу не перевищує рівень статистичної значущості. Звідси слідує, що передбачити зміну частки державного фінансування на наступні роки в принципі неможливо.

Дослідженням взаємозв'язку державних капітальних інвестицій та показниками соціально-економічного розвитку присвячені праці як вітчизняних, так і зарубіжних вчених, таких як О. Бакаєва, Дж. Бейлі, Р. Белмана, М. Бусленка, В. Глушкова, Б. Данилишина, М. Долішнього, М. Згуровського, Е. Лібанової, Д. Норкотта, В. Рутгайзера, У. Шарпа та інших.

Науковці Л. М. Клівіденко, Ю. Б. Прокопишин розглядають граничну межу бюджетних інвестицій А. Фуенте, що знаходиться на рівні 2% від ВВП країни, та розраховують даний показник для України за період 2006-2010 рр. За цією теорією негативним є будь-яке відхилення від 2% [76]. Перевищення лінії Фуенте означатиме надмірне втручання держави в інвестиційні процеси, недопущення приватного інвестора, а також надмірну витрату бюджетних коштів. Зменшення даного рівня нижче 2% свідчить про надмірну автономію економічних процесів та про незацікавленість держави в інвестуванні у власну економі-

ку. Така тенденція призводить до відтоку приватних інвестицій та зменшення рівня інвестиційної привабливості національної економіки. Межа 2% для нашої країни не досягається у дослідженні Л. М. Клівіденко та Ю. Б. Прокопишина за 2006-2010 рр. Ми здійснили аналогічне дослідження за 2006-2013 рр. та переконалися, що й останніми роками зазначена межа не досягається (рис. 3.13).

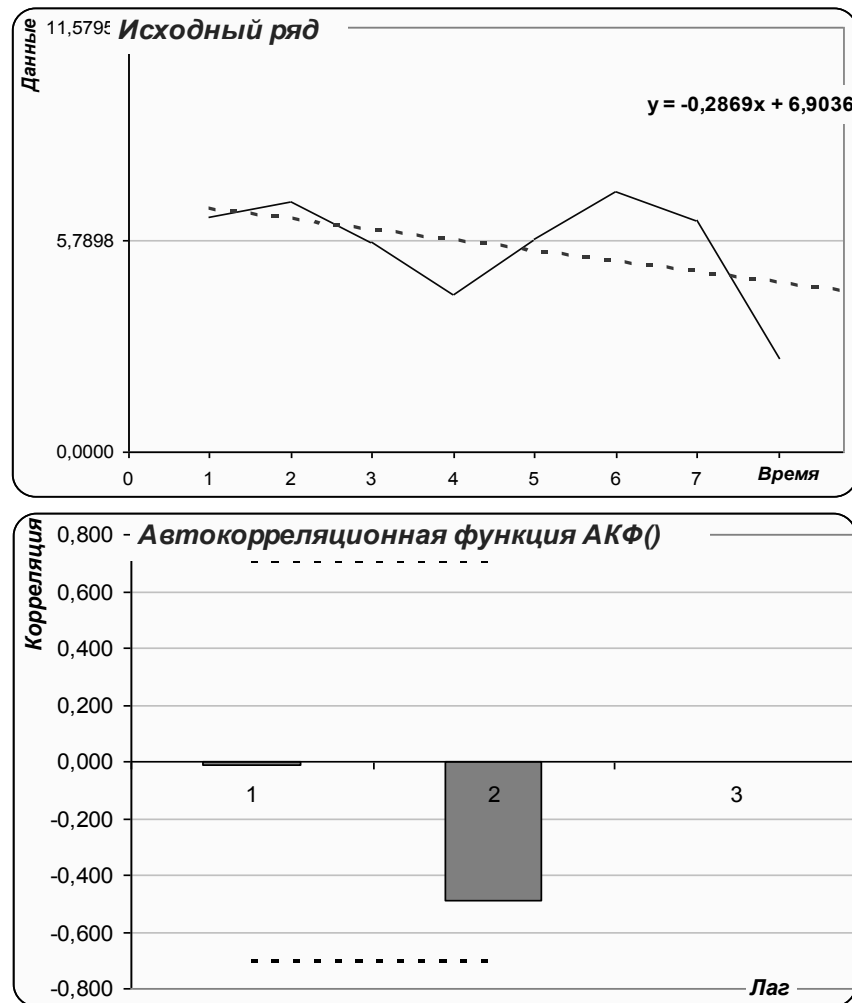


Рисунок 3.12 – Вихідні дані та автокореляційна функція до лагу показника частки державного фінансування інвестицій (побудовано на основі [147])

Починаючи з 2007 р. спостерігається поступове зменшення державних інвестицій у загальному обсязі ВВП, що говорить про зниження ролі бюджетного інвестування. Вчені встановили, що найнижчий рівень 0,92% спостерігається у 2009 р., що відповідає найбільш низьким макроекономічним показникам. У той же час максимальна величина державних інвестицій припадає на 2007 р., і в

ньому ж було досягнуто найвищих темпів економічного зростання.

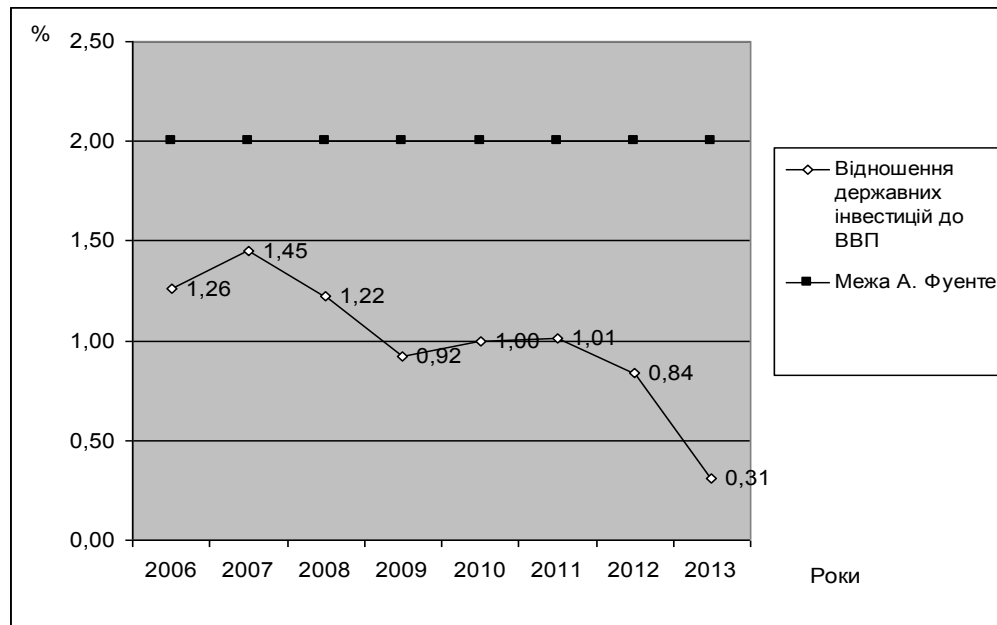


Рисунок 3.13 – Обсяг державних інвестицій у відсотках до ВВП по відношенню до межі А. Фуенте у 2006-2013 рр. (побудовано на основі [147])

Дослідники дійшли висновку, що навіть незначні зміни у державних інвестиціях можуть здійснювати важливий вплив на економічний розвиток країни. Такі висновки отримано на базі порівняння темпів зростання ВВП та обсягу державних інвестицій за період 2006-2010 рр. (розглядалися абсолютні та відносні показники).

На нашу думку, слід провести порівняльний аналіз показників соціально-економічного розвитку країни та питомої ваги бюджетних інвестицій за більш тривалий період, врахувавши останні роки, а також доповнивши ряд показників іншими значимими показниками: показниками експорту, реальної заробітної плати та індексу промислової продукції.

Сформулюємо дві гіпотези щодо впливу частки державних інвестицій в загальному обсязі капітальних інвестицій України на економічні та соціальні процеси:

1. Зростання питомої ваги держави в структурі капітальних інвестицій країни сприяє росту ВВП.

У рамках цієї гіпотези будуть розглянуті два показники: обсяг річного ВВП (млрд. грн.) та зміна річного ВВП (у відсотках).

2. Істотна частка держави в структурі капітальних інвестицій позитивно впливає на ключові параметри соціально-економічного розвитку.

У рамках гіпотези розглядаються три показники (річна відсоткова зміна), а саме: реальна заробітна плата; індекс промислової продукції; експорт товарів і послуг.

Далі більш детально викладемо результати дослідження щодо підтвердження або спростування сформульованих гіпотез щодо впливу державних інвестицій на соціально-економічний розвиток України.

І гіпотеза – Зростання питомої ваги держави в структурі капітальних інвестицій країни сприяє росту ВВП. Перевірялася шляхом графічного зображення динамічних рядів та співставлення їх тенденцій у кожний часовий період.

Результати проведеного дослідження засвідчили:

1. Аналіз взаємозв'язку частки фінансування капітальних інвестицій за рахунок державного бюджету та обсягу ВВП (рис. 3.14).

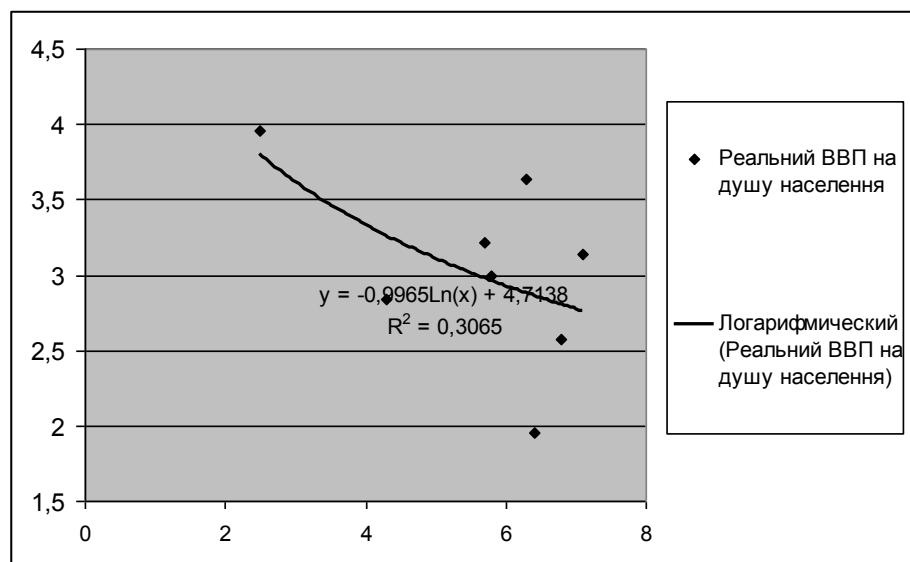


Рисунок 3.14 – Взаємозв'язок обсягу річного ВВП та частки державного фінансування капітальних інвестицій в Україні в 2006-2013 рр.

Представлений вище рисунок свідчить, що реальний ВВП країни протя-

гом 2006-2013 рр. змінювався нерівномірно. У 2006-2008 р. відбувалося димайчне нарощування обсягів реального ВВП – із 1,95 до 3,22 тис. дол. На душу населення. Після падіння в 2009 р. наступними роками мало місце його подальше нарощування, яке триває і понині, однак приріст є незначним. Здебільшого ці процеси відповідали й темпам зміни частки державного фінансування, окрім окремих років, зокрема, 2008-2009 рр. та 2013 рр., коли при скороченні обсягів державного фінансування капітальних інвестицій ріст обсягу ВВП зберігся, що ймовірніше за все, було пов'язане з дією інших чинників. Але загалом важливість істотної присутності держави в структурі капітальних інвестицій є наочною. Між двома аналізованими показниками існує помірний зв'язок із коефіцієнтом кореляції  $-0,522$ , напрямком якого є зворотнім, що відповідає тенденціям в економічно розвинених країнах світу.

2. Порівняльний аналіз частки фінансування капітальних інвестицій за рахунок державного бюджету та відсоткової зміни річного ВВП (рис. 3.15).

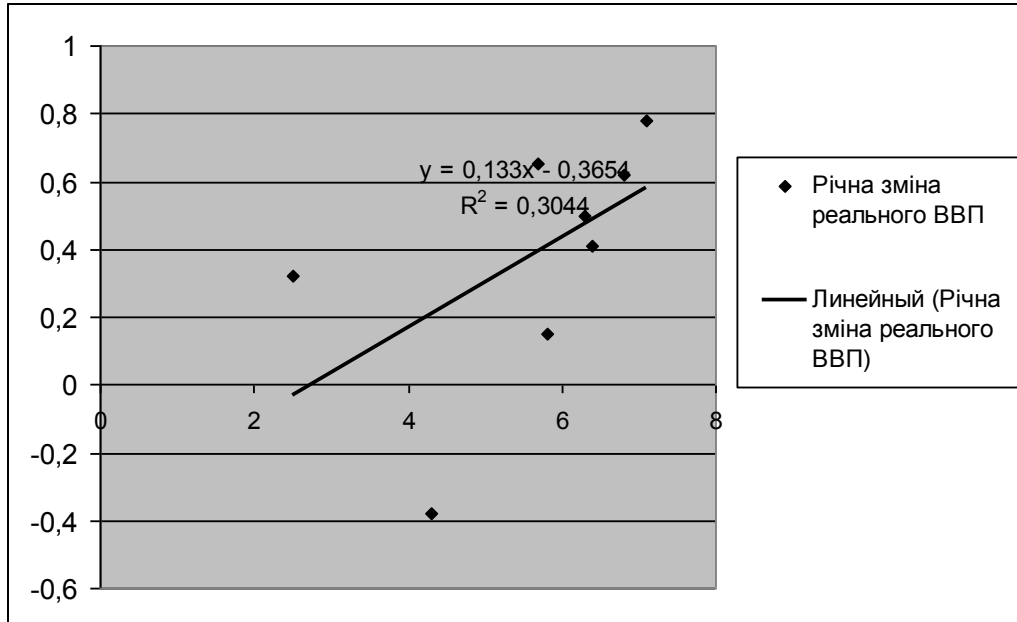


Рисунок 3.15 – Взаємозв'язок зміни річного ВВП та частки державного фінансування капітальних інвестицій в Україні в 2006-2013 рр.

Вищенаведений графік показує, що тенденція зміни частки державного фінансування інвестицій цілком відповідає тенденції зміни ВВП – у періоди на-

рощування частки держави як інвестора спостерігається збільшення величини ВВП на аналогічну величину, причому ця відповідність є навіть більшою, ніж у попередньому випадку. Так, у роки, коли були найнижчі показники частки державних інвестицій – 4,3% у 2009 р. та 2,5% у 2013 р. були й найнижчі показники приросту ВВП. У 2011 р., коли частка державних вкладень була максимальною (7,1%), відбулося й нарощування ВВП. Тобто можна зробити висновок, що нарощування державних інвестицій позитивно впливає на динаміку валового внутрішнього продукту країни. Зв'язок показників є прямим та середнього ступеня щільності (коефіцієнт кореляції складає 0,552).

Виходячи з графіку, можна сказати, що найкращим показником частки держави в капітальних інвестиціях із представлених є показник близько 7%, оскільки саме при такому значенні був зафіксований максимальний темп приросту ВВП.

Отже, на основі розгляду обох складових, можна стверджувати, що перша гіпотеза повністю підтверджується, тобто фактично частка бюджетних інвестицій відображає рівень впливу держави на процеси в економіці. На нашу думку, поточна ситуація в Україні із державними інвестиціями є несприятливою, оскільки їхнє зменшення останнім часом безпосередньо негативно впливає на темпи економічного зростання.

II гіпотеза – Істотна частка держави в структурі капітальних інвестицій позитивно впливає на ключові параметри соціально-економічного розвитку. Перевірялася шляхом графічного зображення динамічних рядів та співставлення їх тенденцій у кожний часовий період.

1. Аналіз взаємозв'язку темпів зміни реальної заробітної плати як одного з ключових загальних індикаторів економічного розвитку країни та частки фінансування інвестицій за рахунок коштів державного бюджету України (рис. 3.16).

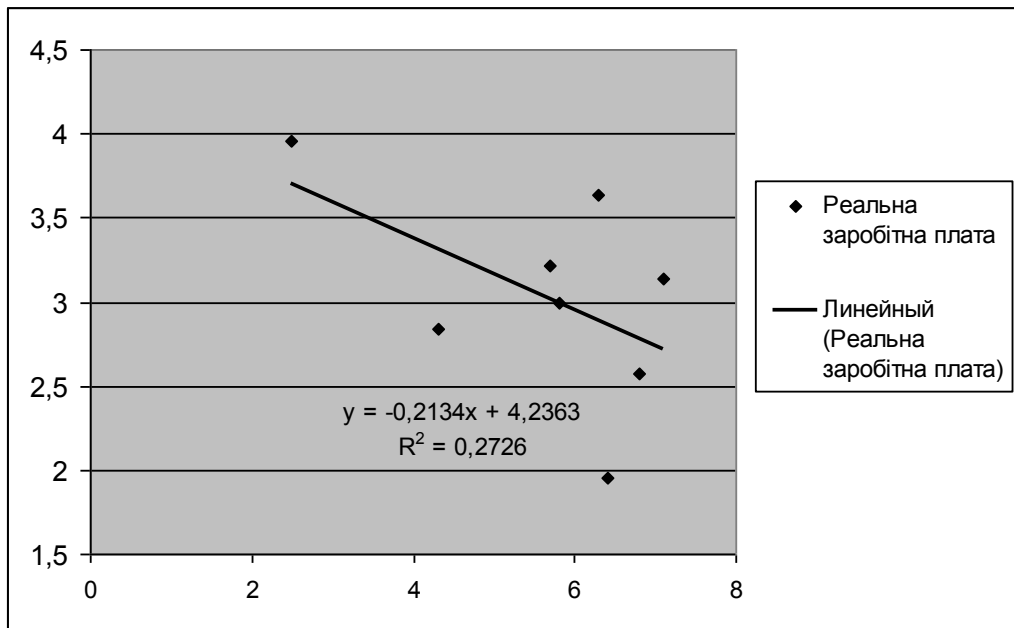


Рисунок 3.16 – Взаємозв’язок зміни реальної заробітної плати та частки державного фінансування капітальних інвестицій в Україні в 2006-2013 рр.

Із рис. 3.16 видно, що реальна заробітна плата в Україні протягом 2006-2009 рр. змінювалася нерівномірно. У 2006-2008 рр. даний показник зростав, проте в 2009 р. відбулося його падіння, після чого до кризового рівня заробітної плати вдоюся досягти тільки через три роки. Нерівномірною була також і зміна частки фінансування інвестицій за рахунок держави у цей період. Зв’язок між показниками є зворотнім та помірного ступеня щільності (коефіцієнт кореляції становить  $-0,521$ ). Коефіцієнт детермінації моделі – близько  $0,3$ , а отже близько  $30\%$  зміни реальної заробітної плати в Україні протягом 2006-2013 рр. можна пояснити саме зміною частки державного фінансування капітальних інвестицій, а тому значення держави як інвестора в національній економіці є вагомим і його не слід недооцінювати. Нисхідний характер графіку цілком відповідає тенденціям, що склалися в економічно розвинених країнах світу.

2. Аналіз взаємозв’язку темпів зміни реальної заробітної плати як важливого загального індикатору економічного розвитку країни та частки фінансування інвестицій за рахунок коштів державного бюджету України (рис. 3.17).



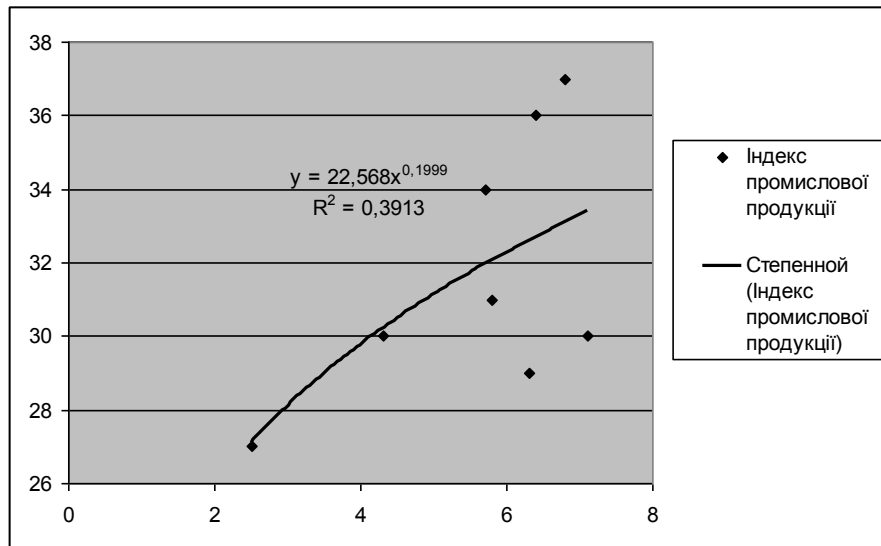


Рисунок 3.17 – Взаємозв'язок зміни індексу промислової продукції та частки державного фінансування капітальних інвестицій в Україні в 2006-2013 рр.

Із рис. 3.17 очевидним є, що індекс промислової продукції в Україні протягом 2007-2009 рр. знижувався, хоча зміна показника й була нерівномірною. Так, у 2006-2007 рр. дещо зростав, протягом кризових років він скоротився, однак з 2010 р. знову підвищився, після його розпочалося його падіння, яке триває й понині, а отже вітчизняна промисловість переживає досить тяжкі часи. Це багато в чому відповідало тенденції зміни частки фінансування капітальних інвестицій за рахунок державного бюджету. Зв'язок між показником індексу промислової продукції та часткою державних інвестицій є помірним, з коефіцієнтом кореляції 0,591, а характер його є прямим.

3. Аналіз взаємозв'язку темпів зміни експорту країни як дуже важливого загального індикатору економічного розвитку порівняно та частки фінансування інвестицій за рахунок коштів державного бюджету України (рис. 3.18).

На рисунку 3.18 представлена динаміка зміни експорту країни. Варто зазначити, що тенденція зміни даного показника була дуже схожою на зміну індексу промислових продукції. У 2006-2007 рр. показник експорту зростав, однак в 2008-2009 кризових роках спостерігалось незначне зниження експорту порівняно з попередніми роками. У 2010-2011 рр. мало місце відновлення темпів росту показника, зокрема, в 2011 рр. його значення було найвищим на весь період.

Проте така позитивна тенденція не збереглася у 2012-2013 рр., коли експорт знову розпочав падіння, яке триває й понині. Такі явища мали місце на фоні нерівномірної зміни частки державних капітальних інвестицій. Зв'язок між показниками має прямий характер, а сила його є середньою. Це підтверджується коефіцієнтом кореляції, який склав 0,551.

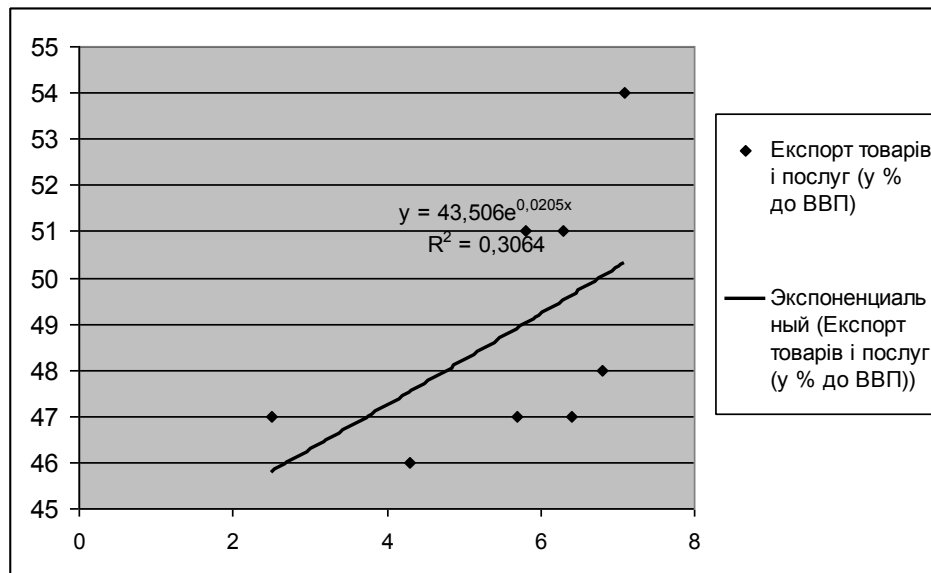


Рисунок 3.18 – Взаємозв'язок зміни експорту та частки державного фінансування капітальних інвестицій в Україні в 2006-2013 рр.

Отже, ґрунтуючись на результатах дослідження трьох складових, можна стверджувати, що вагома присутність держави у складі інвесторів забезпечує стимулювання не тільки економічного розвитку, але й достойного рівня соціально-економічного розвитку країни. Зниження частки державних капітальних інвестицій мінімізує важливі економічні важелі державного впливу на реальний сектор економіки.

Узагальнення результатів дослідження сформульованих нами гіпотез представлено в табл. 3.17.

Ми вважаємо, що для України важливим є формування чітких цілей бюджетних інвестицій, що дозволить максимізувати соціально-економічний ефект. Основною проблемою на сьогодні в нашій країні, не зважаючи на декларований перехід до інвестиційно-інноваційної моделі розвитку, є відсутність таких пріо-

ритетних напрямків.

Таблиця 3.17 – Гіпотези щодо впливу зміни капітальних інвестицій на соціально-економічний розвиток України та результати їх перевірки (складено автором)

Гіпотеза	Пояснююча змінна	Результат	Коефіцієнт кореляції	Коефіцієнт детермінації	Тип залежності
1. Зростання питомої ваги держави в структурі капітальних інвестицій країни сприяє росту ВВП	- обсяг річного ВВП (млрд. грн.); - зміна річного ВВП (у відсотках)	підтверджена повністю	-0,522 0,552	0,307 0,304	експонентіальна лінійна
2. Істотна частка держави в структурі капітальних інвестицій позитивно впливає на ключові параметри соціально-економічного розвитку	- реальна заробітна плата; - індекс промислової продукції; - експорт товарів і послуг	підтверджена повністю	-0,521 0,591 0,551	0,306 0,319 0,306	експонентіальна степенева логарифмічна

У Декларації цілей та завдань бюджету, що складається на кожен рік (Бюджетній декларації), зазначено, що бюджетна політика певного року буде спрямована на створення умов для рішучого подолання наслідків фінансово-економічної кризи, проведення ефективної податково-бюджетної політики, переходу до інвестиційно-інноваційної моделі розвитку економіки, збільшення рівня зайнятості населення, підвищення розміру заробітної плати, сприяння цінній та валютно-курсній стабільності [115].

Бюджетне інвестування завжди є вибором між спрямуванням коштів у соціальну сферу або підтримкою реального сектору економіки та її конкурентоспроможності. Гостро стоїть питання загальної величини даних інвестицій як показник рівня втручання держави в економічні процеси. Вже від часів проголошення незалежності в Україні спостерігаються тенденції автономізації та децентралізації економіки. Виходячи з цього важливості набуває питання визначення оптимального рівня бюджетних інвестицій.

Зазначимо, що в сучасній економічній теорії певний консенсус досягнуто у розумінні того, що бюджетні інвестиції мають значення, але це значення не

слід перебільшувати. Такі інвестиції є найбільш доцільними в розвиток інфраструктури (зв'язок, транспорт, природні монополії), що у свою чергу стимулює приватні інвестиції [189].

Таким чином, нами було встановлено, що більш висока питома вага держави в структурі інвесторів сприяє загальному економічному зростанню, отже держава – важливий інвестор. Тому частка держави в структурі капітальних інвестицій має наближатися до показника 7%, а її скорочення веде до погіршення забезпечення підприємств фондами та як наслідок спаду у виробництві, що в свою чергу негативно впливає на якість життя та добробут, розвиток економіки в цілому.

### 3.4 Аналіз факторів ефективності державно-приватного партнерства як однієї з провідних форм діяльності держави на фінансовому ринку в якості кредитора

За останнє десятиліття у багатьох країнах мало місце зростання постачання суспільних товарів приватними фірмами, як орієнтованими, так і не орієнтованими на прибуток. Їх залучення до проектів ДПП охоплює спектр від проектування шкіл, лікарень, доріг або очисних споруд до структуризації їх фінансування, а також запуску об'єктів, їх підтримки, управління, володіння. Цілий ряд промислово розвинених країн (наприклад, Австралія, Канада, Ірландія, Нідерланди) нещодавно втілили в життя успішні ДПП, що забезпечують функціонування сфер освіти, охорони здоров'я, водопостачання та інші соціальні послуги [209].

Вклад інфраструктури в економічний розвиток добре усвідомлюється як в наукових, так і в політичних колах. У той же час багато країн, що розвиваються, зіткнулися зі строгими бюджетними обмеженнями та нестачею необхідних ресурсів для інфраструктури. Інфраструктура, створена в 60-х роках ХХ ст., в кра-

їнах, що розвиваються, хоча й недостатня для якісного задоволення життєвих потреб, однак на якийсь час підтримувала економічне зростання. Її нестача не була крупною економічною проблемою. Але після нафтових потрясінь 1970-х років, перспективи росту і макроекономічні умови погіршилися в ряді країн, що розвиваються, особливо в країнах з низьким рівнем доходу. Дані країни, з допомогою таких міжнародних установ як Світовий Банк і МВФ, реагували на цей економічний виклик розробкою політик та економічних угод, направлених на збільшення регіонального розміру ринку і просування регіональної торгівлі. У поєднанні з демографічним тиском та нарощуванням урбанізації, все це призвело до невідповідності між обмеженою пропозицією та зростаючим попитом на інфраструктуру у багатьох регіонах світу.

Дану невідповідність поглибили періодичні фінансові кризи, унаслідок яких скоротилися суспільні витрати, погіршилося обслуговування інфраструктури та інвестування у створення нових об'єктів, особливо в соціальній сфері. Оскільки довгострокове економічне зростання вимагає інвестицій в інфраструктуру, уряди стикаються із зростаючою необхідністю знайти альтернативні шляхи фінансування інфраструктури [240].

Світовий досвід наочно показує, що частіше за все спроби урядів у незалежному забезпеченні необхідної інфраструктури та виробництва суспільних товарів були невдалими. Так само і приватні фірми не в змозі незалежно створити та якісно обслуговувати інфраструктуру. Тому взаємовигідна співпраця між суспільними і приватними секторами є дуже важливою.

Постачання суспільних товарів або послуг через ДПП базується на двох різних мотивах. Приватні фірми дбають про прибуток, тоді як уряди зацікавлені в збереженні коштів через участь приватних партнерів. Практика засвідчує, що успішні й ефективні партнерства – ті, в яких партнери розділяють однакову мету щодо якості, ефективності, відповідальності в будівництві об'єктів і постачанні суспільних послуг. Але формалізованого аналізу того, що саме визначає успіх ДПП, на сьогоднішній день не вистачає.

У тих країнах, де уряди страждають від значних боргових тягарів, знач-

ний сукупний попит, а ринки досить великі, щоб забезпечити відшкодування витрат, ДПП є найбільш актуальним. Макроекономічна стабільність є істотною для даного виду партнерства, тому ДПП є більш поширеними в країнах з низькою інфляцією. Більша кількість проектів ДПП реалізується в країнах з меншою корупцією та ефективним правопорядком. Крім того, вони є більш поширеними в країнах з попереднім досвідом ДПП.

На галузевому рівні детермінанти ДПП варіюються в різних галузях промисловості залежно від характеру суспільної інфраструктури, капіталомісткості і необхідних технологій. Вважається, що рішення приватного сектора щодо мобілізації ресурсів є функцією очікуваної конкурентоспроможності товарів і послуг, технології і ступеня «домішки» товарів або послуг (тобто факт, що ці товари та послуги є ні чисто суспільними, ні приватними, а десь посередині).

Вчені М. Хаммамі, Дж. Рухашіянкіко, Е. Йеху виділяють 6 напрямків, в межах яких визначаються фактори ефективності ДПП (рис. 3.19).



Рисунок 3.19 – 6 напрямків, в межах яких визначаються фактори ефективності ДПП (складено на основі [240])

У табл. 3.18 представлені дані щодо реалізації проектів ДПП в Україні протягом 1992-2013 рр. за типом угод [278]

Таблиця 3.18 – Реалізація проектів ДПП в Україні протягом 1992-2013 рр. за галузями

Сектор	Загальна кількість проектів	Концесія	Відчуження	Грінфілд	Менеджмент і лізинг
Водопостачання	2	1			1
Телекомунікації	9		2	7	
Енергетика	10		8	2	
Транспорт	1		1		
Разом	22	1	11	9	1

У табл. 3.19 представлені дані щодо обсягів інвестицій у ДПП в Україні протягом 1992-2013 рр. за типом угод та галузями.

Таблиця 3.19 – Обсяги інвестицій у ДПП в Україні протягом 1992-2013 рр. за галузями, млн. дол. [278]

Сектор	Обсяг інвестицій	Концесія	Відчуження	Грінфілд	Менеджмент і лізинг
ЖКГ	102	102			100
Електроенергія	2262		1019	1243	
Природний газ	38		38		
Телекомунікації	11529		1572	9957	
Морські порти	130			130	
Разом	14161	102	2629	11330	100

Рис. 3.20 містить дані щодо здійснення ДПП в Україні залежно від типу угоди протягом 1992-2013 рр. [278].



Рисунок 3.20 – Реалізовані в Україні ДПП проекти протягом 1992-2013 рр.  
(складено на основі [278])

Рис. 3.21 містить дані щодо обсягів інвестицій у ДПП в Україні залежно від типу угоди протягом 1992-2013 рр..

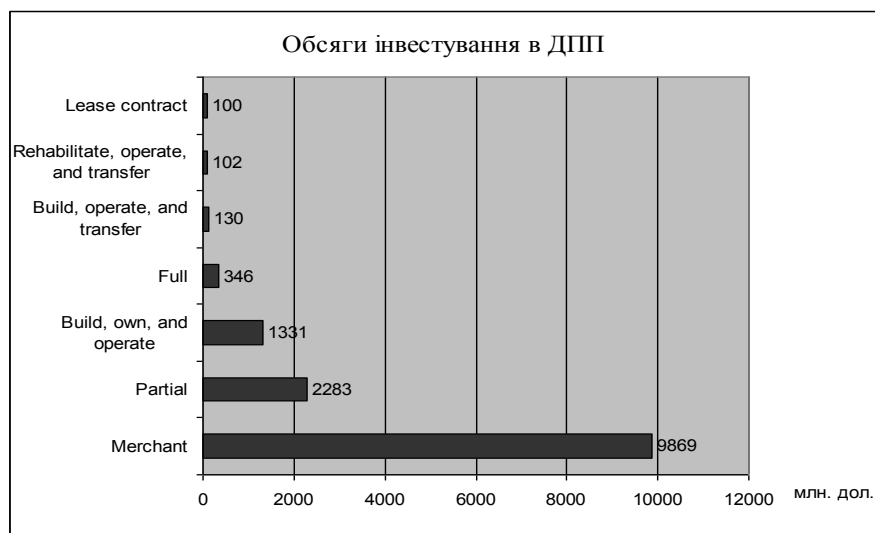


Рисунок 3.21 – Обсяги інвестування в ДПП в Україні протягом 1992-2013 рр.,  
млн. дол. (складено на основі [278])

Динаміка кількості реалізованих проектів та обсяги інвестування в ДПП протягом 2008-2013 рр. представлені на рис. 3.22.



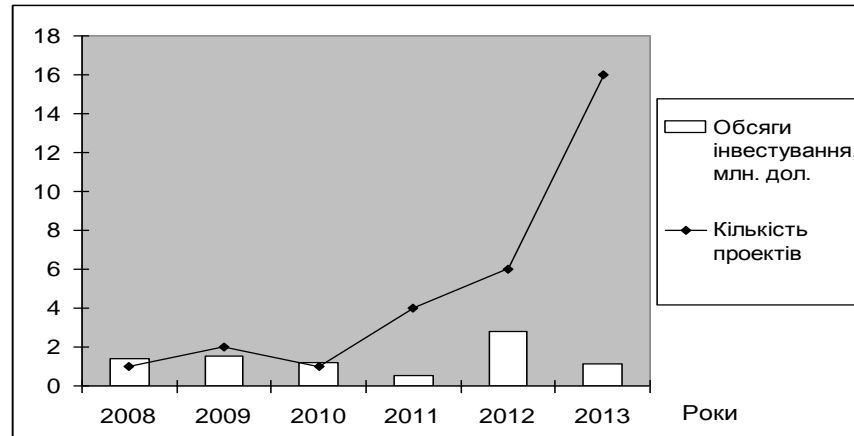


Рисунок 3.22 – Динаміка кількості ДПП в Україні в 2008-2013 рр. (складено на основі [278])

Ураховуючи сучасні макроекономічні умови, особливості розвитку нашої країни та неможливість забезпечення якісної статистичної бази для усіх показників у межах 11 гіпотез, розроблених фахівцями МВФ, пропонуємо видозмінений перелік факторів, що пояснюють гіпотези щодо зростання кількості успішно реалізованих проектів ДДП в Україні (табл. 3.20).

Розрахуємо коефіцієнти кореляції усіх факторів, що теоретично чинять вплив на кількість успішно реалізованих проектів ДПП протягом року, між собою. Представлені в табл. 3.21-3.22 аналітичні дані були систематизовані автором на основі оприлюдненої інформації на офіційних порталах Державної служби статистики України, Світового банку та Міжнародного валютного фонду.

Результати дослідження свідчать про те, що для кількості проектів ДПП впливовими є більшість факторів, а саме:

- обсяг зарубіжної фінансової допомоги на душу населення (у дол. США);
- кількість населення ( $\ln$ );
- реальний ВВП на душу населення;
- інфляція;
- обсяг грошової маси;
- обсяг міжнародних резервів;
- рівень якості державного регулювання;

Таблиця 3.20 – Гіпотези щодо детермінант зростання кількості успішно реалізованих проектів ДПП та їх пояснюючі змінні (складено автором на основі [240])

№ гіпотези	Характеристика розвитку країни (гіпотеза)	Пояснюючі змінні
1	Низький рівень платоспроможності країни	- Сальдо державного бюджету (у % від ВВП); - Обслуговування загального боргу (у % від загального обсягу експорту товарів і послуг)
2	Незначні джерела екзогенного доходу та значні бюджетні обмеження	- Обсяг зарубіжної фінансової допомоги на душу населення (у доларах США); - Експорт палива (у % від загального обсягу експорту товарів)
3	Висока купівельна спроможність населення	- Кількість населення (ln); - Реальний ВВП на душу населення
4	Стабільність макроекономічних умов розвитку	- Інфляція (річна відсоткова зміна дефлятора ВВП) - Обсяг грошової маси в обігу (грошовий агрегат M2 у % від ВВП) - Обсяг міжнародних резервів (у місяцях імпорту товарів і послуг)
5	Високий рівень інституціонального розвитку та низький рівень бюрократизму	- Рівень контролю корупції (індекс); - Рівень ефективності уряду (індекс)
6	Високий рівень правового захисту інвесторів	- Рівень дотримання принципу верховенства закону (індекс); - Простота започаткування бізнесу (індекс); - Сприятливість фіскальної політики (індекс); - Рівень якості державного регулювання (індекс)
7	Наявність минулого досвіду ДПП	Кількість проектів ДПП, реалізованих у попередньому році

- простота започаткування бізнесу;
- кількість реалізованих ДПП у попередньому році.

Таким чином, ми отримали 7 гіпотез, справедливості яких слід перевірити. Відповідні вихідні дані за 2008-2013 рр. для факторів представлені в табл. 3.21.

Отже, більшість гіпотез підтверджується для України. Більш детально викладемо результати проведеного нами дослідження щодо підтвердження або спростування кожної з гіпотез щодо факторів впливу на кількість успішно реалізованих проектів ДПП в Україні нижче.

Таблиця 3.21 – Вихідні дані для визначення детермінант кількості проєктів ДПП в Україні [277, 278]

№	Показники	2008	2009	2010	2011	2012	2013
1	Сальдо державного бюджету(у % від ВВП)	-1,46	-2,65	-5,09	-4,13	-0,79	-2,92
2	Обслуговування загального боргу (у % від загального обсягу експорту товарів і послуг)	17,8	20,0	39,7	39,2	32,7	31,5
3	Обсяг зарубіжної фінансової допомоги на душу населення (у доларах США)	9	13	14	14	18	19
4	Експорт палива (у % від загального обсягу експорту товарів)	5,12	5,97	5,23	6,93	8,11	4,87
5	Кількість населення (ln)	17,66	17,65	17,65	17,64	17,64	17,64
6	Реальний ВВП на душу населення	3,07	3,89	2,54	2,97	3,58	3,87
7	Інфляція (річна відсоткова зміна дефлятора ВВП)	22,8	28,6	13,1	13,8	14,3	8,0
8	Обсяг грошової маси в обігу (грошовий агрегат M2 у % від ВВП)	54,97	54,40	53,35	55,23	52,07	50,94
9	Обсяг міжнародних резервів (у місяцях імпорту товарів і послуг)	31,78	30,80	25,56	33,33	30,41	23,48
10	Рівень контролю корупції (індекс)	-0,27	-0,18	-0,51	-0,49	-0,47	-0,46
11	Рівень ефективності уряду (індекс)	-0,22	-0,18	-0,40	-0,31	-0,38	-0,20
12	Рівень дотримання принципу верховенства закону (індекс)	-0,23	-0,26	-0,40	-0,33	-0,40	-0,33
13	Рівень якості державного регулювання (індекс)	-0,26	0,04	-0,13	-0,01	-0,22	-0,29
14	Простота започаткування бізнесу (індекс)	0,98	0,98	0,98	0,98	0,98	0,95
15	Сприятливість фіскальної політики (індекс)	-1,9	-2,2	-3,8	-5,0	-4,9	-4,3
16	Кількість проєктів ДПП, реалізованих у попередньому році	2	1	2	1	4	6

I гіпотеза – Низький рівень платоспроможності країни.

Динаміка співвідношення між сальдо державного бюджету (у % від ВВП) та кількістю успішно реалізованих проєктів ДПП вказує на практично відсутній зв'язок між ними. Кореляція цих показників була додатною та низькою (коефіцієнт кореляції за відповідний період склав 0,117), що означає існування у період 2008-2013 рр. тенденції, при якій незначна зміна сальдо державного бюджету супроводжувалася істотним нарощуванням кількості реалізованих проєктів ДПП. Проте, дане співвідношення не можна вважати показовим у цьому періоді через дуже низький зв'язок цих показників.

Таблиця 3.22 – Кореляційна матриця для факторів впливу на кількість успішно реалізованих проектів ДПП протягом року в Україні (розраховано автором на основі [278])

№ фактора	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1	1	-0,627	0,024	0,368	0,107	0,562	0,304	-0,177	0,314	0,406	0,261	0,294	-0,434	0,024	0,210	0,309
2	-0,627	1	0,525	0,273	-0,663	-0,467	-0,783	-0,253	-0,279	-0,931	-0,746	-0,853	0,082	-0,071	-0,862	0,126
3	0,024	0,525	1	0,311	-0,880	-0,453	-0,705	-0,865	-0,552	-0,589	-0,229	-0,682	-0,258	-0,609	-0,756	0,759
4	0,368	0,273	0,311	1	-0,527	0,118	-0,019	0,026	0,551	-0,232	-0,487	-0,419	0,251	0,454	-0,546	-0,109
5	0,107	-0,663	-0,880	-0,527	1	-0,319	0,660	0,533	0,192	0,637	0,275	0,629	-0,054	0,400	0,901	-0,457
6	0,562	-0,467	-0,453	0,118	-0,319	1	0,179	-0,456	-0,111	0,425	0,632	0,268	-0,065	-0,494	0,081	0,466
7	0,304	-0,783	-0,705	-0,019	0,660	0,179	1	0,638	0,574	0,924	0,454	0,708	0,489	0,572	0,816	-0,662
8	-0,177	-0,253	-0,865	0,026	0,533	-0,456	0,638	1	0,788	0,430	0,101	0,536	0,609	0,732	0,438	-0,935
9	0,314	-0,279	-0,552	0,551	0,192	-0,111	0,574	0,788	1	0,370	0,027	0,401	0,475	0,733	0,156	-0,697
10	0,406	-0,931	-0,589	-0,232	0,637	0,425	0,924	0,430	0,370	1	0,735	0,852	0,278	0,226	0,883	-0,388
11	0,261	-0,746	-0,229	-0,487	0,275	0,632	0,454	0,101	0,027	0,735	1	0,853	0,025	-0,420	0,597	0,061
12	0,294	-0,853	-0,682	-0,419	0,629	0,268	0,708	0,536	0,401	0,852	0,853	1	0,119	0,035	0,799	-0,334
13	-0,434	0,082	-0,258	0,251	-0,054	-0,065	0,489	0,609	0,475	0,278	0,025	0,119	1	0,522	0,077	-0,785
14	0,024	-0,071	-0,609	0,454	0,400	-0,494	0,572	0,732	0,733	0,226	-0,420	0,035	0,522	1	0,225	-0,830
15	0,210	-0,862	-0,756	-0,546	0,901	0,081	0,816	0,438	0,156	0,883	0,597	0,799	0,077	0,225	1	0,384
16	0,309	0,126	0,759	-0,109	-0,457	0,466	-0,662	-0,935	-0,697	-0,388	0,061	-0,334	-0,785	-0,830	0,384	1

Таблиця 3.23 – Кореляційна матриця для факторів впливу на кількість успішно реалізованих проектів ДПП протягом року в Україні та результативною ознакою (розраховано автором на основі [278])

Коефіцієнт кореляції	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
Кількість ДПП	0,117	0,187	0,791	-0,126	-0,642	0,581	-0,656	-0,804	-0,604	-0,351	0,275	-0,199	-0,503	-0,941	-0,464	0,888

Динаміка співвідношення між обслуговуванням загального боргу (у % від ВВП) та кількістю успішно реалізованих проектів ДПП є аналогічною до динаміки співвідношення попередніх показників. Коефіцієнт їх кореляції склав 0,187, а отже збільшення або зменшення показника обслуговування загального боргу не викликає адекватного зворотного зв'язку.

Розглянуті співвідношення вказують на відсутність значимого впливу на показників платоспроможності країни на кількість успішно реалізованих проектів ДПП. Тому можна стверджувати, що перша із розглянутих гіпотез є спростованою.

II гіпотеза – Незначні джерела екзогенного доходу та значні бюджетні обмеження.

Аналіз співвідношення показників обсягу зарубіжної фінансової допомоги на душу населення та кількості успішно реалізованих проектів ДПП вказує на існування істотного зв'язку між ними, на що вказує значимий коефіцієнт кореляції за досліджуваній період (0,791) (рис. 3.23). Зв'язок між показниками є прямим, сильним та стійким. З високою долею впевненості можна сказати, що дане співвідношення в повною мірою підтверджує висунуту гіпотезу.

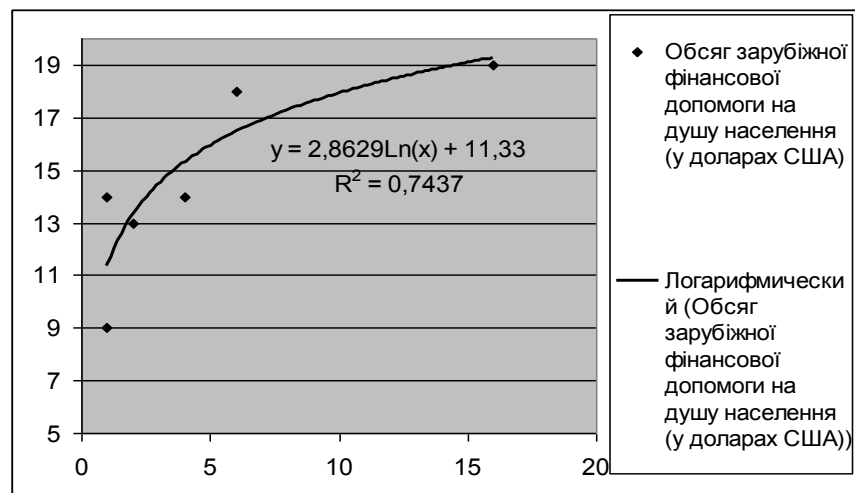


Рисунок 3.23 – Графік залежності кількості проектів ДПП в Україні від обсягу зарубіжної фінансової допомоги на душу населення в 2008-2013 рр.

Аналіз співвідношення показників експорту палива та кількості успішно

реалізованих проектів ДПП вказує на практичну відсутність зв'язку між досліджуваними показниками через досить низьку кореляцію між ними (-0,126). За аналізований період коливання значень кількості проектів ДПП та експортом палива відбувалися спочатку схожим чином (2008-2011 рр.), проте у 2012 р. відбулася різка зміна динаміки і значне скорочення експорту палива супроводжувалося помітним сплеском кількості реалізованих проектів ДПП, що свідчить про відсутність стійкого зв'язку між показниками.

Таким чином, розглянуті у межах гіпотези співвідношення показників вказують на відсутність значимого впливу на кількість проектів ДПП показника експорту палива та наявність досить сильного впливу показника обсягу зарубіжної фінансової допомоги на душу населення. Тому можна стверджувати, що гіпотеза є частково підтвердженою.

III гіпотеза – Висока купівельна спроможність населення.

Динаміка співвідношення між кількістю населення та кількістю успішно реалізованих проектів ДПП вказує на наявний помірний негативний зв'язок між ними, оскільки коефіцієнт їх кореляції є вагомим (-0,642) (рис. 3.24). Мало місце одночасне скорочення значень показника чисельності населення та зростання кількості ДПП.

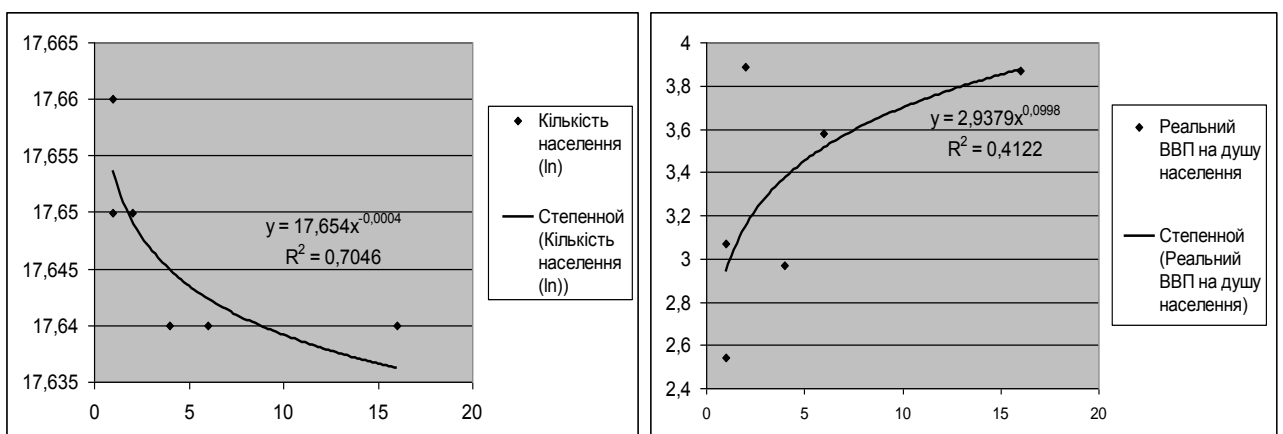


Рисунок 3.24 – Графік залежності кількості проектів ДПП в Україні від кількості населення та реального ВВП на душу населення в 2008-2013 рр.

Співвідношення реального ВВП на душу населення та кількості проектів

ДПП свідчить про наявність помітної зв'язку між ними, про що свідчить коефіцієнт їх кореляції (0,581). Зв'язок є прямим та середнього ступеня щільності, тобто збільшення реального ВВП на душу населення країни підвищує кількість успішно реалізованих проектів ДПП (рис. 3.24).

Таким чином, на основі аналізу двох співвідношень показників можна зробити висновок, що ДПП більш поширені на крупних ринках з вищою купівельною спроможністю, тобто третю гіпотезу можна вважати підтвердженою.

IV гіпотеза – Стабільність макроекономічних умов розвитку.

Співвідношення показників інфляції та кількості успішно реалізованих проектів ДПП вказує на наявність істотного зворотного зв'язку між досліджуваними величинами, оскільки коефіцієнт кореляції склав -0,656 (рис. 3.25).

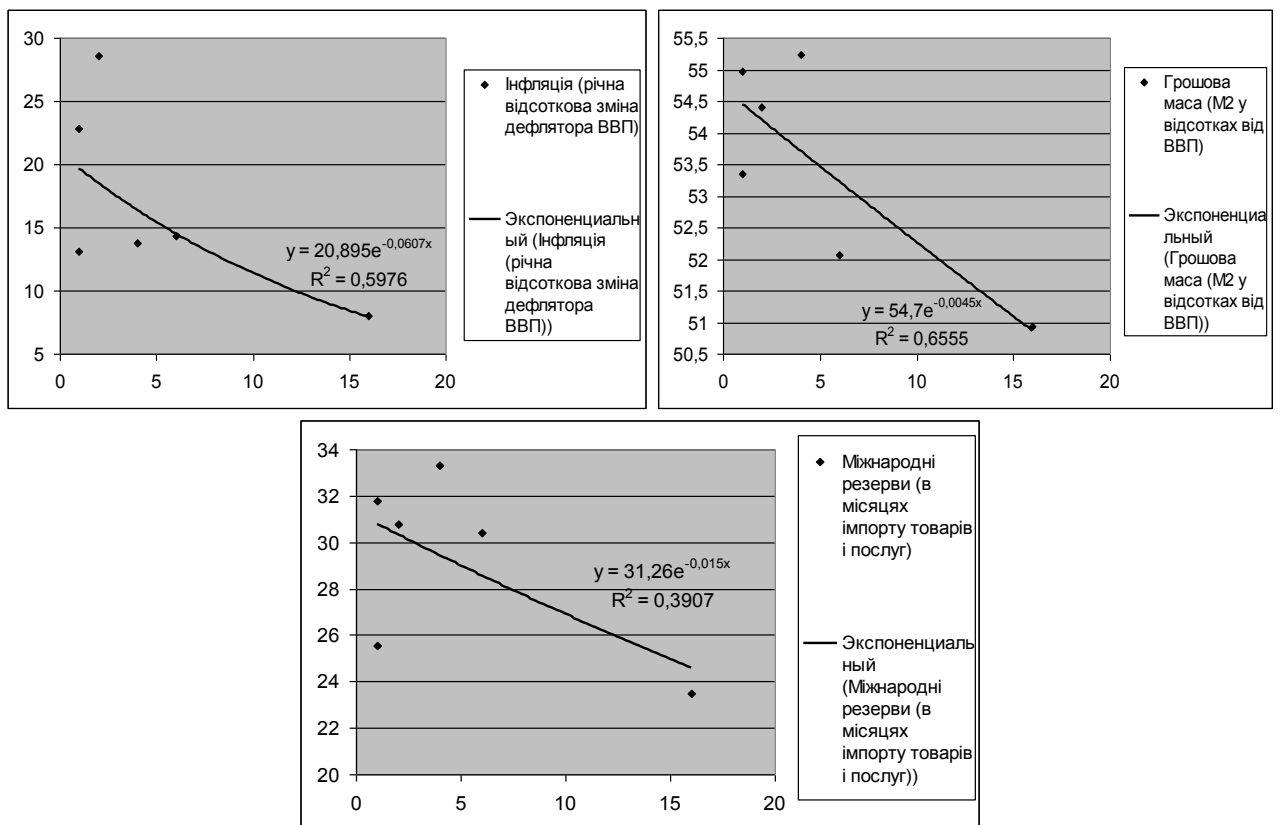


Рисунок 3.25 – Графік залежності кількості проектів ДПП в Україні від інфляції, обсягу грошової маси та обсягу міжнародних резервів в 2008-2013 рр.

Зниження темпів інфляції в країні супроводжувалося нарощуванням кількості ДПП, а отже відбувалося покращення макроекономічних умов для ведення

бізнесу. Зв'язок є стійким та середньої щільності.

Дослідження динаміки співвідношення показників обсягу грошової маси та кількості успішно реалізованих проектів ДПП, як і в попередньому випадку, вказує на існування стійкого зв'язку між ними, оскільки їх кореляція в аналізованому періоді є доволі високою (-0,804), а характер зв'язку є прямим (рис. 3.25). Зменшення обсягу грошової маси сприяє збільшенню кількості успішно реалізованих ДПП в нашій країні.

Аналіз співвідношення показників обсягу міжнародних резервів країни та кількості проектів ДПП в Україні демонструє, а наявність досить стійкого зв'язку між ними, про свідчить значимий коефіцієнт кореляції (-0,604). Зменшення обсягів міжнародних резервів супроводжувалося зростанням кількості проектів ДПП.

Таким чином, враховуючи високі значення коефіцієнтів кореляції для всіх трьох аналізованих показників у межах гіпотези, можна констатувати, що зміна макроекономічних умов дійсно здійснює вплив на кількість успішно реалізованих ДПП, а отже гіпотеза є повністю підтвердженою.

V гіпотеза – Високий рівень інституціонального розвитку та низький рівень бюрократизму.

Аналізуючи співвідношення рівня контролю корупції та кількості успішно реалізованих проектів ДПП, можна стверджувати про наявність помірної кореляції між ними в аналізованому періоді, так як коефіцієнт кореляції склав - 0,352. Це дає підстави стверджувати, що рівень корупції незначним чином впливає на ДПП. Рис. 3.26 демонструє зворотну залежність між показниками, однак більша частина змін результуючої ознаки пояснюється дією інших чинників.

При проведенні аналізу співставлення показника кількості проектів ДПП та рівнем ефективності уряду можна прослідкувати відсутність істотного зв'язку між показниками, що підтверджується низьким коефіцієнтом їх кореляції (0,275). Зміна рівня ефективності уряду не чинить значного впливу на кількість ДПП.



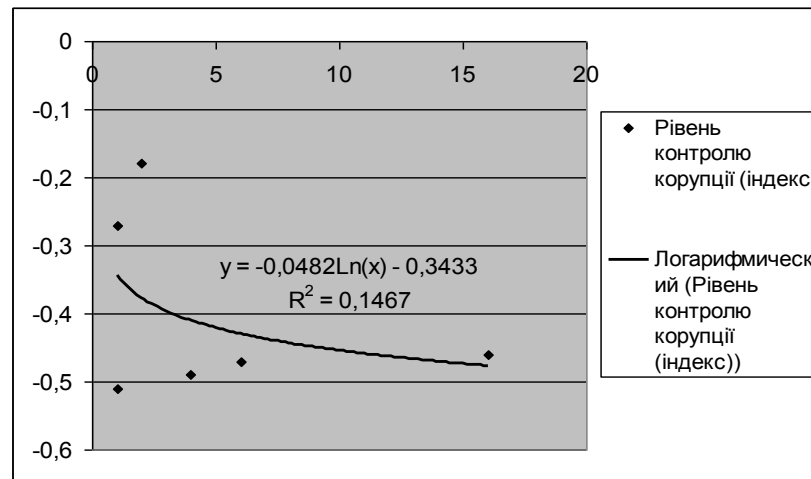


Рисунок 3.26 – Динаміка співвідношення кількості проектів ДПП в Україні та індексом рівня контролю корупції в 2008-2013 рр.

Таким чином, у результаті аналізу співвідношень показників, які були обрані для перевірки п'ятої гіпотези, виявилось, що тільки один із них її підтверджує, а отже гіпотезу слід вважати частково підтвердженою.

VI гіпотеза – Високий рівень правового захисту інвесторів.

Аналіз співвідношення показників рівня дотримання принципу верховенства закону та кількості успішно реалізованих проектів ДПП дає підстави стверджувати про наявність помірного зворотного зв'язку між даними показниками в досліджуваному періоді (коефіцієнт кореляції становив -0,356), тобто зменшення індексу здійснює вплив на число успішно реалізованих проектів ДПП (рис. 3.27).

Аналіз співвідношення показників простоти започаткування бізнесу та кількості успішно реалізованих проектів ДПП вказує на наявність сильного зворотного зв'язку лінійного характеру між ними за весь час спостереження (коефіцієнт кореляції – -0,941) (рис. 3.27), отже даний фактор є одним із найвпливовіших, а при зниженні індексу має місце зростання кількості проектів ДПП в Україні.

Дослідження співвідношення показників сприятливості фіскальної політики та кількості успішно реалізованих проектів ДПП вказало на наявність помірного зворотного зв'язку між показниками, що підтверджує коефіцієнт коре-

ляції  $-0,464$ . Отже, при зменшенні індексу фіскальної політики мало місце зростання проектів ДПП в Україні.

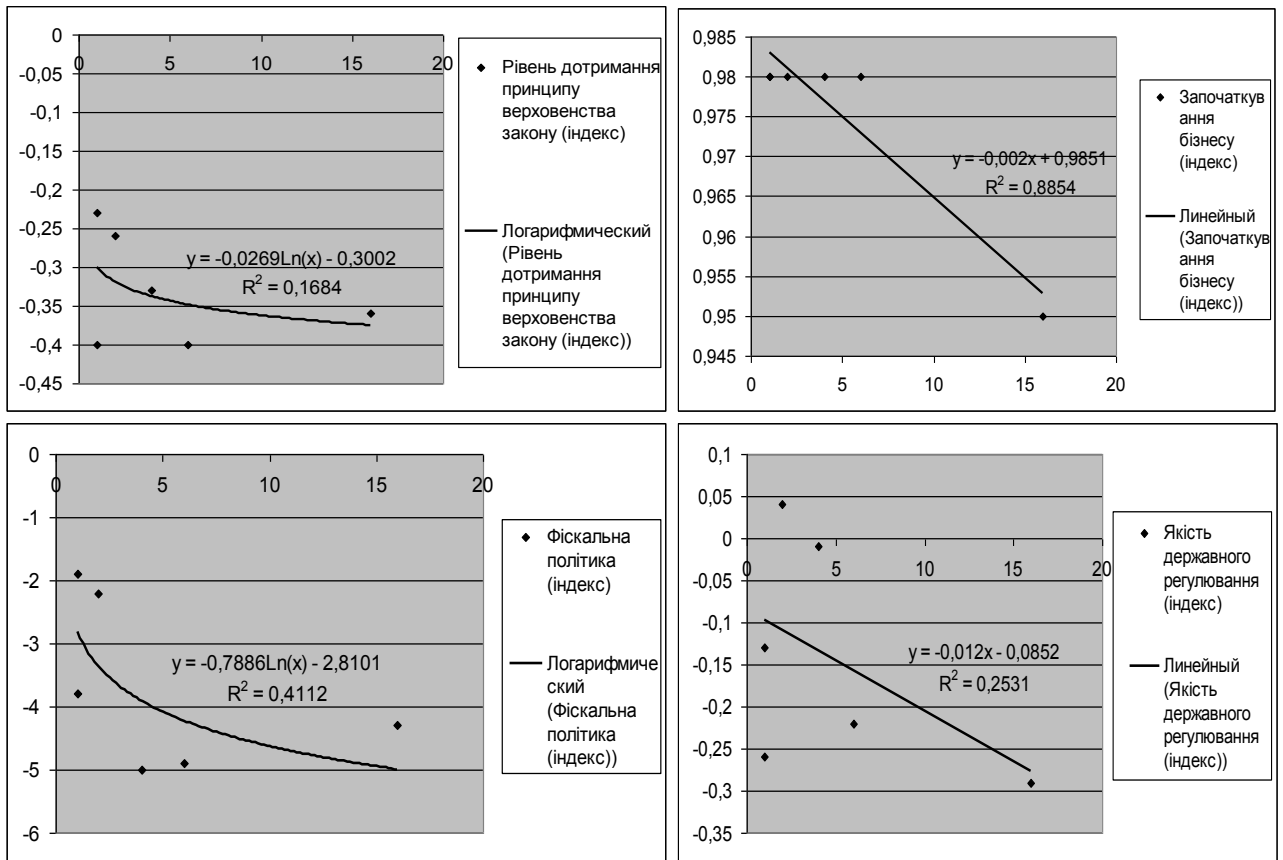


Рисунок 3.27 – Графік залежності кількості проектів ДПП в Україні від показників рівня правового захисту інвесторів у 2008-2013 рр.

Співвідношення показників якості державного регулювання та кількості успішно реалізованих проектів ДПП на наявний помірний обернений зв'язок між ними, про свідчить коефіцієнт кореляції  $-0,503$  (рис. 3.27). За незначної зміни індексу якості державного регулювання відбулося суттєве зростання кількості проектів ДПП в нашій країні.

Таким чином, після проведеного аналізу співвідношень усіх показників, які були обрані нами для перевірки шостої гіпотези, та показника кількості успішно реалізованих ДПП виявилось, що всі вони мають статистично значимий взаємозв'язок, тому гіпотезу слід вважати повністю підтвердженою.

VII гіпотеза – Кількість проектів ДПП, реалізованих у попередньому році.

Аналіз співвідношення показників кількості проектів ДПП, реалізованих у поточному та минулому роках вказує на існування сильного прямого зв'язку між ними, на що вказує коефіцієнт кореляції 0,888 (рис. 3.28).

Певні зміни у кількості реалізованих проектів за попередній рік викликають відповідні зміни показника кількість ДПП у аналізованому році, а саме збільшення проектів в минулому році сприяє нарощуванню їх числа в наступному. Отже, сьома гіпотеза підтверджується.

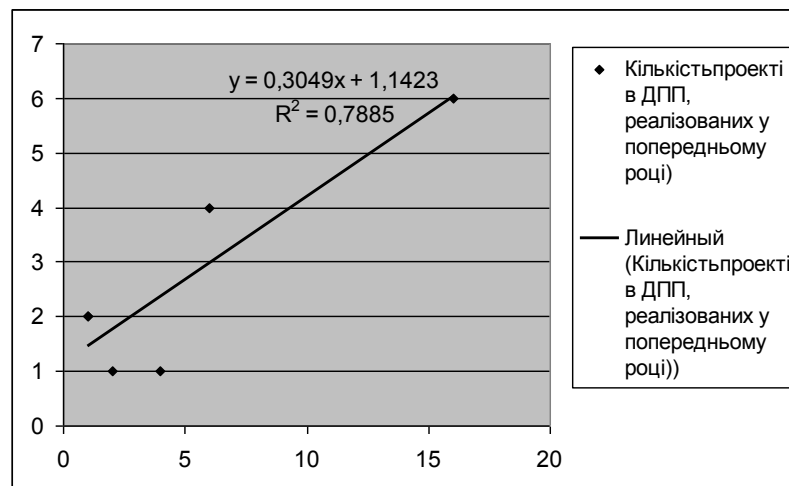


Рисунок 3.28 – Графік залежності кількості проектів ДПП в Україні від кількості проектів ДПП, реалізованих за попередній рік у 2008-2013 рр.

В табл. 3.24 представлені загальні висновки щодо справедливості гіпотез про вплив окремих факторів на кількість успішних ДПП проектів в Україні.

Підводячи підсумок даного дослідження, зазначимо, що зростання макроекономічної і політичної стабільності країни та рівня правового захисту інвесторів, а також купівельної спроможності населення дає певний помітний позитивний економічний ефект для розвитку ДПП в країні.

У той же час, вплив характеристики «низький рівень платоспроможності країни» виявився незначним. Окрім того, цілком передбачуваним є низький вплив фактору «експорт палива» для України, оскільки Україна не належить до числа країн, які мають значні запаси палива, призначені для експорту.

Таблиця 3.24 – Результати кореляційно-регресійного аналізу зв'язку динаміки успішно реалізованих проектів державно-приватного партнерства в Україні в 2008-2013 рр. з динамікою окремих індикаторів економічного розвитку країни (розраховано автором на основі [277, 278])

Характеристика розвитку країни (гіпотеза)	Індикатори економічного розвитку країни (відповідно до розробок МВФ та власних пропозицій автора)		Коефіцієнт кореляції	Залежність PPP (кількості успішно реалізованих проектів ДПП в Україні в 2007-2013 рр.) від окремих індикаторів	Результат перевірки гіпотези
низький рівень платоспроможності країни	GG	Сальдо державного бюджету (у % від ВВП)	0,117	-	Не підтверджена
	B	Обслуговування загального боргу (у % від загального обсягу експорту товарів і послуг)	0,187	-	
незначні джерела екзогенного доходу та значні бюджетні обмеження	APC	Обсяг зарубіжної фінансової допомоги на душу населення (у доларах США)	0,791	$PPP = 2,8629 \ln(APC) + 11,33$	Підтверджена частково
	FE	Експорт палива (у в% від загального обсягу експорту товарів)	-0,126	-	
висока купівельна спроможність населення	P	Кількість населення (ln)	-0,642	$PPP = 17,654 P^{-0,0004}$	Підтверджена
	RGDP	Реальний ВВП на душу населення	0,581	$PPP = 2,9379 RGDP^{0,0998}$	
стабільність макроекономічних умов розвитку	I	Інфляція (річна відсоткова зміна дефлятора ВВП)	-0,656	$PPP = 20,895 I^{-0,0607x}$	Підтверджена
	MS	Обсяг грошової маси в обігу (грошовий агрегат M2 у % від ВВП)	-0,804	$PPP = 54,7 MS^{-0,0045x}$	
	IR	Обсяг міжнародних резервів (в місяцях імпорту)	-0,604	$PPP = 31,26 IR^{-0,015x}$	
високий рівень інституціонального розвитку та низький рівень бюрократизму	CC	Рівень контролю корупції (індекс)	-0,352	$PPP = 19,361 CC^{-0,0305x}$	Підтверджена частково
	GE	Рівень ефективності уряду (індекс)	0,275	-	
високий рівень правового захисту інвесторів	RL	Рівень дотримання принципу верховенства закону (індекс)	-0,356	$PPP = 26,277 RL^{-0,0454}$	Підтверджена
	SB	Простота започаткування бізнесу (індекс)	-0,941	$PPP = -0,002SB + 0,9851$	
	FP	Сприятливість фіскальної політики (індекс)	-0,464	$PPP = -0,7886 \ln(FP) - 2,8101$	
	QGR	Рівень якості державного регулювання (індекс)	-0,503	$PPP = 32,939 QGR^{-0,0595}$	
Наявність минулого досвіду ДПП	PPP	Кількість проектів ДПП, реалізованих в попередньому році	0,888	$PPP = 0,3049 PPPE + 1,1423$	

У межах підтверджених повністю або частково гіпотез були виявлені фактори (зокрема, 12 факторів), що чинять вплив на число успішно реалізованих

проектів ДПП. Ці фактори вимагають особливої уваги та контролю з боку державних органів, оскільки впливаючи на них, можна суттєво покращити стан розвитку державно-приватного партнерства в Україні, а відповідно і стан інфраструктури та добробут населення країни. Отримані автором результати можуть бути покладені в основу розробки державних цільових економічних програм розвитку інвестиційної діяльності в Україні.

### Висновки до розділу 3

У третьому розділі «Удосконалення науково-методичних підходів до оцінювання діяльності держави як продавця та покупця ресурсів на фінансовому ринку» визначено детермінанти спреду доходності державних облігацій в Україні та удосконалено структуру їх утримувачів (щодо оцінки діяльності держави як покупця на фінансовому ринку); досліджено вплив державних капітальних інвестицій на соціально-економічний розвиток країни та фактори успішності державно-приватного партнерства (щодо оцінки діяльності держави як продавця на фінансовому ринку).

1. Спред доходності державних облігацій – це той рівень їх доходності, який компенсує їх утримувачам ризик дефолту країни. На його рівень впливає велика кількість специфічних для країни детермінант, між якими існує сильна кореляція, що в умовах обмеженості статистичних даних унеможлиблює побудову адекватних економіко-математичних моделей. Тому для вирішення задачі обґрунтування найбільш релевантних для України детермінант обрано метод головних компонент, який дозволив трансформувати всі чинники в три незалежні головні компоненти, які становлять базу для побудови подальших прогнозів. Враховуючи євроінтеграційний вектор розвитку України, базою для порівняння стали розраховані країни – нові члени Європейського Союзу.

Аналіз показав, що протягом 2007-2013 рр. доходність державних

облігацій в Україні була значно вищою, ніж в нових членах ЄС, що обумовило і високе значення спреду їх доходності, ключовими детермінантами якого є: різниця між короткостроковими процентними ставками в Україні та країнах єврозони, дефіцит / профіцит державного бюджету, процентні платежі уряду за державним боргом, дохід на душу населення, відношення зовнішнього боргу до ВВП, сальдо рахунку поточних операцій. Побудована автором трьохкомпонентна модель є адекватною (коефіцієнт детермінації складає 0,99) та може використовуватися для прогнозування спреду доходності державних облігацій України.

2. Автором проведено порівняльний аналіз динамічних рядів часток груп утримувачів державних облігацій в їх загальній структурі в Україні та інших країнах світу (з високим рівнем глибини фінансового ринку, країнах – нових членах ЄС, а також країнах, що переживають фінансову кризу). Було встановлено наявність зв'язку між рівнем диверсифікації цієї структури та доходністю державних облігацій, а також цілого ряду диспропорцій структури в Україні, які з кожним роком поглиблюються. Так, зокрема:

- НБУ є найбільшим власником замість того, щоб бути агентом уряду на первинному ринку. Це перетворює ОВДП на інструмент вирішення поточних фінансових проблем уряду;

- серед економічних суб'єктів-резидентів частка банків є значно вищою, ніж в економічно розвинених країнах;

- державні цінні папери не користуються попитом серед нерезидентів та інших утримувачів через низьку інвестиційну привабливість країни, високі політичні та економічні ризики.

Обґрунтовано, що враховуючи поточний стан розвитку вітчизняної економіки та специфіку фінансового ринку, структура груп утримувачів державних облігацій має бути істотним чином змінена: частка НБУ в загальній структурі не має перевищувати 10%, а частка кожного утримувача – 30%. На нашу думку, зазначена структура є одним із вагомих факторів впливу на рівень боргової безпеки України, тому до складу її індикаторів запропоновано додати

наступні: 1) індикатор виникнення загроз монополізації на ринку державних цінних паперів – структура груп утримувачів ОВДП; 2) індикатор виникнення загроз втрати національного фінансового суверенітету – співвідношення часток резидентів та нерезидентів серед утримувачів ОВДП; 3) індикатор виникнення загроз формування прихованого емісійного механізму – частка НБУ в загальній структурі груп утримувачів ОВДП.

3. Здійснений автором аналіз впливу частки державних капітальних інвестицій на показники соціально-економічного розвитку України за 2006-2013 рр. засвідчив важливість діяльності держави як інвестора. Було встановлено помірний позитивний зв'язок (з коефіцієнтом детермінації близько 0,5) для таких показників, як річний темп зростання реального ВВП на душу населення (лінійна залежність), експорт товарів і послуг (логарифмічна залежність), індекс промислової продукції (степенева залежність). У той же час, тип отриманих залежностей (не оберненої параболи, а висхідної кривої / прямої) не є характерним для країн з ринковою економікою, що свідчить про існування певних диспропорцій на вітчизняному фінансовому ринку та в економіці.

Крім того, автором досліджено відповідність співвідношення державних капітальних інвестицій до ВВП в Україні оптимальному співвідношенню (так званій «граничній межі Фуенте», що відповідно до положень економічної теорії має складати 2%), яка встановлює баланс між державним і приватним капіталом та в значній мірі визначає ступінь автономії фінансового ринку та інвестиційної привабливості економіки. Встановлено, що в Україні за 2006-2013 рр. найвищий темп приросту ВВП був зафіксований при частці держави на рівні 1%, а отже держава проявляє недостатню інвестиційну активність.

4. Дослідження взаємозв'язку динаміки успішно реалізованих проектів державно-приватного партнерства в різних країнах світу з динамікою окремих індикаторів їхнього економічного розвитку, проведене фахівцями МВФ, виявило характеристики розвитку країни, що свідчать про високий потенціал успіху реалізації таких проектів. Автором зроблено припущення про наявність аналогічних зв'язків і в Україні, але, як показав здійснений в роботі

кореляційно-регресійний аналіз за 2008-2013 рр., із 7 сформульованих гіпотез 4 підтвердилися повністю та 2 – частково.

Отримані результати свідчать, що зростання макроекономічної і політичної стабільності в Україні, ефективна система правових інститутів та захисту інвесторів сприяють зростанню числа успішно реалізованих в країні проектів ДПП. Найбільш істотним виявився вплив таких факторів, як: обсяг грошової маси в обігу, обсяги зарубіжної фінансової допомоги, купівельна спроможність населення, рівень контролю корупції, простота процедур започаткування бізнесу, якість державного регулювання та накопичений досвід реалізації проектів ДПП. Водночас, вплив рівня платоспроможності України, її ресурсної експортозалежності, ефективності дій уряду виявився незначним. Результати дослідження можуть бути покладені в основу розробки державних цільових програм розвитку інвестиційної діяльності в Україні.

Основні положення даного розділу дисертаційної роботи опубліковано автором в роботах [29, 55, 56, 58, 59, 64, 65, 66, 244, 250].



## ВИСНОВКИ

У дисертації наведено теоретичне узагальнення та запропоновано нове вирішення науково-прикладної задачі, що полягає у створенні методичного підґрунтя оцінювання діяльності держави на фінансовому ринку України як продавця і покупця ресурсів, регулятора та фінансового посередника.

За результатами дисертаційного дослідження зроблено такі висновки:

1. Поряд із традиційними функціями держави на фінансовому ринку (регулятора, покупця та продавця ресурсів), слід окремо оцінювати і фінансове посередництво держави на цьому ринку в контексті здійснення акумулювання фінансових ресурсів спеціалізованими позабюджетними фондами через цільові державні облігації з подальшим їх розподілом та перерозподілом від імені держави іншим суб'єктам господарювання для подальшого цільового використання. Виходячи з цього, функції контролю за діяльністю позабюджетних цільових фондів мають бути покладені на регуляторів фінансового ринку України.

2. Застосування дворівневого підходу до оцінювання якості державного регулювання фінансового ринку України засвідчило, що в 2007-2013 рр. найвищим серед ключових стандартів, правил, процедур і рекомендацій міжнародних організацій був рівень виконання стандартів регулювання ринків цінних паперів IOSCO; середнім – Правил прозорості монетарної і фінансової політики МВФ, Стандартів IAIS щодо регулювання страхової діяльності та Основних принципів ефективного банківського нагляду; найнижчим – Рекомендацій Групи 30 щодо стандартів ринків цінних паперів. Розрахунок інтегрального індексу якості регулювання фінансового ринку засвідчив, що в цілому діяльність регуляторів вітчизняного фінансового ринку відповідає вимогам міжнародних організацій, але динаміка імплементації в Україні найкращих світових практик регулювання фінансового ринку є доволі повільною.

3. Якість державного регулювання фінансового ринку України істотним чином впливає на стійкість розвитку його сегментів: за 2007-2013 рр. сильним цей вплив виявився для 58% показників стійкого розвитку фінансового ринку, помірним – для 15% показників та незначним – для 27%. Найбільшою мірою діяльність держави як регулятора фінансового ринку позначається на структурі капіталу банків, їх фінансовій стійкості, прибутковості та ліквідності; волатильності та обсязі торгів на фондовому ринку; надійності та платоспроможності страхових компаній, пенсійних фондів та інших небанківських фінансових установ.

4. Однією з важливих вартісних характеристик діяльності держави як покупця на фінансовому ринку є серед доходності державних облігацій. Він також є інформативним індикатором фінансової вразливості країни та вірогідності її дефолту. В Україні протягом 2007-2013 рр. рівень серед доходності державних облігацій був значно вищим, ніж в країнах – нових членах Європейського Союзу, а його основними детермінантами стали різниця між короткостроковими процентними ставками в Україні та країнах єврозони, дефіцит / профіцит державного бюджету, процентні платежі уряду за державним боргом, дохід на душу населення, відношення зовнішнього боргу до ВВП, сальдо рахунку поточних операцій.

5. На сьогоднішній день структура утримувачів ОВДП в Україні є деформованою, оскільки провідним їх власником є Національний банк України, частка банків є надмірною, вони не користуються попитом серед нерезидентів та інших утримувачів-резидентів. Для зменшення загроз боргової безпеки України, зокрема – втрати національного фінансового суверенітету, монополізації на ринку державних цінних паперів та формування в економіці прихованого емісійного механізму, частка кожного утримувача державних облігацій має бути не більше 30%, а частка Національного банку – 10%. Особливу увагу приділено напрямкам подальшого розвитку інституту первинних дилерів в Україні та усунення обмежень щодо їх діяльності.

6. Діяльність держави як продавця ресурсів на фінансовому ринку передбачає фінансування інвестиційних проектів та програм соціально-економічного розвитку та розбудови інфраструктури, що найчастіше реалізується у формі державно-приватного партнерства. В Україні чинниками успішності його реалізації є макроекономічна і політична стабільність, ефективна система правових інститутів та захисту інвесторів, купівельна спроможність населення, обсяги зарубіжної фінансової допомоги, обсяг грошової маси в обігу, рівень контролю корупції, легкість процедур започаткування бізнесу, якість державного регулювання та накопичений досвід реалізації таких проектів. Розвиток державно-приватного партнерства в нашій країні практично не залежить від рівня її платоспроможності, ресурсної експортозалежності, ефективності дій уряду.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Абакуменко, О. В. Науково-методичні засади оцінки стійкості фінансового ринку як важливої складової забезпечення фінансової безпеки України / О. В. Абакуменко // фінансово-кредитний механізм соціально-економічного розвитку країни : монографія / за заг. ред. д.е.н., професора Коровіної З. П., к.е.н., доц. Храпкіної В. В.; Макіївський економ.-гуманіт. ін.-т. – Донецьк: Видавець Дмитренко Л. Р., 2013. – С. 232-244.
2. Абакуменко, О. В. Розвиток кон'юнктури фінансового ринку України: монографія / О. В. Абакуменко. – Чернігів: ПАТ «ПВК «Десна», 2013. – 646 с.
3. Аналітичний огляд ринку облігацій за 2013 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://rurik.com.ua/documents/research/bonds\\_4\\_kv\\_2013\\_review.pdf](http://rurik.com.ua/documents/research/bonds_4_kv_2013_review.pdf). – Назва з екрану.
4. Андрушків, Т. Банки як суб'єкти фінансових ринків України: роль і перспективи / Т. Андрушків // Банківська справа. – 2008. – №2. – С. 50-53.
5. Аскольський, В. В. Ринок цінних паперів (лекції) [Електронний ресурс] / В. В. Аскольський. – Режим доступу: <http://pulib.if.ua/part/3407>. – Назва з екрану.
6. Бабенко, А. С. Держава на фінансовому ринку: дис. ... канд. екон. наук: 08.04.01 / А. С. Бабенко. – Київ, 2005. – 253 с.
7. Банківська система України : монографія / В. В. Коваленко, О. Г. Коренєва, К. Ф. Черкашина, О. В. Крухмаль. – Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ», 2010. – 187 с.
8. Барабан, Л. М. Перспективи розвитку ринку муніципальних цінних паперів в Україні / Л. М. Барабан // Financial space. – 2011. – №4. – С. 15-21.
9. Бачинський, В. М. Проблеми зовнішньої заборгованості України [Електронний ресурс] / В. М. Бачинський, А. Ю. Лиман. – Режим доступу: [http://www.rusnauka.com/23\\_NTP\\_2010/Economics/70541.doc.htm](http://www.rusnauka.com/23_NTP_2010/Economics/70541.doc.htm). – Назва з екрану.
10. Биков, Р. Ю. Ефективність приватизації державного майна в Україні [Елек-

- тронний ресурс] / Р. Ю. Биков // Державне управління: удосконалення та розвиток. – 2009. – №3. – Режим доступу: <http://www.dy.nayka.com.ua/?iid=35&operation=1>. – Назва з екрану.
11. Бобко, У. П. ДПП в Україні та перспективи їх впровадження на прикладі підготовки до Євро-2012 [Електронний ресурс] / У. П. Бобко. – Режим доступу: [https://www.nbu.gov.ua/portal/Soc\\_Gum/Nvlduvs/2011\\_1\\_1/buppy.pdf](https://www.nbu.gov.ua/portal/Soc_Gum/Nvlduvs/2011_1_1/buppy.pdf). – Назва з екрану.
  12. Болгар, Т. М. Проблеми створення мегарегулятора українського фінансового ринку / Т. М. Болгар // Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика: збірник тез доповідей VI Міжнародної науково-практичної конференції (26–27 травня 2011 р.): у 2 т. / Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України». – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2011. – Т. 2. – С. 165–168.
  13. Борецько, В. І. Стабілізаційний фонд як засіб захисту економіки України [Електронний ресурс] / В. І. Борецько. – Режим доступу: <http://stattionline.org.ua/index.php/ekonom/34/2982-stabilizacijnij-fond-yak-zasib-zaxistu-ekonomiki-ukra%D1%97ni.html>. – Назва з екрану.
  14. Боринець, С. Я. Економічна природа та призначення державних цінних паперів / С. Я. Боринець, Л. В. Могилко // Інвестиції: практика та досвід. – 2011. – № 13. – С. 29-31.
  15. Бостан, Ю. В. Співпраця України з МВФ: ціна питання / Ю. В. Бостан // Materiály VII mezinárodní vědecko-praktická konference «Věda a technologie: krok do budoucnosti – 2011». 27 února – 05 března 2011 roku. – Díl 1. Ekonomické vědy: Praha. Publishing House «Education and Science» s.r.o. – 2011. – С. 64-68.
  16. Буднік, М. М. Фінансовий ринок: навч. посібник / М. М. Буднік, Л. С. Мартюшева, Н. В. Сабіна. – К.: ЦУЛ, 2009. – 334 с.
  17. В. Гонтарева решила провести национализацию проблемных банков [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://korr.com.ua/news/item/5674-v-gontareva-reshilas-provesti-natsionalizatsiyu-problemnykh-bankov/5674-v->

- gontareva-reshilas-provesti-natsionalizatsiyu-problemnykh-bankov.html. – Заглавие с екрана.
18. Василик, О. Д. Теорія фінансів: Підручник / О. Д. Василик. – К. : НІОС. – 2000. – 416 с.
  19. Ващенко, Ю. В. Банківське право: навч. посібник / Ю. В. Ващенко. – К. : Центр навчальної літератури, 2006. – 344 с.
  20. Вовчак, О. Фінансове посередництво: економічна сутність і класифікація / О. Вовчак, Л. Крентовська // Вісник НБУ. – 2012. – №8(198) – С. 4-9.
  21. Гирило, А. М. Концепція співробітництва держави та бізнесу на прикладі реалізації проекту «Євро-2012» [Електронний ресурс] / А. М. Гирило. – Режим доступу: <http://ena.lp.edu.ua:8080/bitstream/ntb/4689/1/47.pdf>. – Назва з екрана.
  22. Глущенко, С. В. Кредитний ринок: інститути та інструменти: навч. посіб. – К.: НаУКМА, 2009. – 153 с.
  23. Гойванюк, М. П. Міжнародний досвід організації систем регулювання та нагляду за діяльністю фінансових установ / М. П. Гойванюк // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: збірник наукових праць / Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України». – Суми, 2011.– С. 334–342.
  24. Господарський Кодекс України [Електронний ресурс]: Кодекс від 16.01.2003 № 436-IV, зі змін. та доп. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=436-15>. – Назва з екрана.
  25. Государственное регулирование рыночной экономики: уч.пособ. / под ред. В.И.Кушлина – М.: Дело, 2001. – 280 с.
  26. Государственное регулирование экономики / под ред. Т. Морозовой. – М.: Юнити-Дана, 2001. – 255 с.
  27. Грідчіна, М. В. Фінанси: навч. посібник / М. В. Грідчіна, В. Б. Захожай, Л. Л. Осіпчук. – К.: МАУП, 2002. – 280 с.
  28. Гриньова, В. М. Інвестування : підручник / В. М. Гриньова, В. О. Коюда, Т.

- І. Лепейко, О. П. Коюда. – К.: Знання, 2008. – 458 с.
29. Гриценко, Л. Л. Роль банків у фінансуванні проектів державно-приватного партнерства / Л. Л. Гриценко, О. В. Ісаєва // Економіка. Фінанси. Право. – №6. – С. 26–29.
30. Гришина, О. А. Теория финансового посредничества государства в рыночной экономике / О. А. Гришина // Сборник научных статей «Развитие российского рынка товаров и услуг для государственных нужд». – М.: ГОУ ВПО «РЭА им. Г.В. Плеханова», 2008. – С. 25-33.
31. Данилишин, Б. М. Аналіз регуляторного впливу при впровадженні Закону України «Про загальні засади розвитку державно-приватного партнерства в Україні» [Електронний ресурс] / Б. М. Данилишин. – Режим доступу: <http://www.me.gov.ua/control/uk/publish/article/system>. – Назва з екрану.
32. Дегтяр, А. О. Правове забезпечення державного регулювання інновацій в Україні [Електронний ресурс] / А. О. Дегтяр, О. І. Крюков // Державне будівництво. – 2011. – №2. – Режим доступу: <http://www.nbu.gov.ua/e-journals/DeVu/2011-2/index.html>.
33. Дегтяр, А. О. Принципи управління бюджетними інвестиціями [Електронний ресурс] / А. О. Дегтяр, М. В. Гончаренко. – Режим доступу: <http://www.kbuara.kharkov.ua/e-book/apdu/2010-1/doc/1/02.pdf>. – Назва з екрану.
34. Державний та гарантований державою борг станом на 31.12.2013 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=392005&cat\\_id=365898](http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=392005&cat_id=365898). – Назва з екрану.
35. Діденко, О. М. Особливості організаційно-аналітичного забезпечення управління ефективністю бізнесу в банках [Електронний ресурс] / О. М. Діденко // Ефективна економіка. – 2012. – №8. – Режим доступу: <http://www.economy.nayka.com.ua/?iid=1338&operation=1>. – Назва з екрану.
36. Діденко, О. М. Проблеми фінансування ризикованого інноваційного підприємництва за рахунок коштів регіональних бюджетів / О. М. Діденко // Матеріали всеукраїнської наукової конференції молодих науковців «Управ-

- ління у ХХ столітті: погляд молодих вчених». – Хмельницький: ХІУП, 2004. – С. 37-39.
37. Довгань, Ж. Концептуальні засади комплексного оцінювання фінансової стійкості банківської системи / Ж. Довгань // Вісник Тернопільського національного економічного університету. – Тернопіль: ТНЕУ, 2013. – Вип. 1. – С. 86-96.
  38. Долан, Э. Дж. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика / Э. Дж. Долан и др. / пер. с англ. В. Лукашевича и др. – М., 1996. – 448 с.
  39. Дудченко, В. Ю. Шляхи вдосконалення механізму державних запозичень на внутрішньому ринку / В. Ю. Дудченко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: збірник тез доповідей 9 Всеукраїнської науково-практичної конференції (9-10 листопада 2006 р.). в 2 ч. – Суми, 2006. – Ч. 2. – С. 19-21.
  40. Економічна теорія: Політекономія / ред. В. Д. Базилевича. – К.: Знання-Прес, 2001. – 581 с.
  41. Економічний словник-довідник [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.sesia.org.ua/418.html>. – Назва з екрану.
  42. Економічна енциклопедія «Словопедія» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://slovopedia.org.ua/38/53402/380949.html>. – Назва з екрану.
  43. Еш, С. М. Фінансовий ринок : Навч. посіб. / С. М. Еш. – К. : Центр учбової літератури, 2009. – 528 с.
  44. Єдиний державний реєстр юридичних осіб та фізичних осіб-підприємців (ЄДР) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://irc.gov.ua/ua/Reiestri.html>. – Назва з екрану.
  45. Жук, Є. Зарубіжна практика регулювання фінансових ринків [Електронний ресурс] / Є. Жук. – Режим доступу: [http://www.ufin.com.ua/analit\\_mat/drn/020.htm](http://www.ufin.com.ua/analit_mat/drn/020.htm). – Назва з екрану.
  46. Завгородній, А. Г. Фінансовий словник / А. Г. Завгородній, Г. Л. Вознюк, Т. С. Смовженко. – 3-тє вид., випр. та доп. – К.: Т-во «Знання», КОО, 2000. – 587 с.



47. Закон України «Про банки і банківську діяльність» [Електронний ресурс]: Закон від 07.12.2000 № 436-IV, зі змін. та доп. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2121-14>. – Назва з екрану.
48. Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів» [Електронний ресурс]: Закон від 07.12.2000 № 448/96-ВР, зі змін. та доп. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/448/96-%D0%B2%D1%80>. – Назва з екрану.
49. Закон України «Про першочергові заходи щодо запобігання негативним наслідкам фінансової кризи та про внесення змін до деяких законодавчих актів України» [Електронний ресурс]: Закон від 31.10.2008 № 639-VI, зі змін. та доп. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/639-17>. – Назва з екрану.
50. Закон України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» [Електронний ресурс]: Закон від 12.07.2001 № 2664-III, зі змін. та доп. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2664-14>. – Назва з екрану.
51. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» [Електронний ресурс]: Закон від 23.06.2006 № 3480-IV, зі змін. та доп. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>. – Назва з екрану.
52. Іваницька, О. М. Фінансові ринки: Навч. посібник / О. М. Іваницька. – К.: Вид-во УАДУ, 1999. – 96 с.
53. Ільченко, В. Сучасний стан вітчизняного ринку державних цінних паперів [Електронний ресурс] / В. Ільченко. – Режим доступу: [http://www.securities.org.ua/securities\\_journal/review.php?num=44&pub=428](http://www.securities.org.ua/securities_journal/review.php?num=44&pub=428). – Назва з екрану.
54. Інформація щодо облігацій зовнішньої державної позики, що перебувають в обігу [Електронний ресурс] / Міністерство фінансів України. – Режим доступу: [http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article/main?art\\_id=399507](http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article/main?art_id=399507). – Назва з екрану.
55. Ісаєва, О. В. Вплив державних інвестицій на економічний розвиток /

- О. В. Ісаєва // Актуальні питання фінансово-економічного розвитку держави та регіонів: збірник тез наукових робіт учасників Міжнародної науково-практичної конференції для студентів, аспірантів та молодих учених (м. Київ, 20-21 червня 2014 р.). У 2-х частинах. – К.: Аналітичний центр «Нова економіка», 2014. – Ч. 2. – С. 110-114.
56. Ісаєва, О. В. Держава як продавець ресурсів на фінансовому ринку / О. В. Ісаєва // Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії і практики. Харків: 2012. – Випуск 2(13). – С. 276-282.
57. Ісаєва, О. В. Діяльність держави на фінансовому ринку України в період світової фінансової кризи та подолання її наслідків / О. В. Ісаєва, М. С. Антонов, П. С. Рубанов // Держава, підприємства та банки в системі антикризового управління: монографія / за ред. д.е.н., проф. Т. А. Васильєвої, к.е.н. О. Б. Афанасьєвої. – Суми: «Ярославна», 2013 – С.152-157.
58. Ісаєва, О. В. Концептуальні засади формування системи контролю і моніторингу ліквідності банку / О. В. Ісаєва, М. І. Самсонов, О. П. Заруцька // Управління ризиками банків: монографія у 2-х томах. Т.2. Управління ринковими ризиками та ризиками системних характеристик / [А. О. Єпіфанов, Т. А. Васильєва, С. М. Козьменко та ін.] / за ред. д-ра екон. наук, проф. А. О. Єпіфанова та д-ра екон. наук, проф. Т. А. Васильєвої. – Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ», 2012. – С. 151-157.
59. Ісаєва, О. В. Небанківські інституційні інвестори на ринку державних цінних паперів / О. В. Ісаєва, Л. В. Піддубна // Матеріали міжнародної науково-практичної конференції молодих вчених та студентів «Інформаційні технології, економіка та право: стан та перспективи розвитку». – Ч. 1, вип. 9. – Чернівці, 2012. – С. 174-175.
60. Ісаєва, О. В. Особливості державного регулювання фінансових ринків на початкових стадіях розвитку / О. В. Ісаєва // Фінанси України: Глобальні та національні імперативи розвитку: Матеріали XVI Міжнародної науково-практичної конференції: м. Дніпропетровськ, 30-31 березня 2012 р. –

Збірка наукових праць: Вид-во «Інновація», Дніпропетровськ. – С. 11-13.

61. Ісаєва, О. В. Особливості функціонування сучасних внутрішніх ринків державних цінних паперів / О. В. Ісаєва // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. – 2012. – Вип. 35. – С. 277-284.
62. Ісаєва, О. В. Проблеми і перспективи управління зовнішнім державним боргом України / О. В. Ісаєва // Вісник ХНУ / Хмельницький національний університет. – 2012. – №3, Т. 1. – С. 171-175.
63. Ісаєва, О. В. Проблеми наднаціонального регулювання фінансового ринку в умовах глобалізації / О. В. Ісаєва // Збірник тез II Всеукраїнської науково-практичної конференції «Фінансова система України: стан, проблеми, перспективи» – 18-19 квітня 2012 р. – Херсон. – Ред.-вид. Центр «Колос». – ХДАУ. – 2012. – С. 94-96.
64. Ісаєва, О. В. Склад інвесторів державних облігацій в Україні та економічно розвинених країнах / О. В. Ісаєва // «Розвиток економічної науки на сучасному етапі»: матеріали міжнародної науково-практичної інтернет-конференції економічного спрямування. – Тернопіль, 2013. – С. 49-51.
65. Ісаєва, О. В. Тенденції розвитку державно-приватного партнерства в Україні / О. В. Ісаєва // Економіка: сучасні проблеми та перспективи розвитку. Матеріали міжнародної науково-практичної конференції (м. Харків, 23-24 травня 2014 року. – Харків: Видавничий дім «Гельветика», 2014. – С. 66-69.
66. Ісаєва, О. В. Фактори ефективності державно-приватного партнерства як однієї з провідних форм участі держави на фінансовому ринку в якості кредитора / О. В. Ісаєва // Вісник УАБС. – 2014. – №1. – С. 67-72.
67. Історія економічних учень: Підручник / Л. Я. Корнійчук, Н. О. Татаренко, А. М. Поручник та ін.; За ред. Л. Я. Корнійчук, Н. О. Татаренко. – К.: КНЕУ, 1999. – 564 с.
68. Иванов, В. М. Финансовый рынок: Конспект лекций / В. М. Иванов. – К.: МАУП, 1999. – 112 с.
69. Ирландский экономический профиль [Электронный ресурс] / Enterprise

Ireland. – Режим доступа: [www.enterprise-ireland.ru/economics/IrelandEP.pdf](http://www.enterprise-ireland.ru/economics/IrelandEP.pdf).  
– Заглавие с экрана.

70. Исаева, Е. В. Влияние рекомендаций Группы 30 на функционирование финансового рынка Украины / Е. В. Исаева // X Международная научно-практическая конференция студентов и аспирантов «Мировой опыт и экономика регионов России» (г. Курск, 6 апреля 2012 года) / Под ред. проф. Л. А. Дремовой. – Курск: ООО «Лоцман», 2012. – С. 62-64.
71. Канцір, І. А. Державне регулювання фінансової системи України / І. А. Канцір // Технологический аудит и резервы производства. – 2014. – №2/2(16). – С. 58-64.
72. Карминский, А. М. Рейтинги как мера финансовых рисков. Эволюция, назначение, применение [Электронный ресурс] / А. М. Карминский, А. А. Пересецкий. – Режим доступа: [http://ecsocman.hse.ru/data/2010/03/31/1210200036/NEA-2009-1-2\\_86-103.pdf](http://ecsocman.hse.ru/data/2010/03/31/1210200036/NEA-2009-1-2_86-103.pdf). – Назва з екрану.
73. Кириченко, О. А. Держава на фінансовому ринку України в умовах глобальної фінансової кризи / О. А. Кириченко, Ю. Г. Кім // Інвестиції: практика та досвід. – 2010. – №14. – С.25-29.
74. Кириченко, О. Державні цінні папери у контексті розвитку ринку боргових зобов'язань / О. Кириченко, І. Белоусова, В. Кудрицький // Фінансовий ринок України. – 2010. – №8. – С. 9-12.
75. Кияниця, І. М. Стабілізаційний фонд державного бюджету України [Електронний ресурс] / І. М. Кияниця. – Режим доступа: [http://www.rusnauka.com/13\\_NMN\\_2011/Economics/3\\_86662.doc.htm](http://www.rusnauka.com/13_NMN_2011/Economics/3_86662.doc.htm). – Назва з екрану.
76. Клівденко, Л. М. Роль та значення бюджетних інвестицій в соціально-економічному розвитку України [Електронний ресурс] / Л. М. Клівденко, Ю. Б. Прокопишин. – Режим доступа: <http://www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=1098>.
77. Ковалев, В. В. Финансовый анализ. Управление капиталом. Выбор инвестиций: науч. изд. / В. В. Ковалев. – М.: Финансы и статистика, 1999. –

432 с.

78. Ковальчук, С. В. Фінанси: навч. посібник / С. В. Ковальчук, І. В. Форкун. – Львів: «Новий Світ – 2000», 2006. – 568 с.
79. Ковтун, Н. В. Статистичне дослідження інвестиційного процесу та інвестиційної діяльності: теорія, методологія, практика : монографія. – К.: Наука та інновації. – 441 с.
80. Козлов, В. І. Взаємозв'язок моделі нагляду за фінансовим сектором і стабільності банківської системи / В. І. Козлов // Бізнес Інформ. – 2013. – №6. – С. 346-351.
81. Корнеєв, М. В. Удосконалення системи регулювання вітчизняного фінансового сектора в умовах фінансіалізації економіки / М. В. Корнеєв // Бізнес-інформ. – 2014. – №8. – С.243-246.
82. Котюк, І. І. Курс правознавства. Частина І: Основи теорії держави і права: Навч. посіб. 2-ге вид. доп. і випр. / І. І. Котюк, О. І. Котюк. – К.: Версія, Видавець Іван Котюк. – 2008. – 234 с.
83. Кравець, А. В. Вплив державного регулювання та фінансового ринку на розвиток фінансово-кредитного механізму акціонерних товариств в Україні / А. В. Кравець // Мезанізм регулювання економіки. – 2011. – №2. – С. 123-130.
84. Кравчук, В. Інститут первинних дилерів в Україні. Чому і як потрібно його запроваджувати [Електронний ресурс] / В. Кравчук, К. Требеш, Р. Джуччі. – Режим доступу: [http://www.ier.com.ua/ua/publications/consultancy\\_work/?pid=1819](http://www.ier.com.ua/ua/publications/consultancy_work/?pid=1819). – Назва з екрану.
85. Кравчук, І. Що залишилось від українського фондового ринку [Електронний ресурс] / І. Кравчук. – Режим доступу: <http://real-economy.com.ua/print/41512.html>. – Назва з екрану.
86. Крахіна, В. А. Державно-приватні партнерства як форма співробітництва бізнеса та влади в Україні [Електронний ресурс] / В. А. Крахіна, В. В. Молчанова. – Режим доступу: <http://nauka.kushnir.mk.ua/?p=68270>. – Назва з екрану.

87. Кремень, В. М. Консолідація регулювання фінансового ринку: світова практика та перспективи в Україні / В. М. Кремень // Економіка: проблеми теорії та практики: збірник наукових праць: в 5 т. – Дніпропетровськ, 2007. – Т. IV. – С. 914-923.
88. Кузнєцова, Д. Зарубіжний досвід створення місцевих позабюджетних фондів [Електронний ресурс] / Д. Кузнєцова. – Режим доступу: <http://adminpravo.com.ua/index.php/2010-04-13-14-05-13/146-2010-09-29-12-40-13/1959-31.html>. – Назва з екрану.
89. Кузьменко, О. В. Методичне забезпечення мінімізації депозитних ризиків банку / О. В. Кузьменко, О. В. Ісаєва // Управління ризиками банків : монографія у 2-х томах. Т.1. Управління ризиками базових банківських операцій / [А. О. Єпіфанов, Т. А. Васильєва, С. М. Козьменко та ін.] / за ред. д-ра екон. наук, проф. А. О. Єпіфанова та д-ра екон. наук, проф. Т. А. Васильєвої. – Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ», 2012. – 283 с. – С. 238-244.
90. Кульчицька, Н. Є. Передумови та перспективи розвитку ринку місцевих запозичень в Україні [Електронний ресурс] / Н. Є. Кульчицька. – Режим доступу: <http://bo0k.net/index.php?p=achapter&bid=5870&chapter=1>. – Назва з екрану.
91. Кучер, Г. Розвиток ринку внутрішніх державних боргових зобов'язань України / Г. Кучер // Вісник КНТЕУ. – 2011. – №2. – С. 47-65.
92. Лагутін, В. Д. / Кредитування: теорія і практика: Навч. посіб. / В. Д. Лагутін. – 3-тє вид., перероб. і доп. – К.: Т-во «Знання», КОО, 2002. – 215 с.
93. Лакшина, О.А. Перспективы создания единого регулятора финансового рынка / О. А. Лакшина // Деньги и кредит. – 2005. – №10. – С. 30-33.
94. Лансков, П. М. Совершенствование механизма регулирования финансового рынка / П. М. Лансков // Финансы и кредит. – 2005. – №36. – С. 27-35.
95. Лещенко, В. В. Світові тенденції регулювання та нагляду у банківській сфері [Електронний ресурс] / В. В. Лещенко. – Режим доступу: <http://intkonf.org/leschenko-v-v-svitovi-tendentsiyi-derzhavnogo-regulyuvannya-ta-naglyadu-u-bankivskiy-sferi/>. – Назва з екрану.

96. Леонов, С. В. Взаємозв'язок якості регуляторного управління та показників розвитку фінансового ринку України / С. В. Леонов, О. В. Ісаєва // Наука й економіка: науково-теоретичний журнал. – 2013. – № 4. – С. 66-72.
97. Лобозинська, С. М. До питання створення мегарегулятора фінансового ринку в Україні та вдосконалення банківського регулювання / С. М. Лобозинська // Вісник Запорізького національного університету. – 2012. – №3(15). – С. 194-199.
98. Логвин, О. Регулювання ринку державних цінних паперів: методи, інструменти, технології України [Електронний ресурс] / О. Логвин, П. Бездетнов. – Режим доступу: [http://ufin.com.ua/analit\\_mat/drn/002.htm](http://ufin.com.ua/analit_mat/drn/002.htm). – Назва з екрану.
99. Лондар, С. Л. Фінанси: навч. посібник [Електронний ресурс] / С. Л. Лондар, О. Б. Тимошенко. – Режим доступу: <http://pidruchniki.com.ua/>. – Назва з екрану.
100. Лубкей, Н. П. Державний кредит як система кредитних відносин за участю держави / Н. П. Лубкей // Світ фінансів. – №4(17), 2008. – С. 28-34.
101. Лубкей, Н. П. Становлення та проблеми розвитку державного кредиту в Україні [Електронний ресурс] / Н. П. Лубкей. – Режим доступу: [https://www.nbu.gov.ua/Portal/natural/nvnu/ekonomika/2010\\_4/R5/Lubkey.pdf](https://www.nbu.gov.ua/Portal/natural/nvnu/ekonomika/2010_4/R5/Lubkey.pdf). – Назва з екрану.
102. Луциків, І. В. Реалії практики державної підтримки у сфері забезпечення інноваційного розвитку економіки України / І. В. Луциків // Держава та регіони. – 2011. – №5. – С. 38-41.
103. Мазур, І. І. Особливості становлення ринку муніципальних паперів в Україні / І. І. Мазур // Стратегічні пріоритети. – 2010. – №1. – С. 23-28.
104. Майовець, Є. Розвиток фінансових ринків як передумова економічного зростання в Україні / Є. Майовець, Х. Флюд // Формування ринкової економіки в Україні. – 2009. – Вип. 19. – С. 88–91.
105. Майорова, Т. В. Інвестиційна діяльність : навч. посіб. / Т. В. Майорова. – К.: Центр початкової літератури. – 2004. – 376 с.

106. Марченко, С. К. Ринок державних цінних паперів в Україні [Електронний ресурс] / С. К. Марченко, Я. В. Чернелівська. – Режим доступу: [http://www.rusnauka.com/30\\_NIEK\\_2011/Economics/3\\_96167.doc.htm](http://www.rusnauka.com/30_NIEK_2011/Economics/3_96167.doc.htm). – Назва з екрану.
107. Марценюк-Розарьонова, О. В. Державні цільові фонди України [Електронний ресурс] / О. В. Марценюк-Розарьонова, С. П. Стецька. – Режим доступу: [http://rusnauka.com/9\\_DN\\_2010/Economics/61617.doc.htm](http://rusnauka.com/9_DN_2010/Economics/61617.doc.htm). – Назва з екрану.
108. Мацкевіч, М. Міжнародні стандарти відкритості та прозорості громадських фінансів в законодавстві та практиці України. Спроба оцінки / М. Мацкевіч, Е. Маліновска-Місьонг, В. Місьонг та інші. – Варшава, 2003. – 46 с.
109. Машина, Н. І. Міжнародне страхування: Навчальний посібник / Н. І. Машина. – К.: Центр навчальної літератури, 2006. – 504 с.
110. МВФ і Світовий банк радять Україні націоналізувати кілька банків [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.epravda.com.ua/news/2009/05/30/194873/view\\_print/](http://www.epravda.com.ua/news/2009/05/30/194873/view_print/). – Назва з екрану.
111. Мендрул, О. Г. Ринок цінних паперів: навч. посібник [Електронний ресурс] / О. Г. Мендрул, І. А. Шевчук. – Режим доступу: <http://slv.com.ua/book/91/6324.html>. – Назва з екрану.
112. Мінфін змінює умови розміщення ОВДП [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/printable\\_article?art\\_id=214048](http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/printable_article?art_id=214048).
113. Мінфін шукає дилерів [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://news.finance.ua/ua/orgtrg/~1/8/959/162278>. – Назва з екрану.
114. Михальський, В. В. Про фінансовий ринок і його структуру в умовах глобалізації / В. В. Михальський // Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби. – 2009. – №1. – С. 198-206.
115. Михальський, В. В. Роль фінансового ринку в економічному розвитку реального сектора вітчизняної економіки: монографія / В. В. Михальський.



- К.: Ніка Центр, 2005. – 296 с.
116. Могилко, Л. В. Кредитні рейтинги боргових зобов'язань України та чинники їх поліпшення / Л. В. Могилко // Науковий вісник: Фінанси, банки, інвестиції. – 2012. – №4. – С. 91-95.
117. Моїсеєнко, О. Врятувати кита: як держава готується до націоналізації банків [Електронний ресурс] / О. Моїсеєнко, М. Ормоцадзе. – Режим доступу: <http://news.finance.ua/ua/news/~339438>.
118. Мороз, А. М. Банківські операції : Підручник / А. М. Мороз, М. І. Савлук, М. Ф. Пуховкіна. – К.: КНЕУ, 2000. – 384 с.
119. Наказ Міністерства економічного розвитку і торгівлі України «Про затвердження Методичних рекомендацій щодо розрахунку рівня економічної безпеки України» [Електронний ресурс]: Наказ від 29.10.2013 № 1277. – Режим доступу: [http://search.ligazakon.ua/l\\_doc2.nsf/link1/ME131588.html](http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/ME131588.html). – Назва з екрану.
120. Науменкова, С. Особливості оцінювання ефективності проектів публічно-приватного партнерства: зарубіжний досвід та вітчизняна практика / С. Науменкова, Я. Овсянникова // Вісник КНУ ім. Шевченка. – 2013. – №2. – С. 47-51.
121. Науменкова, С. В. Ринок фінансових послуг: Навч. посіб. / С. В. Науменкова, С. В. Міщенко. – К.: Знання, 2010. – 532 с.
122. НБУ інформує про уточнений перелік банків – первинних дилерів на ринку державних цінних паперів [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.pard.ua/news/pard\\_news/2013-06-12-12%253A38](http://www.pard.ua/news/pard_news/2013-06-12-12%253A38). – Назва з екрану.
123. Николишин, І. Ю. Роль та значення фінансового ринку в фінансовій системі України / І. Ю. Николишин, Н. В. Зізяк // Молодий вчений. – 2014. – №7(10). – С. 53-55.
124. Опарін, В. М. Фінанси: Навч. посібник / В. М. Опарін. – 2-ге вид., доп. і перероб. – К.: КНЕУ, 2001. – 240 с.
125. Основні Принципи ефективного банківського нагляду (Core principles for

- effective banking supervision) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=45251>. – Назва з екрану.
126. Оспіщева, В. І. Фінанси: курс для фінансистів [Електронний ресурс] / В. І. Оспіщева. – Режим доступу: [http://libfree.com/139764178\\_finansiderzhavniy\\_kredit.html](http://libfree.com/139764178_finansiderzhavniy_kredit.html). – Назва з екрану.
127. Охріменко, О. Вплив ринку державних цінних паперів України на функціонування кредитного ринку / О. Охріменко // Економічний часопис – XXI. – №9, 2004. – С. 37-41.
128. Панасенко, Г. Критерії та показники оцінки фінансового сектору / Г. Панасенко // Вісник КНТЕУ. – 2010. – №4. – С. 99-110.
129. Пересада, А. А. Інвестиційне кредитування : навч. посібн. / А. А. Пересада, Т. В. Майорова. – К.: КНЕУ, 2002. – 271 с.
130. Петриків, А. В. Сучасні тенденції функціонування та шляхи підвищення ефективності місцевих запозичень в Україні [Електронний ресурс] / А. В. Петриків. – Режим доступу: <http://www.du.nauka.com.ua/?op=1&z=728>. – Назва з екрану.
131. Петров, А. Мегарегулятор, или единоначалие над страховщиком и банком [Электронный ресурс] / А. Петров. – Режим доступа: [http://tristar.com.ua/1/art/megareguliator\\_ili\\_edinonachalie\\_nad\\_strahovshikom\\_i\\_bankirom\\_13902.html](http://tristar.com.ua/1/art/megareguliator_ili_edinonachalie_nad_strahovshikom_i_bankirom_13902.html). – Заглавие с экрана.
132. Політична економія: Навч. посіб. / Г. А. Оганян, В. О. Паламарчук, А. П. Румянцев та ін.; За заг. ред. Г. А. Оганяна. – К.: МАУП, 2003. – 520 с.
133. Полищук, А. Ян Монкиевич «Не нужно надеяться, что мегарегулятор непременно решит те проблемы, которые не могут решить отдельные регуляторы» [Электронный ресурс] / А. Полищук. – Режим доступа: [http://www.uaib.com.ua/news/mass\\_media/116006.html](http://www.uaib.com.ua/news/mass_media/116006.html). – Заглавие с экрана.
134. Померанцев, А. Метод главных компонент (РСА) [Электронный ресурс] / А. Померанцев. – Режим доступа: <http://www.chemometrics.ru/materials/textbooks/pca.htm>. – Заглавие с экрана.

135. Поправка, О. Г. Регулювання та нагляд за фінансовим сектором у країнах ЄС, перспективи для України / О. Г. Поправка // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: збірник наукових праць / Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України». – Суми, 2010. – Т. 30. – С. 263-271.
136. Постанова Кабінету міністрів України «Питання Української державної інноваційної компанії» [Електронний ресурс] : Постанова від 15.06.2000 № 979, зі змінами та доп. – Режим доступу: <http://www.uazakon.com/document/spart42/inx42805.htm>. – Назва з екрану.
137. Постанова Кабінету міністрів України «Про запровадження інституту первинних дилерів на ринку державних цінних паперів» [Електронний ресурс]: Постанова, Положення від 14.04.2009 № 363, зі змінами та доп. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/363-2009-%D0%BF>. – Назва з екрану.
138. Постанова Кабінету міністрів України «Про затвердження Порядку конкурсного відбору інвестиційних проектів, що реалізуються за рахунок кредитів комерційних банків з частковим відшкодуванням відсоткових ставок» [Електронний ресурс]: Постанова від 29.01.2001 № 101, зі змінами та доп. – Режим доступу: <http://www.uazakon.com/document/spart42/inx42805.htm>. – Назва з екрану.
139. Пук, Ю. П. Інститут первинних дилерів на ринку державних цінних паперів України [Електронний ресурс] / Ю. П. Пук. – Режим доступу: <http://libfor.com/index.php?newsid=1606>. – Назва з екрану.
140. Пьянкова, К. В. Государственно-частное партнерство: преимущества и недостатки для государства и бизнеса [Электронный ресурс] / К. В. Пьянкова, Н. Н. Косвинцев. – Режим доступа: <http://cyberleninka.ru/article/n/gosudarstvenno-chastnoe-partnerstvo-preimuschestva-i-nedostatki-dlya-gosudarstva-i-biznesa>. – Назва з екрану.
141. Раделицький, Ю. О. Державне регулювання ринку фінансових інвестицій: зарубіжний досвід та національні реалії / Ю. О. Раделицький // Науковий

- вісник Національного лісотехнічного ун-ту України. – 2009. – № 19. – С. 242–248.
142. Райзберг, Б. А. Курс економіки: Учебник / Под ред. Б. А. Райзберга. – М.: ИНФРА-М, 1997. – 720 с.
143. Рак, Р. Державні цінні папери у сфері державних запозичень України / Р. Рак, К. Ковальська // Вісник КНУ ім. Шевченка. – 2009. – №3. – С. 7-9.
144. Рак, Р. В. Світовий досвід функціонування ринку державних цінних паперів / Р. В. Рак // Науковий вісник Національного університету ДПС України (економіка, право). – 2010. – №1(48). – С. 116-122.
145. Рекуненко, І. І. Особливості діяльності саморегульованих організацій на ринку фінансових послуг / І. І. Рекуненко, Є. П. Бондаренко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. наук. праць / Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України». – Суми, 2010. – Т. 29. – С. 394-407.
146. Рекуненко, І. І. Роль муніципальних облігацій на ринку місцевих запозичень / І. І. Рекуненко, О. В. Котляревський // Збірник наукових праць ЧДТУ. Серія : Економічні науки. – 2009. – Випуск 22. – Частина II. – С. 40-44.
147. Річні звіти Національного банку [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=121938>. – Назва з екрану.
148. Романенко, О. Р. Фінанси: навч. посібник / О. Р. Романенко, С. Я. Огородник, М. С. Зязюн. – К.: КНЕУ, 1999. – 108 с.
149. Руденко, В. В. Проблеми та перспективи розвитку місцевих запозичень в Україні [Електронний ресурс] / В. В. Руденко. – Режим доступу: <https://www.pdaa.edu.ua/nr/pdf/33.pdf>. – Назва з екрану.
150. Савченко, К. В. Державні фонди цільового призначення в контексті реалізації стабілізаційної політики / К. В. Савченко // Механізм регулювання економіки. – 2012. – №2. – С. 162-166.
151. Савченко, К. В. Досвід Російської Федерації щодо створення стабілізаційного фонду та можливість його використання в Україні / К. В. Савченко //

- Науковий вісник: фінанси, банки, інвестиції. – 2011. – №3. – С. 22-25.
152. Савченко, К. В. Транспарентність функціонування державних стабілізаційних фондів: світова практика / К. В. Савченко // Механізм регулювання економіки. – 2011. – №4. – С. 196-201.
153. Савченко, Л. Принципи захисту прав споживачів фінансових послуг / Л. Савченко // Цінні папери України. – 2012. – №12(709). – С. 11-12.
154. Сарахман, О. М. Розвиток системи державного кредитування інвестиційних проектів [Електронний ресурс] / О. М. Сарахман, О. Р. Галько. – Режим доступу: [https://dspace.uabs.edu.ua/bitstream/123456789/2112/1/2008\\_23\\_20.pdf](https://dspace.uabs.edu.ua/bitstream/123456789/2112/1/2008_23_20.pdf). – Назва з екрану.
155. Саталкіна, Л. О. Особливості фінансування інноваційної сфери і розвинених країнах світу [Електронний ресурс] / Л. О. Саталкіна, В. В. Лакіза. – Режим доступу: <http://vlp.com.ua/node/6634>. – Назва з екрану.
156. Сивченко, Г. Європейські орієнтири реформування національної депозитарної системи України / Г. Сивченко // Вісник КНТЕУ. – 2010. - №4. – С. 39-47.
157. Суторміна, В. М. Фінансовий ринок: навч. посібник / В. М. Суторміна, В. М. Радзієвська, Б. С. Стеценко. – К.: КНЕУ, 2001. – 100 с.
158. Тараненко, В. Є. Державні цільові фонди: навчально-методичний посібник / В. Є. Тараненко. – Дніпропетровськ: Дніпропетровська державна фінансова академія, 2009. – 58 с.
159. Теорія фінансів: підручник / [Юхименко П. І., Федосов В. М., Лазебник Л. Л. та ін.]; за ред. В. М. Федосова, С. І. Юрія. — К.: ЦУЛ, 2010. — 576 с.
160. Томчук, В. В. Державні цільові фонди в Україні: стан і перспективи розвитку [Електронний ресурс] / В. В. Томчук, О. М. Шарубова. – Режим доступу: <http://intkonf.org/kandekonn-tomchuk-vv-sharubova-om-derzhavni-tsilovi-fondi-v-ukrayini-stan-i-perspektivi-rozvitku/>. – Назва з екрану.
161. Указ Президента України «Про підпорядкування Державного інноваційного фонду Міністерству України у справах науки й технологій» [Електронний ресурс]: Указ Президента від 29.11.1996 № 1132/96. – Режим

- доступу: [http://search.ligazakon.ua/l\\_doc2.nsf/link1/U1132\\_96.html](http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/U1132_96.html). – Назва з екрану.
162. Федорків, М. Зарубіжний досвід функціонування ринку державних облігацій [Електронний ресурс] / М. Федорків. – Режим доступу: <http://libfor.com/index.php?newsid=279>. – Назва з екрану.
163. Федулова, Л. І. Організаційний ресурс ДПП в умовах подолання наслідків кризи [Електронний ресурс] / Л. І. Федулова, І. Г. Яненкова. – Режим доступу: [www.nuft.kiev.ua/upload/file/Наука/Naukovi\\_vidannya/NP-34.pdf](http://www.nuft.kiev.ua/upload/file/Наука/Naukovi_vidannya/NP-34.pdf). – Назва з екрану.
164. Фінансова енциклопедія / [Орлюк О. П., Воронова Л. К., Заверуха І. Б. та ін.]; за заг. ред. О. П. Орлюк. – К.: Юрінком Інтер, 2008. – 472 с.
165. Хандруев А. Направление – мегарегулятор [Електронний ресурс] / А. Хандруев. – Режим доступу: <http://ecpol.ru/2012-04-05-13-45-47/2012-04-05-13-46-26/348-napravlenie-megaregulyator.html>. – Заглавие с екрана.
166. Ходаківська, В. П. Ринок фінансових послуг: Навчальний посібник / В. П. Ходаківська, О. Д. Данілов. – Ірпінь: Академія ДПС України, 2001. – 501 с.
167. Худолій, Л. М. Теорія фінансів: навч. посібник / Л. М. Худолій. – К.: Європейський університет, 2003. – 167 с.
168. Царукян, А. Регуляторні принципи захисту інвесторів на ринках капіталу / А. Царукян // Фінансовий ринок України. – 2009. – №1. – С. 14-15.
169. Цілі та принципи IOSCO [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.google.com.ua/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CDAQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.nssmc.gov.ua%2Fpartners%2Finternational%2FIOSCOdocs&ei=gfp9UbCQDeKh4gTF24HwDA&usg=AFQjCNHMEUZlnBTrGL2JJhUa\\_zFbaIEYZA&sig2=wPYk3E4DX8yWk77N69mb9g&bvm=bv.45645796,d.bGE](http://www.google.com.ua/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CDAQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.nssmc.gov.ua%2Fpartners%2Finternational%2FIOSCOdocs&ei=gfp9UbCQDeKh4gTF24HwDA&usg=AFQjCNHMEUZlnBTrGL2JJhUa_zFbaIEYZA&sig2=wPYk3E4DX8yWk77N69mb9g&bvm=bv.45645796,d.bGE). – Назва з екрану.
170. Чечетов, М. Управління державною власністю у контексті економічної стратегії держави [Електронний ресурс] / М. Чечетов. – Режим доступу: [http://dt.ua/ECONOMICS/upravlinnya\\_derzhavnoyu\\_vlasnistyu\\_u\\_konteksti\\_e\\_konomichnoyi\\_strategiyi\\_derzhavi-31909.html](http://dt.ua/ECONOMICS/upravlinnya_derzhavnoyu_vlasnistyu_u_konteksti_e_konomichnoyi_strategiyi_derzhavi-31909.html). – Назва з екрану.

171. Шамхалов, Ф. И. Государство и экономика: основы взаимодействия: Учебник / Ф. И. Шамхалов. – М.: Экономика, 2000. – 382 с.
172. Шаповалова, Л. А. Фінансові інструменти впливу держави на розвиток ринку науково-технічних послуг / Л. А. Шаповалові // Вісник КУ ім. Шевченка. – 2006. – №2. – С. 29-32.
173. Шелудько, В. М. Фінансовий ринок: Навч. посібник / В. М. Шелудько. – 2-ге вид., випр. і доп. – К.: Знання-Прес, 2003. – 535 с.
174. Школьник, І. О. Стратегія розвитку фінансового ринку України : дис. ... докт. екон. наук : 08.00.08 / І. О. Школьник. – Суми, 2008. – 440 с.
175. Школьник, І. О. Фінансовий ринок України: сучасний стан і стратегія розвитку: Монографія / І. О. Школьник. – Суми: ВВП «Мрія» ТОВ, УАБС НБУ, 2008. – 348 с.
176. Школьник, І. О. Фінансовий ринок як складова фінансової системи країни, його роль і значення / І. О. Школьник // Збірник наукових праць Черкаського державного технологічного університету. Серія «Економічні науки». Випуск 19. – 2008. – С. 56-59.
177. Школьник, І. О. Фінансовий ринок та його роль у фінансовій системі країни / І. О. Школьник // Теорія і практика сучасної економіки. Матеріали VIII міжнародної науково-практичної конференції: Черкаси, 26-28 жовтня 2007 р. – Черкаси: ЧДТУ, 2007. – С. 184-187.
178. Фінанси: навч. посібник / за ред. С. І. Юрія. – Тернопіль: Карт бланш, 2002. – 357 с.
179. Ядгаров, Я. С. История экономических учений : учебник / Я. С. Ядгаров. – 4-е изд., перераб. и доп. – М.: Инфра-М, 2009. – 480 с.
180. A systemic regulator for financial markets / Squam Lake working group on financial regulation. – Chicago, 2009. – 8 p.
181. Abiad, A. A new database of financial reforms / A. Abiad, E. Detragiache, T. Tressel / IMF Staff papers. – 2010. – vol 52, №2. – pp. 281-302.
182. Abreu, F. Government bond yield spreads in EMU countries: the story of an ethemeral convergence [Electronic resource] / F. Abreu. – Access mode:

- [http://run.unl.pt/bitstream/10362/11530/1/Abreu\\_2014.pdf](http://run.unl.pt/bitstream/10362/11530/1/Abreu_2014.pdf). – Title from the screen.
183. Alexopoulou, I. Determinants of government bond spreads in new EU countries / I. Alexopoulou, I. Bunda, A. Ferrando // ECB Working Paper №1093/September 2009. – 2009. – 42 p.
184. Andrztizky, J. R. Government bonds and their investors: what are the facts and do they matter? / J. R. Andrztizky // IMF Working Paper WP/12/158. – 2012. – 30 p.
185. Are government bonds a good investment [Electronic resource]. – Access mode: <https://sites.google.com/site/aregovernmentbondsagoodin/>. – Title from the screen.
186. Assessment of financial sector supervision and regulation [Electronic resource] / IMF Country report. – 2006. – Access mode: <http://www.readbag.com/imf-external-pubs-ft-scr-2006-cr06347>. – Title from the screen.
187. Bank Data & Statistics [Electronic resource] / Industry Analysis. Federal Deposit Insurance Corporation. – Access mode: <http://www2.fdic.gov/>. – Title from the screen.
188. Basel II: International measurement of capital measurement and capital standards [Electronic resource] / Basel Committee on Banking Supervision // Monetary & financial stability. – 2004. – Access mode: <http://www.bis.org/publ/bcbs107.pdf>. – Title from the screen.
189. Basetto, M. Government investment and the European stability and growth pact [Electronic resource] / M. Basetto, V. Lepetyuk // NBER Working Paper 13200. – 2007. – Access mode: <http://www.nber.org/papers/w13200.pdf>. – Title from the screen.
190. Barr, C. Government bonds: safe haven or danger zone? [Electronic resource] / C. Barr. – Access mode: <http://citywire.co.uk/money/government-bonds-safe-haven-or-danger-zone/a555751>. – Title from the screen.
191. Bellas, D. Determinants of emerging market sovereign bond spreads: fundamentals vs financial stress / D. Bellas, M. Papaioannou, I. Petrova // IMF Working



- Paper WP/10/281. – 2010. – 24 p.
192. Berger, A. N. The Integration of the Financial Services Industry: Where are the Efficiencies? / A. N. Berger // Finance and Economics Discussion Series, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.). – 2000. – № 36. – 39 p.
  193. Bernoth, K. Sovereign risk premiums in the european government bond market [Electronic resource] / K. Bernoth, J. Von Hagen, L. Schuknecht. – Access mode: <http://epub.ub.uni-muenchen.de/13400/1/151.pdf>. – Title from the screen.
  194. Better regulation – Improving the quality of financial regulation [Electronic resource] / Financial Services Agency. – Access mode: <http://www.fsa.go.jp/en/policy/iqfrs/br1.html>. – Title from the screen.
  195. Black, J. Tools for regulatory quality and financial sector regulation: a cross-country perspective / J. Black, S. Jacobzone // OECD Working Papers on Public Governance №16. – 2009. – 96 p.
  196. Blommenstein, H. J Highlights from the OECD sovereign borrowing outlook №4 / H. J. Blommenstein // OECD Journal: financial market trends. – 2011. – №2. – pp. 23-33.
  197. Blommenstein, H. J. The future of debt markets / H. J, Blommenstein // OECD Journal: financial market trends. – 2011. – №2. – pp. 137-152.
  198. Blundell-Wignall, A. Macro-prudential policy, bank systemic risk and capital controls / A. Blundell-Wignall, C. Roulet // OECD Journal: financial market trends. – 2013. – №2. – pp. 1-22.
  199. Blundell-Wignall, A. Problems in the international financial system / A. Blundell-Wignall, C. Roulet // OECD Journal: financial market trends. – 2014. – №1. – pp. 1-24.
  200. Bojarko, I. Quality of state regulation’s influence on Ukrainian financial services market [Electronic resource] / I. Bojarko, L. Hrytsenko, O. Deyneka. – Access mode: <http://gisap.eu/node/451/>. – Title from the screen.
  201. Business dictionary [Electronic resource] / BusinessDictionary.com. – Access mode: <http://www.businessdictionary.com>. – Title from the screen.
  202. Business dictionary [Electronic resource] / The American Heritage® Dictionary

- of Business Terms. – Access mode: <http://business.yourdictionary.com>. – Title from the screen.
203. Business glossary [Electronic resource] / AllBusiness. – Access mode: <http://www.allbusiness.com>. – Title from the screen.
204. Calabria, M. Financial regulation: market or government? [Electronic resource] / M. Calabria. – Access mode: <http://www.cato.org/publications/speeches/financial-regulation-market-or-government>. – Title from the screen.
205. Caselli, F. Government debt and financial markets in Europe / F. Caselli. – London, 2008. – 349 p.
206. Cihak, M. Quality of Financial Sector Regulation and Supervision Around the World / M. Cihak, A. Tieman // IMF Working Paper WP/08/190. – 2008. – 47 P.
207. Christoffel, K. Government bond risk premia and the cyclical policy / K. Christoffel, I. Jaccard, J. Kilponen // ECB Working Paper №1411/ December 2011. – 2011. – 59 p.
208. Comelli, F. Emerging Market Sovereign Bond Spreads: Estimation and Back-testing / F. Comelli // IMF Working Paper WP/12/212. – 2012. – 43 p.
209. Costachi, J. Public-private partnership in providing public services [Electronic resource] / J. Costachi. – Access mode: [http://www.revistadeasistentasociala.ro/index.pl/public-private\\_partnership\\_in\\_providing\\_public\\_services\\_second\\_part](http://www.revistadeasistentasociala.ro/index.pl/public-private_partnership_in_providing_public_services_second_part). – Title from the screen.
210. Credit Institutions (Financial Support) Act 2008 [Electronic resource] / Competition Authority website. Legislation on Mergers. – Access mode: [http://www.tca.ie/images/uploaded/documents/Credit\\_Institutions\\_%28Financial\\_Support%29\\_Act\\_2008.pdf](http://www.tca.ie/images/uploaded/documents/Credit_Institutions_%28Financial_Support%29_Act_2008.pdf). – Title from the screen.
211. Croce, R. Financing infrastructure – international trends / R. Croce, S. Gatti // OECD Journal: financial market trends. – 2014. – №1. – pp. 123-138.
212. Das, U. S. Does Regulatory Governance Matter for Financial System Stability? An Empirical Analysis / U. S. Das, M. Quintyn, K. Chenard // IMF Working Paper WP/04/89. – 2004. – 44 p.

213. Davis, N. Role of government in capital market development: report for the market development taskforce [Electronic resource] / N. Davis. – Access mode: <http://www.med.govt.nz/business/economic-development/pdf-docs-library/cmd-taskforce-research/role-of-government-in-capital-market-development.pdf>. – Title from the screen.
214. De Nicol`o, G. Systemic Risk and Financial Consolidation: Are they related? / G. De Nicol`o, M. Kwast // Journal of Banking and Finance. – 2002. – №26. – P. 861-880.
215. Developing government bond markets [Electronic resource] / US Agency for international development. – Access mode: [http://egateg.usaid.gov/sites/default/files/FS%20Series%2012%20-%20Government%20Bonds\\_Final.pdf](http://egateg.usaid.gov/sites/default/files/FS%20Series%2012%20-%20Government%20Bonds_Final.pdf). – Title from the screen.
216. Diamond, D. W. Financial Intermediation and Delegated Monitoring // Review of Economic Studies. 1984. Vol. 51. – pp. 393–414.
217. Dierick, F. The supervision of mixed financial services groups in Europe / F. Dierick // Occasional paper series. – 2004. – № 20. – 60 p.
218. Donnelly, S. The regimes of financial market regulation in Europe [Electronic resource] / S. Donnelly. – Access mode: <http://www.europeanfinancialreview.com/?p=2508>. – Title from the screen.
219. ECB: Statistics [Electronic resource] / European Central bank. – Access mode: <http://www.ecb.int/stats/html/index.en.html>. – Title from the screen.
220. Ejsing, J. Liquidity and credit risk premia in government bond yields / J. Ejsing, M. Grothe, O. Grothe // ECB Working Paper №1440/ June 2012. – 2012. – 42 P.
221. Emerging-market bonds [Electronic resource]. – Access mode: [https://wealth.barclays.com/en\\_gb/smartinvestor/trends/investing-for-income/emerging-market-bonds.html](https://wealth.barclays.com/en_gb/smartinvestor/trends/investing-for-income/emerging-market-bonds.html). – Title from the screen.
222. Enhancements to the Basel II framework [Electronic resource] / Basel Committee on Banking Supervision // Monetary & financial stability – 2009. – Access mode: <http://www.bis.org/publ/bcbs157.htm>. – Title from the screen.
223. Erhmann, M. Convergence and anchoring of yield curves in the euro area [Elec-

- tronic resource] / M. Erhmann, M. Fratzscher, R. S. Gurkanyak, E. Swanson. – Access mode: [http://www3.eeg.uminho.pt/economia/nipe/euro10years/papers/Michael\\_Ehrmann.pdf](http://www3.eeg.uminho.pt/economia/nipe/euro10years/papers/Michael_Ehrmann.pdf). – Title from the screen.
224. Eurostat Statistics [Electronic resource] / Eurostat. – Access mode: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/themes>. – Title from the screen.
225. Favero, C. How does liquidity affect government bond yields? / C. Favero, M. Pagano, E.-L. von Thadden // Centre for studies in economics and finance Working Paper №181. – 2007. – 44 p.
226. Ferreira de Mendonca, H. Financial regulation and transparency of information: evidence from banking industry / H. Ferreira de Mendonca, D. J. Cordeiro Galvao, R. F. Villela Loures // Journal of Economic Studies. – 2012. – vol. 39, №4. – pp. 380-397.
227. Ferrucci, G. Empirical determinants of emerging market economies' sovereign bond spreads / G. Ferrucci // Bank of England Working Paper no.205. – 2003. – 37 p.
228. Financial deregulation and financial markets [Electronic resource] / Reserve Bank of Australia Bulletin. – Access mode: <http://www.rba.gov.au/publications/bulletin/1995/may/pdf/bu-0595-2.pdf>. – Title from the screen.
229. Financial sector supervision: the twin peaks model [Electronic resource] / IMF Country country report. – 2011. – Access mode: <http://www.readbag.com/imf-external-pubs-ft-scr-2006-cr06347>. – Title from the screen.
230. Financial Soundness Indicators (FSIs) – Concepts and Definitions [Electronic resource] / International Monetary Fund. – Access mode: <http://fsi.imf.org/misc/FSI%2520Concepts%2520and%2520Definitions.pdf>. – Title from the screen.
231. Fujiwara, I. Asymmetry in government bond returns [Electronic resource] / I. Fujiwara, L. M. Korber, D. Nagakura // Australia – Japan Research Centre. – 2013. – Access mode: <http://eprints.lse.ac.uk/50909/>. – Title from the screen.
232. Gaillard, N. A Century of Sovereign Ratings by Norbert Gaillard [Electronic re-

- source] / N. Galliard. – Access mode: <http://www.springerlink.com/content/978-1-4614-0523-8#section=960098&page=1&locus=19>. – Title from the screen.
233. Gilani, N. Three types of government bonds [Electronic resource] / N. Gilani. – Access mode: [http://www.ehow.com/list\\_6466260\\_three-types-government-bonds.html](http://www.ehow.com/list_6466260_three-types-government-bonds.html). – Title from the screen.
234. Gopinath, S. Financial markets – some regulatory issues and recent developments [Electronic resource] / S. Gopinath. – Access mode: <http://www.bis.org/review/r100113d.pdf>. – Title from the screen.
235. Gosse, J.-B. The future of financial markets and regulation: what strategy for europe? [Electronic resource] / J.-B. Gosse, D. Plihon. – Access mode: [http://www.augurproject.eu/IMG/pdf/The\\_Future\\_of\\_Financial\\_Markets\\_and\\_Regulation.pdf](http://www.augurproject.eu/IMG/pdf/The_Future_of_Financial_Markets_and_Regulation.pdf). – Title from the screen.
236. Grande, G. Public guarantees on bank bonds: effectiveness and distortions / G. Grande, A. Levy, F. Panetta, A. Zaghini // OECD Journal: financial market trends. – 2011. – №2. – 1-25.
237. Gray, S. Developing financial markets [Electronic resource] / S. Gray, N. Talbot / Bank of England. – 2006. – Access mode: <http://www.bankofengland.co.uk/education/Documents/ccbs/handbooks/pdf/ccbshb26.pdf>. – Title from the screen
238. Gunawardena, M. Reregulation, opportunities for integration of regulation in the banking and financial sector [Electronic resource] / M. Gunawardena. – Access mode: [http://www.apbsrilanka.org/articales/21\\_ann/21\\_pdf\\_docs/11\\_Manohari\\_Gunawardena.pdf](http://www.apbsrilanka.org/articales/21_ann/21_pdf_docs/11_Manohari_Gunawardena.pdf). – Title from the screen.
239. Hagen, J. European government bond spreads in the current crisis [Electronic resource] / J. von Hagen, L. Schuknecht, G. Wolswijk. – Access mode: <http://www.voxeu.org/article/european-government-bond-spreads-current-crisis>. – Title from the screen.
240. Hammami, M. Determinants of public-private partnerships in infrastructure / M. Hammami, J.-F. Ruhashyankiko, E. B. Yehoue // IMF Working paper WP/06/99. – 2006. – 39 p.

241. Hetzel, R. Government interventions in financial markets: stabilizing or destabilizing? [Electronic resource] / R. Hetzel // Federal reserve bank of Richmond. – 2009. – Access mode: <http://economics.rutgers.edu/dmdocuments/RobertHetzel2.pdf>. – Title from the screen
242. Hatcher, M. Optimal indexation of government bonds and monetary policy [Electronic resource] / M. Hatcher // Cradiff Business School. – 2011. – Access mode: [http://business.cardiff.ac.uk/sites/default/files/E2011\\_3.pdf](http://business.cardiff.ac.uk/sites/default/files/E2011_3.pdf). – Title from the screen.
243. Hobley, M. Local government bonds would be a boost for investment [Electronic resource] / M. Hobley. – Access mode: <http://www.theguardian.com/local-government-network/2013/jun/03/local-government-bonds-boost-investment>. – Title from the screen.
244. Hrytsenko, L. L. Banks participating in the public-private partnership / L. L. Hrytsenko, O. V. Isaieva // Materiály VII mezinárodní vědecko-praktická konference «Věda a technologie : krok do budoucnosti – 2011». 27 února – 05 březen 2011 roku. – Díl 1. Ekonomické vědy : Praha. Publishing House «Education and Science» s.r.o. – pp. 7–9.
245. Hypertextual Finance Glossary [Electronic resource] / Campbell R. Harvey. – Access mode: <http://www.duke.edu/~charvey/Courses/wpg/glossary.htm>. – Title from the screen.
246. Isaieva, O. V. An investigation of the quality of financial market regulation of Ukraine / O. V. Isaieva // Nauka i studia, 2013. – NR 14 (82) 2013. – p. 25-30.
247. Jankowitsch, R. Measuring the liquidity impact on EMU government bond prices [Electronic resource] / R. Jankowitsch, H. Moesenbacher, S. Pichler // Austrian National Bank. – 2003. – Access mode: <http://www.econstor.eu/bitstream/10419/65760/1/637462076.pdf>. – Title from the screen.
248. Kono, M. Shaping global financial regulation [Electronic resource] / M. Kono. – Access mode: <http://www.iosco.org/library/speeches/pdf/20131022-Kono.pdf>. – Title from the screen.
249. Leeper, E. Government investment and fiscal stimulus / E. Leeper, T. Walker, S.

- Yang // IMF Working Paper WP/10/229. – 2010. – 31 p.
250. Leonov, S. V. Determinants of government bond spreads in Ukraine and new EU members / S. V. Leonov, O. V. Isaieva // Actual problems of economics. – 2014. – №5. – pp. 416-425.
251. Lerner, J. Sovereign wealth funds: government as institutional investor [Electronic resource] / J. Lerner. – Access mode: <http://www.voxeu.org/voxtalks/sovereign-wealth-funds-government-institutional-investor>. – Title from the screen.
252. Manganelli, S. Euro bond spreads [Electronic resource] / S. Manganelli, G. Wolswijk. – Access mode: [http://www.simonemanganelli.org/Simone/Research\\_files/Bond%20Spreads%20Economic%20Policy.pdf](http://www.simonemanganelli.org/Simone/Research_files/Bond%20Spreads%20Economic%20Policy.pdf). – Title from the screen
253. Masciandro, D. Regulating the regulators: the changing face of financial supervision architectures before and after the crisis [Electronic resource] / D. Masciandro, M. Quintyn. – Access mode: <http://dev3.cepr.org/meets/wkcn/1/1724/papers/masciandarofinal.pdf>. – Title from the screen.
254. Master Plan on Consolidation of the Financial Sector [Electronic resource] / Central Bank of Sri Lanka. – 2014. – Access mode: [http://www.cbsl.gov.lk/pics\\_n\\_docs/02\\_prs/\\_docs/speeches/speech\\_20140117e.pdf](http://www.cbsl.gov.lk/pics_n_docs/02_prs/_docs/speeches/speech_20140117e.pdf). – Title from the screen.
255. Mawby, J. Not all government bonds are without risk [Electronic resource] / J. Mawby. – Access mode: <http://www.ftadviser.com/2013/03/25/investments/fixed-income/not-all-government-bonds-are-without-risk-eLi4X8bDrgRGCUVxdTRODI/article.html>. – Title from the screen.
256. Mazzucato, M. Government – investor, risk-taker, innovator [Electronic resource] / M. Mazzucato. – Access mode: [https://www.ted.com/talks/mariana\\_mazzucato\\_government\\_investor\\_risk\\_taker\\_innovator](https://www.ted.com/talks/mariana_mazzucato_government_investor_risk_taker_innovator). – Title from the screen.
257. Metzger, M. The rise of emerging markets' financial market architecture: constituting new roles in the global financial governance / M. Metzger, G. Taube /

- Berlin Institute for Financial Market research // MPRA Paper No. 31433. – 2010. – 35 p.
258. Min, H. G. Determinants of Emerging Market Bond Spread: Do Economic Fundamentals Matter? / H. G. Min / World Bank Policy Research Working Paper №1899. – 1998. – 24 p.
259. Mitra, P. Has government investment crowded out private investment in India? [Electronic resource] / P. Mitra. – Access mode: [https://www.aeaweb.org/assa/2006/0108\\_1015\\_0102.pdf](https://www.aeaweb.org/assa/2006/0108_1015_0102.pdf). – Title from the screen.
260. Mosley, L. Taking stock seriously: equity market performance, government policy and financial globalization [Electronic resource] / L. Mosley, D. Singer. – Access mode: [http://www.unc.edu/~lmosley/MosleySinger\\_final.pdf](http://www.unc.edu/~lmosley/MosleySinger_final.pdf). - Title from the screen.
261. Moszoro, M. Efficient public-private partnerships [Electronic resource] / M. Moszoro // IESE Business School. – 2010. – Access mode: <https://ideas.repec.org/p/ebg/iesewp/d-0884.html>. – Title from the screen.
262. Murphy, E. Financial market intervention / E. Murphy // CRS report for congress. – 2008. – 6 p.
263. Nonmajor governmental funds [Electronic resource]. – Access mode: [http://www.clearwater-fl.com/gov/depts/finance/docs\\_forms\\_pub/cafr\\_09/pdf/11\\_Combining\\_Individual\\_Fund\\_Statements\\_Schedules.pdf](http://www.clearwater-fl.com/gov/depts/finance/docs_forms_pub/cafr_09/pdf/11_Combining_Individual_Fund_Statements_Schedules.pdf). – Title from the screen.
264. Parker, T. How to find the best emerging market bond ETF [Electronic resource] / T. Parker. – Access mode: <http://finance.yahoo.com/news/best-emerging-market-bond-etf-120020854.html>. – Title from the screen.
265. Pellerin, S. The consolidation of financial market regularion: pros, cons, and implications for the United States / S. Pellerin, J. Walter, P. Wescott // The federal reserve bank of Richmond Working Paper 09-08. – 2009. – 60 p.
266. Pozzi, L. Have euro area government bond risk premia converged to their common state? [Electronic resource] / L. Pozzi, G. Wolswijk. – Access mode: [http://www3.eeg.uminho.pt/economia/nipe/euro10years/papers/Lorenzo\\_Pozzi.p](http://www3.eeg.uminho.pt/economia/nipe/euro10years/papers/Lorenzo_Pozzi.p)



- df. – Title from the screen.
267. Regulatory quality [Electronic resource] / World Bank. – Access mode: <http://info.worldbank.org/governance/wgi/pdf/rq.pdf>. – Title from the screen.
268. Schuknecht, L. Government bond risk premiums in the EU revisited / L. Schuknecht, J. von Hagen, G. Wolswijk // ECB Working Paper №1152/February 2010. – 2010. – 29 p.
269. Shin, Y. Financial markets. An engine for growth [Electronic resource] / Y. Shin // The regional economist. – 2013. – Access mode: [http://www.stlouisfed.org/publications/pub\\_assets/pdf/re/2013/c/financial\\_markets.pdf](http://www.stlouisfed.org/publications/pub_assets/pdf/re/2013/c/financial_markets.pdf). – Title from the screen.
270. Sinha, A. Financial sector regulation and implications for growth [Electronic resource] / A. Sinha. – Access mode: <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap62g.pdf>. – Title from the screen.
271. Sleem, K. A Theoretical Role for Government in the Financial Markets [Electronic resource] / K. Sleem. – Access mode: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1354989](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1354989). – Title from the screen.
272. Standard&Poors понизило кредитные рейтинги Украины [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://minprom.ua/page8/news137330.html>. – Заглавие с экрана.
273. Stanton, T. Government-sponsored enterprises: mercantilist companies in the modern world (AEI studies on financial market deregulation) / T. Stanton. – Washington D. C.: The AEI press, 2002. – 158 p.
274. Stiglitz, J. E. Government, financial markets and economic development / J. E. Stiglitz // NBER Working papers series. – Cambridge: National bureau of economic research. – 1991. – 42 p.
275. Stiglitz, J. E. The Role of the State in Financial Markets / J. E. Stiglitz // Annual Bank Conference on Development Economics. – World Bank, Washington, D.C. – pp. 41-46.
276. Tatom, J. Financial market regulation: legislation and implications / J. Tatom. – Springer, 2011. – 240 p.

277. Ukraine FSIs and Underlying Series 2008-2013 [Electronic resource] / International Monetary Fund. – Access mode: <http://elibrary-data.imf.org/Report.aspx?Report=4160276&Country=926>. – Title from the screen. – Title from the screen.
278. World Development Indicators: Ukraine [Electronic resource] / The World Bank. – Access mode: <http://data.worldbank.org/indicator>. – Title from the screen.
279. What are government bonds: definition and issuers [Electronic resource]. – Access mode: <http://www.finpipe.com/government-bonds/>. – Title from the screen.
280. Who Owns the Greek Government Debt and Why Restucturing is not so easy [Electronic resource]. – Access mode: <http://www.leimonis.com/2011/05/mainholdersofgreekdebt/>. – Title from the screen.

## ДОДАТКИ

## ДОДАТОК А

## Узагальнення теоретичних підходів до визначення поняття «фінансовий ринок»

Таблиця А.1 — Підходи до трактування категорії «фінансовий ринок»

Автор, джерело	Визначення
Фінансовий ринок як система відносин	
Б. А. Райзберг [142]	Фінансовий ринок відображає попит та пропозицію фінансових ресурсів, тобто грошей, валюти, акцій, облігацій та інших цінних паперів
В. М. Грідчина, В. Б. Захожай, Л. Л. Осіпчук [27]	Фінансовий ринок – це система економічних відносин, у процесі яких розподіляються та перерозподіляються фінансові активи країни під впливом попиту та пропозиції на них з боку різних суб'єктів економіки
В. М. Опарін [124]	Фінансовий ринок – це сукупність обмінно-перерозподільних відносин, пов'язаних з процесами купівлі-продажу фінансових ресурсів, необхідних для здійснення виробничої та фінансової діяльності
М. М. Буднік, Л. С. Мартюшева, Н. В. Сабіна [16]	Фінансовий ринок – система економіко-правових відносин, що пов'язані з випуском та обігом фінансових інструментів
В. М. Шелудько [173]	Фінансовий ринок – це система економічних та правових відносин, пов'язаних з купівлею-продажем або випуском та обігом фінансових активів
В. Ходаківська, В. В. Беляєв [166]	Фінансовий ринок – це вся система економічних відносин, що виникають між його прямими учасниками при формуванні попиту і пропозиції на специфічні послуги – фінансові послуги, пов'язані з процесом купівлі-продажу, розподілу та перерозподілу фінансових активів, які знаходяться у власності економічних суб'єктів національної, регіональної та світової економіки
Л. М. Худолій [167]	Фінансовий ринок – система грошових відносин, що впливають у процесі купівлі продажу фінансових ресурсів
О. Р. Романенко, С. Я. Огородник, М. С. Зязюн [148]	Фінансовий ринок – сукупність економічних відносин, пов'язаних із розподілом фінансових ресурсів, купівлею продажем тимчасово вільних коштів і цінних паперів
Фінансовий ринок як сукупність інститутів	
А. Г. Завгородній, Г. Л. Вознюк, Т.С. Смовженко [46]	Фінансовий ринок – це сукупність ринкових фінансових інститутів, що скеровують потік коштів від власників заощаджень до позичальників
В. М. Іванов [68]	Фінансовий ринок – місце купівлі-продажу фінансових ресурсів та сукупність інститутів, які забезпечують їхній обіг, тобто сукупність соціально-економічних відносин у сфері трансформації бездієвих грошових коштів у позичковий капітал через кредитно-фінансові інститути на основі попиту та пропозиції
О. М. Іваницька [52]	Фінансовий ринок – це мережа спеціальних (банківсько-фінансових) інститутів, що забезпечує взаємодію попиту і пропозиції на гроші як специфічний товар, їхнє взаємне врівноваження

## Продовження табл. А.1

- Е. Дж. Долан [37] Фінансові ринки – ринкові інститути, що є каналами для потоку грошових ресурсів, від тих, хто зберігає, до тих, хто позичає
- С. Л. Лондар, О. Б. Тимошенко [99] Фінансовий ринок – це 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

Фінансовий ринок як механізм	
О. Д. Василик [18]	Фінансовий ринок – механізм перерозподілу фінансових ресурсів між окремими суб'єктами підприємницької діяльності, державою і населенням, між учасниками бюджетного процесу, деякими міжнародними фінансовими інститутами
С. І. Юрій [178]	Фінансовий ринок являє собою механізм торгівлі фінансовими активами, обов'язковими атрибутами якого є чіткі правила торгівлі, наявність професійних учасників та розвинена ринкова інфраструктура, яка забезпечує мінімальні витрати і максимальну надійність укладання угод
Фінансовий ринок як економічне середовище	
В. М. Суторміна, В. М. Радзівська, Б. С. Стеценко [157]	Фінансовий ринок – це економічний простір, на якому формуються і функціонують відносини між його учасниками з приводу купівлі продажу фінансових фондів
В. В. Михальський [115]	Фінансовий ринок – середовище, в якому відбувається розподіл та перерозподіл ресурсів відповідно до економіко-правових відносин
С. В. Ковальчук, І. В. Форкун [78]	Фінансовий ринок – це сфера специфічних економічних відносин, у процесі яких формується попит та пропозиція на фінансові ресурси та за допомогою фінансових посередників здійснюється акт їх купівлі продажу
Фінансовий ринок як різновид ринку	
Є. Майовець, Х. Флюд [104]	Фінансовий ринок – ринок грошей, термінових, середньострокових і довгострокових кредитів і фондів цінностей (акцій, облігацій та інших видів цінностей)
В. В. Ковальов [77]	Фінансовий ринок являє собою організовану або неформальну систему торгівлі фінансовими інструментами. На цьому ринку відбувається обмін грошима, надання кредиту і мобілізація капіталу
П. І. Юхименко, В. М. Федосов, Л. Л. Лазебник [159]	Фінансовий ринок – ринок, на якому визначаються попит і пропозиція на різноманітні фінансові ресурси
О. П. Орлюк, Л. К. Воронова, І. Б. Заверуха [164]	Фінансовий ринок – ринок, на якому здійснюється взаємообмін капіталами і кредитами у масштабах національної та транснаціональної економік

## ДОДАТОК Б

## Особливості регулювання фінансових ринків у різних країнах

Таблиця Б.1 – Моделі регулювання фінансового ринку за базовими критеріями (складено на основі [175, 176, 276])

Критерій	Модель	Характеристика
Суб'єкт регулювання	Заснована на державному регулюванні	Головна роль у регулюванні фактично належить державним органам
	Змішане регулювання	Регулювання розподілено між державою та саморегулювальними організаціями
Об'єкт регулювання	Функціональна	Об'єктом є діяльність на ринку цінних паперів, грошовому ринку, кредитному ринку тощо
	Інституційна	Об'єктом є фінансові інститути – банки, фондові біржі, страхові компанії тощо
	Змішана	Існує єдиний мегарегулятор ринку. Об'єктами є фінансові конгломерати, що включають банки та небанківські фінансові установи
Рівень жорсткості регулювання	Жорстко регульовані	Регулювання базується на жорстких детально розписаних правилах та формальних процедурах, детальному контролю за їх дотриманням
	Регулювання на принципах «м'якого законодавства»	Поряд із законодавчою базою, що регулює функціонування фінансового ринку, використовуються добровільно прийняті норми та правила, невиконання яких призводить до втрати репутації та невизнання суспільством
Рівень державної інтервенції	Високий рівень	Характерний для країн, в яких рівень розвитку фінансових ринків знаходиться на ранній стадії та які відповідно мають високий рівень ринкового ризику, обумовлений слабкістю економіки держави, функціонують в умовах значних обмежень та дисбалансів у грошово-кредитній, фінансовій та валютній політиці. Вимагає формування з боку держави («зверху») правил поведінки, норм ділової практики, змушуючи учасників ринку розкривати інформацію. Держава безпосередньо бере участь у формуванні фінансового ринку та втручається в діяльність учасників у кризові моменти
	Низький рівень	Найчастіше використовується в країнах з розвиненим фінансовим ринком, де склалася та має власні традиції культура корпоративного управління, інвестування в цінні папери, етика ведення чесного та прозорого бізнесу на фінансовому ринку
Розкриття інформації учасникам і ринку	Державне регулювання	Законодавчо передбачена необхідність розкриття інформації щодо діяльності учасників ринку
	Добровільне розкриття	Відсутність регулятивних вимог стосовно розкриття інформації. Учасники ринку добровільно розкривають економічно доцільний обсяг інформації

Таблиця Б.2 – Система регулювання фінансового сектору в окремих країнах (складено на основі [173, 175, 270])

Країни	Складові механізми регулювання				
	Орган регулювання фінансового сектору	Правова основа	Орган нагляду за діяльністю регулятора	Функції регулятора	Законодавчо визначені цілі регулювання
Велика Британія	Управління з фінансових послуг	Закон «Про фінансові послуги та ринки», 2000 р.	Комітет, відповідальний за перевірку результатів діяльності Управління	Регулювання і нагляд за діяльністю банків, страхових та інвестиційних компаній, бірж, клірингових палат	Підвищення рівня довіри до фінансової системи, захист прав споживачів фінансових послуг, зменшення фінансових правопорушень
Канада	Управління нагляду за фінансовими і установами	Закон «Про Управління нагляду за фінансовими і установами», 1997 р.	Комітет нагляду за фінансовими установами	Нагляд за діяльністю банків та інших фінансових установ	Нагляд за діяльністю фінансових установ з метою підвищення їх надійності та дотримання ними законодавства; сприяння впровадженню процедур моніторингу ризиків
Німеччина	Федеральне управління фінансового нагляду	Закон «Про створення Управління фінансового нагляду», 2002 р.	Адміністративна рада, яка регулює склад керівництва	Нагляд за діяльністю установ, які надають фінансові послуги, страховими компаніями, ринком цінних паперів і похідних інструментів	Заходи щодо підвищення стабільності фінансової системи
Японія	Агентство з фінансових послуг	Закон «Про Агентство з фінансових послуг», 2000 р.	Міністерство фінансових послуг	Нагляд за банками, страховими компаніями і ринком цінних паперів	Створення стабільної фінансової системи, розробка та впровадження нормативних актів щодо захисту прав споживачів фінансових послуг

## Продовження табл. Б.2

Польща	Національний банк Польщі, Комісія з банківського нагляду	Закон «Про банківську діяльність», 1997 р.	Правління, що складається з голови та 6-8 членів, з яких 2 – заступники голови Національного банку та призначаються урядом	Банківський нагляд	Забезпечення дотримання банками закону про банківську діяльність
Угорщина	Управління фінансового нагляду	Закон «Про Управління фінансового нагляду», 1999 р.	Наглядова рада, що є консультативним органом і включає 15 членів. 5 членів призначаються за погодженням з міністром фінансів, а решта – за результатами консультацій з професійними організаціями	Нагляд і регулювання сфери фінансових послуг	Сприяння стабільному функціонуванню фінансового ринку та ринку капіталу, підвищення прозорості діяльності ринків фінансових послуг, підтримка засад ринкової конкуренції

Таблиця Б.3 — Особливості державного регулювання фінансових ринків на ранніх етапах розвитку в різних країнах (складено на основі [173, 175])

Країни	Складові механізми регулювання			
	Регулюючі органи	Правова основа	Статус органа та підзвітність	Сектори регулювання
Казахстан	Агентство з регулювання та нагляду фінансового ринку та фінансових організацій	Закон «Про державне регулювання та нагляд фінансового ринку та фінансових організацій», 2003 р.	Єдиний уповноважений орган регулювання та нагляду. Підзвітний Президенту	Банківський сектор Страховий ринок Ринок цінних паперів Ринок пенсійних послуг
Російська Федерація	Федеральна служба з фінансових ринків	Постанова Уряду «Про федеральну службу з фінансових ринків», 2004 р.	Федеральний орган виконавчої влади. Підзвітний уряду	Ринок цінних паперів Ринок фінансових послуг (крім страхового ринку)
	Центральний банк РФ	Закон «Про Центральний банк Російської федерації», 2002 р.	Особливий публічно-правовий інститут, не є органом державної влади. Підзвітний Державній Думі Федерального зібрання	Грошовий ринок
	Федеральна служба страхового нагляду	Постанова Уряду «Положення про федеральну службу страхового нагляду», 2004 р.	Федеральний орган виконавчої влади. Підзвітний Міністерству фінансів	Страховий ринок



## Продовження табл. Б.3

Білорусь	Департамент по цінних паперах	Постанова Ради міністрів «Положення про департамент по цінних паперах Міністерства фінансів Республіки Білорусь», 2006 р.	Структурний підрозділ Міністерства фінансів	Ринок цінних паперів
	Національний банк Республіки Білорусь	Банківський кодекс Республіки Білорусі	Державний орган. Підзвітний Президенту	Грошовий ринок
Узбекистан	Центральний банк Республіки Узбекистан	Закон «Про Центральний банк Республіки Узбекистан», 1995 р.	Державний орган. Підзвітний Сенату Олій Мажліса	Грошовий ринок
	Центр з координації та контролю за функціонуванням ринку цінних паперів	Закон «Про механізм функціонування ринку цінних паперів», 1996 р.	Структурний підрозділ Державного комітету із управління державним майном Міністерства фінансів	Ринок цінних паперів
Молдова	Національний банк Молдови	Закон «Про Національний банк Молдови», 1995 р.	Самостійний публічний орган. Підзвітний парламенту	Грошовий ринок
	Національна комісія з фінансового ринку	Закон «Про мегарегулятор», 2007 р.	Самостійний орган. Підзвітний парламенту	Ринок цінних паперів Ринок фінансових послуг
Таджикистан	Національний банк Таджикистану	Закон «Про Національний банк Таджикистану», 1996 р.	Самостійний орган. Підзвітний Нижній палаті Парламенту	Грошовий ринок
	Агентство з цінних паперів та іноземних інвестицій	Закон «Про цінні папери та фондові біржі», 1995 р.	Структурний підрозділ при Міністерстві фінансів	Ринок цінних паперів
Україна	Національний банк України	Закон «Про Національний банк України», 1999 р.	Особливий державний орган центрального управління. Звітує Верховній Раді	Грошовий ринок
	Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку	Указ Президента. Положення про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку, 2011 р.	Центральний орган виконавчої влади. Підпорядкований Президенту. Підзвітний Верховній Раді	Ринок цінних паперів
	Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг	Указ Президента. Положення про Національну комісію, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, 2011 р.	Центральний орган виконавчої влади. Підпорядкований Президенту	Ринок фінансових послуг

## ДОДАТОК В

### Характеристика державних боргових цінних паперів



Рисунок В.1 – Функції та завдання функціонування ринку державних боргових зобов'язань [175, 215]



Рисунок В.2 – Основні цілі випуску державних цінних паперів [98]



Рисунок В.3 – Класифікація державних боргових цінних паперів [98]

Таблиця В.1 – Порівняльна характеристика ринкових та неринкових державних цінних паперів [111]

Ринкові цінні папери	Неринкові цінні папери
Вільно обертаються на ринку	Не переходять від одного власника до іншого
<b>Характеристики:</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>- стабільно й інтенсивно купуються і продаються;</li> <li>- мають найвищу ліквідність та надійність серед усіх цінних паперів;</li> <li>- дають власнику право на податкові пільги та використання як застави;</li> <li>- розміщуються переважно на аукціонах;</li> <li>- становлять основну частку державного боргу</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- мають високу ліквідність і надійність;</li> <li>- не підлягають передачі і не можуть використовуватися як застава;</li> <li>- дають власнику право на податкові пільги;</li> <li>- розміщуються переважно серед індивідуальних інвесторів</li> </ul>

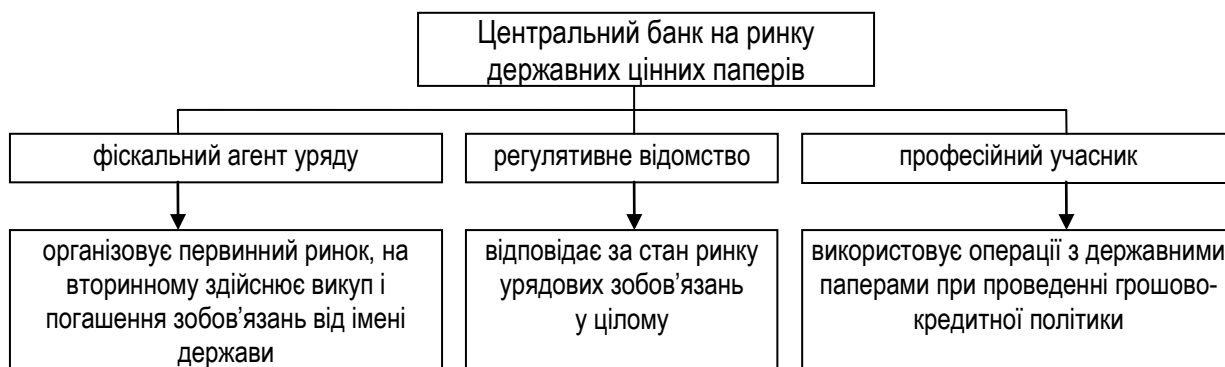


Рисунок В.4 – Роль центрального банку на ринку державних цінних паперів [144]

Таблиця В.2 – Етапи розвитку ринку ОВДП України [144]

Етапи	Характеристика
1-й етап – зародження (1994 – 1996 рр.)	Початок формування законодавчої бази випуску і обігу ОВДП
2-й етап – стрімке зростання (1996 – 1997 рр.)	Бюджетний дефіцит покривався не за рахунок кредитів не за рахунок кредитів НБУ, а за рахунок запозичень. Інструменти запозичення практично виключно короткострокові. Дохідність ОВДП стає орієнтиром для інших інструментів. Нарощення частки нерезидентів і поява фізичних осіб у структурі власників
3-й етап – дестабілізація (1997 – 1998 рр.)	Покупцем на первинному ринку залишався НБУ. Основна проблема – погашення накопиченого боргу. Значний відтік капіталів нерезидентів з вітчизняного ринку. Зростання ставок дохідності по ОВДП
4-й етап – реструктуризації і конверсії (1999-2000 рр.)	На первинному ринку дохідність була вище, ніж на вторинному. Реструктуризація портфеля ОВДП НБУ. НБУ не міг купувати ОВДП на первинному ринку. Основними на вторинному ринку були процентні облігації
5-й етап – новації на ринку (2001 – 2003 рр.)	Поява нових видів ОВДП – коротко- (до 1 року) та середньострокових облігацій (1-5 років), а також амортизаційних довгострокових державних облігацій і довгострокових державних облігацій з довгостроковим погашенням
6-й етап – структурні зміни (2004-2006 рр.)	Випуск ОВДП для сплати простроченої бюджетної заборгованості з ПДВ. Новий вид облігацій – ОВДП-ПДВ. Змінилася структура власників – найбільшою часткою володів НБУ
7-й етап – стабільність (2007-2008 рр.)	Ринок ОВДП розвивається стабільними темпами. На вторинному ринку не відбувається активізації інвесторів. У 2008 р. впроваджено Концепцію розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів України на 2008-2011 рр.
8-й етап – нарощення обсягів випуску (з 2009 р.)	2009-2010 рр. характеризуються різким збільшенням обсягів випуску ОВДП внаслідок кризи економіки, істотного недовиконання державного бюджету за доходами, а також для рекапіталізації банків та реструктуризації державного боргу

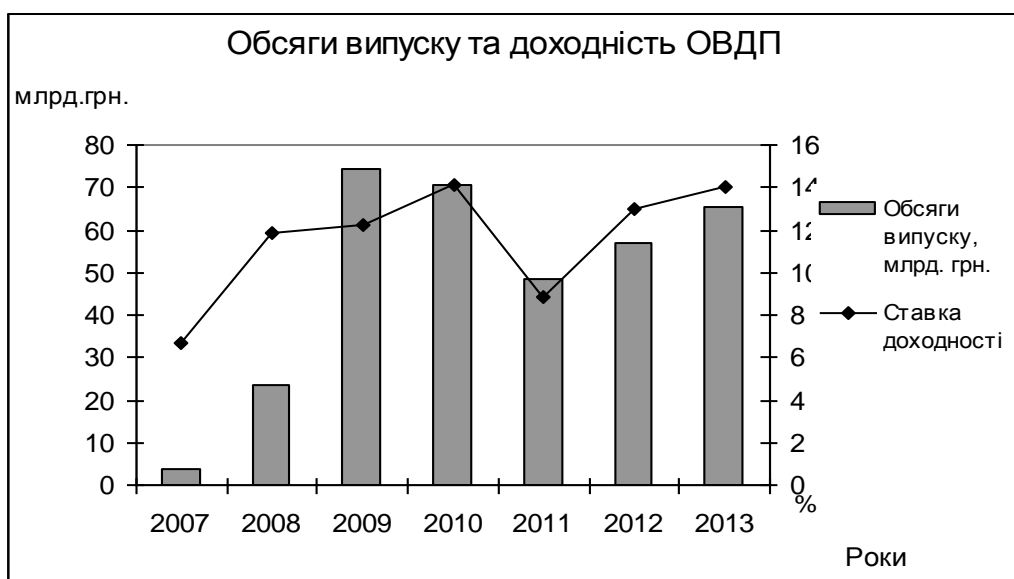


Рисунок В.5 – Обсяги випуску облігацій внутрішніх державних позик в та їх середньозважена доходність в Україні в 2007-2013 рр., млрд. грн. (побудовано на основі [147])

Таблиця В.3 – Динаміка структури власників ОВДП у 2008-2013 рр., % [64]

Власники	Роки						
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
НБУ	0	0	29,3	58,5	46,5	55,2	66,2
Банки	54,4	61,2	58,2	24,0	40,2	34,4	25,7
Нерезиденти	34,6	22,8	1,6	0,5	8,3	3,1	5,6
Інші	11,0	16,0	10,9	17,0	5,0	7,3	2,5

Таблиця В.4 – Запозичення органів самоврядування у 2009-2013 рр. [149]

Місто-позичальник	Вид запозичень	Дата надання висновку Мінфіном	Сума запозичень, щодо якої було надано висновок
Львів	випуск облігацій внутрішньої місцевої позики	09.04.2009	300 000 000 грн.
Вінниця	реструктуризація	08.05.2009	4 000 000 грн.
Бровари	кредит	05.06.2009	12 000 000 грн.
Луцьк	випуск облігацій внутрішньої місцевої позики	15.06.2009	50 000 000 грн.
Камянець-Подільський	випуск облігацій внутрішньої місцевої позики	15.06.2009	10 000 000 грн.
Вінниця	кредит	17.06.2009	10 000 000 грн.
Івано-Франківськ	надання гарантій по кредиту	15.07.2009	11 700 000 євро
Львів	надання гарантій по кредиту	15.07.2009	12 000 000 євро
			26 000 000 євро

## Продовження табл. В.3

Суми	випуск облігацій внутрішньої місцевої позики	03.08.2009	50 000 000 грн.
Дніпропетровськ	випуск облігацій внутрішньої місцевої позики	13.08.2009	50 000 000 грн.
Донецьк	випуск облігацій внутрішньої місцевої позики	13.08.2009	60 000 000 грн.
Ковель	кредит	29.09.2009	1 300 000 грн.
Сміла	кредит	29.09.2009	1 500 000 грн.
Енергодар	надання гарантій по кредиту	23.10.2009	8 000 000 євро.
Вінниця	реструктуризація	04.12.2009	млн. грн.
Луцьк	реструктуризація	22.03.2010	8 млн. грн.
Житомирськ	надання гарантій по кредиту	24.03.2010	10 млн. євро
Одеса	випуск облігацій внутрішньої місцевої позики з метою рефінансування	08.10.2010	300 млн. грн.
Черкаси	кредит з метою рефінансування	23.12.2010	5 млн. грн.
Луцьк	реструктуризація	21.04.2011	6 млн. грн.
АРК	випуск облігацій внутрішньої позики	10.05.2011	400 млн. грн.
Київ	випуск облігацій зовнішньої позики (рефінансування 200 млн.)	12.06.2011	300 млн. дол. США
Вінниця	кредит з метою рефінансування, реструктуризація	20.09.2011	30 млн. грн.
Запоріжжя	випуск облігацій внутрішньої позики (рефінансування)	15.10.2011	25 млн. грн.
Дніпропетровськ	випуск облігацій внутрішньої позики	17.10.2011	50 млн. грн.
Івано-Франківськ	кредит	16.12.2011	3 млн. грн.
Харків	випуск облігацій внутрішньої позики	27.12.2011	99 500 000 грн.
Мелітополь	кредит	28.12.2011	2 440 000 грн.
Вінниця	кредит	12.04.2012	25 млн. грн.
Луцьк	реструктуризація	23.04.2012	6 млн. грн.
Київ	випуск облігацій внутрішньої місцевої позики	11.05.2012	3 500 млн. грн.
Житомир	кредит	15.06.2012	3 млн. грн.
Горлівка	кредит	25.06.2012	2 700 000 грн.
Кременчук	випуск облігацій внутрішньої місцевої позики	26.06.2012	25 млн. грн.
Львів	випуск облігацій внутрішньої місцевої позики	26.06.2012	100 млн. грн.
Одеса	рефінансування	26.06.2012	15 млн. швейц. франків; 15 млн. грн.
Запоріжжя	випуск облігацій внутрішньої місцевої позики	04.07.2012	50 млн. грн.
Дніпропетровськ	випуск облігацій внутрішньої місцевої позики	25.07.2012	100 млн. грн.
Львів	кредит	14.08.2012	3 млн. грн.
Павлоград	кредит	27.09.2012	2 802 700 грн.
Харків	реструктуризація кредиту (ЄВРО-2012)	11.10.2012	350 млн. грн.
Житомир	гарантії ЄБРР	24.10.2012	10 млн. євро
Конотоп	кредит	11.10.2012	1 082 660 грн.
Краматорськ	кредит	22.11.2012	2 668 674 грн.
Чернігів	кредит	26.12.2012	2 999 960 грн.
Краматорськ	кредит	24.03.2013	258 000 євро
Львів	кредит	13.06.2013	20 млн. євро
Івано-Франківськ	кредит	20.09.2013	1 млн. грн.
Житомир	кредит	15.10.2013	292 000 євро
Баранівка	кредит	17.10.2013	1 174 565 грн.
Луцьк	кредит	30.10.2013	400 000 грн.
Київ	кредит	13.11.2013	5 млн. євро
Чернігів	кредит	06.12.2013	2 999 960 грн.
Вінниця	кредит	16.12.2013	400 000 євро
Олександрівськ	кредит	25.12.2013	326 364 євро
Львів	кредит	27.12.2013	6 млн. євро
Бориспіль	кредит	27.12.2013	3 651 574 грн.
Долина	кредит	27.12.2013	1 695 481 грн.

## ДОДАТОК Г

Вихідні дані для дослідження впливу якості регулювання фінансового ринку на показники стійкого розвитку його сегментів

Таблиця Г.1 – Показники стійкого розвитку банківського сектору України в 2007-2013 рр. [147, 278]

Показники	Роки						
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Співвідношення регулятивного капіталу банків до їх зважених за ризиком активів	13,9	14,0	18,1	18,6	18,9	18,6	20,2
Співвідношення недіючих кредитів банків без урахування резервів до капіталу	7,0	9,2	32,0	29,2	26,8	36,0	38,7
Співвідношення недіючих кредитів банків до сукупних валових кредитів	3,7	3,9	13,7	15,3	14,7	16,5	19,9
Норма прибутку на активи банків	1,60	1,28	-4,46	-1,41	-0,62	0,47	0,24
Норма прибутку на капітал банків	13,77	10,53	-33,00	-9,82	-4,22	3,15	8,00
Співвідношення процентної маржі банків до їх валового доходу	58,0	58,6	51,2	66,8	66,0	63,1	58,0
Співвідношення ліквідних активів банків до їх загальних активів	11,60	9,35	11,45	18,84	18,65	22,15	20,63
Співвідношення ліквідних активів банків до їх короткострокових зобов'язань	39,93	32,99	35,88	91,19	94,70	90,28	96,00
Співвідношення чистої відкритої позиції банків в іноземній валюті до їх капіталу	16,0	17,0	33,1	28,5	21,6	8,4	6,9
Співвідношення банківських кредитів за секторами економіки до сукупних валових кредитів (частка резидентів у сукупних валових кредитах)	97,6	97,4	96,9	96,6	96,3	98,2	99,3
Співвідношення капіталу банків до активів	11,58	12,86	13,1	14,63	14,76	15,03	15,06
Співвідношення великих відкритих позицій банків до капіталу	150,2	151,3	187,4	169,2	161,2	164,5	150,2
Співвідношення банківських кредитів за географічним розподілом до сукупних валових кредитів (частка внутрішньої економіки в сукупних валових кредитах)	97,6	97,4	96,9	96,6	96,3	98,2	98,4
Співвідношення доходу банків від торговельних операцій до їх валового доходу	7,45	12,46	4,45	3,22	5,12	3,71	2,50
Співвідношення витрат банків на утримання персоналу до їх непроцентних витрат	52,0	51,5	48,1	40,7	40,7	38,9	41,0
Співвідношення непроцентних витрат банків до їх валового доходу	50,76	52,95	61,10	61,89	68,26	65,45	69,95

Продовження табл. Г.1

Спред між ставками за кредитами і депозитами банків (базисні пункти)	590	595	816	586	721	567	578
Спред між найвищою та найнижчою міжбанківськими ставками (базисні пункти)	1,7	1,8	2,8	2,5	1,8	2,9	4,1
Співвідношення кредитів банків в іноземній валюті до сукупних валових кредитів	57,0	51,2	60,3	52,6	48,2	42,1	36,0
Співвідношення зобов'язань банків в іноземній валюті до сукупних зобов'язань	59,8	50,6	59,0	55,8	51,2	49,8	43,3

Таблиця Г.2 – Показники стійкого розвитку страхового сектору України в 2007-2013 рр. [278]

Показники	Роки						
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Співвідношення активів страхових компаній до ВВП	2,682	2,521	2,594	4,178	3,655	3,991	4,563
Співвідношення обсягу премій зі страхування «life» до ВВП	0,109	0,116	0,098	0,104	0,134	0,148	0,190
Співвідношення обсягу премій зі страхування «non-life» до ВВП	2,317	2,061	2,083	1,946	1,738	1,378	1,690

Таблиця Г.3 – Показники стійкого розвитку сектору небанківських фінансових установ України в 2007-2013 рр. [278]

Показники	Роки						
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Співвідношення депозитів небанківських фінансових установ до ВВП	31,22	34,36	38,29	34,21	34,73	36,00	37,20
Співвідношення сукупного обсягу лізингу до ВВП	1,97	0,70	0,26	0,45	0,96	1,05	1,10
Співвідношення загального обсягу факторингу до ВВП	0,91	1,03	0,6	0,5	0,7	0,8	0,9
Співвідношення активів пенсійних фондів до ВВП	0,07	0,06	0,12	0,13	0,13	0,15	0,18
Співвідношення активів небанківських фінансових установ до ВВП	4,0	4,6	5,3	4,7	4,2	7,7	8,7



Таблиця Г.3 – Показники стійкого розвитку ринку цінних паперів України  
України в 2007-2013 рр. [278]

Показники	Роки						
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Співвідношення капіталізації фондового ринку до ВВП	51,6	40,2	14,5	20,3	20,1	25,0	40,0
Доходність на фондовому ринку (щорічна зміна)	-27,0	-35,0	-37,6	61,7	5,9	9,1	23,0
Співвідношення обсягу торгів на фондовому ринку до ВВП	1,1	1,3	1,0	0,9	2,0	2,2	3,8
Коефіцієнт оборотності фондового ринку	2,7	3,5	3,5	7,6	13,9	8,1	13,0
Волатильність фондового ринку	62,0	60,0	52,9	44,9	36,5	35,1	33,2

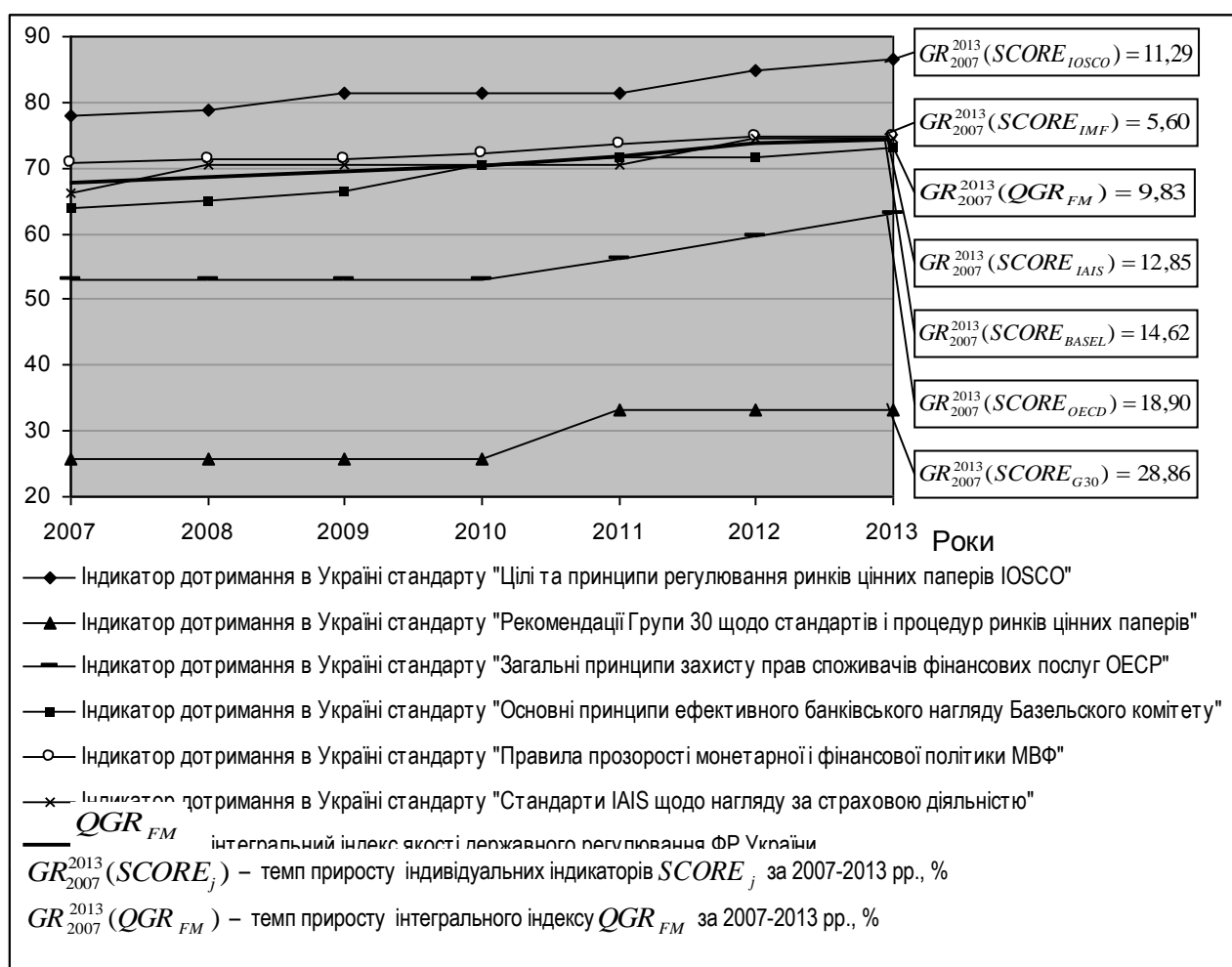


Рисунок Г.1 – Результати оцінювання діяльності держави як регулятора фінансового ринку в Україні в 2007-2013 рр. (побудовано автором)

## ДОДАТОК Д

Вихідні дані для аналізу факторів спреду доходності державних облігацій

Таблиця Д.1 – Доходність довгострокових державних облігацій 8 країн-нових членів ЄС, єврозони та України в 2007–2013 рр., % [147, 224]

Країни/ періоди	Болгарія	Угорщина	Чеська республіка	Польща	Латвія	Румунія	Литва	Словаччина	Україна	Євро- зона
Місячні показники										
Січень 2007	4,27	6,96	3,94	5,17	4,92	7,39	4,28	4,25	9,29	4,10
Лютий 2007	4,24	6,96	3,89	5,19	5,07	7,52	4,28	4,28	9,29	4,12
Березень 2007	4,22	6,79	3,87	5,19	5,14	7,53	4,24	4,24	9,29	4,02
Квітень 2007	4,28	6,65	4,01	5,28	5,52	7,39	4,18	4,26	9,29	4,25
Травень 2007	4,26	6,53	4,13	5,29	6,03	7,39	4,36	4,40	9,29	4,37
Червень 2007	4,57	6,71	4,47	5,52	5,62	6,99	4,57	4,66	7,12	4,66
Липень 2007	4,79	6,58	4,54	5,6	5,28	6,83	4,89	4,70	6,90	4,63
Серпень 2007	4,79	6,80	4,45	5,68	5,32	6,87	4,80	4,65	6,11	4,43
Вересень 2007	4,44	6,67	4,57	5,69	5,21	6,84	4,72	4,61	6,57	4,37
Жовтень 2007	4,59	6,61	4,53	5,64	5,06	6,85	4,72	4,64	6,40	4,40
Листопад 2007	4,94	6,74	4,55	5,70	5,12	6,96	4,57	4,59	6,60	4,25
Грудень 2007	5,08	6,93	4,68	5,86	5,10	7,05	4,94	4,61	6,37	4,38
Січень 2008	5,07	7,11	4,56	5,81	5,71	7,15	4,73	4,48	7,50	4,23
Лютий 2008	5,24	7,58	4,53	5,82	5,11	7,29	4,51	4,36	7,90	4,14
Березень 2008	4,85	8,41	4,68	5,99	5,25	7,34	4,36	4,34	7,90	4,07
Квітень 2008	4,80	8,02	4,72	5,99	5,93	7,35	4,59	4,46	7,90	4,28
Травень 2008	4,95	8,08	4,84	6,10	5,93	7,26	4,80	4,52	7,90	4,42
Червень 2008	5,17	8,50	5,13	6,42	6,25	7,15	5,33	4,94	7,90	4,81
Липень 2008	5,17	8,11	4,90	6,45	6,57	7,28	5,49	5,06	7,90	4,81
Серпень 2008	5,17	7,77	4,47	6,11	6,60	8,20	5,47	4,95	12,00	4,50
Вересень 2008	5,17	7,99	4,42	5,89	6,60	8,32	5,45	4,98	12,50	4,50
Жовтень 2008	5,17	9,57	4,53	6,35	6,60	8,27	5,4,0	4,95	16,65	4,42
Листопад 2008	6,00	9,41	4,52	6,23	7,60	8,38	8,16	4,92	9,50	4,20
Грудень 2008	7,76	8,31	4,30	5,70	9,03	8,38	9,00	4,72	9,78	3,89
Січень 2009	7,14	8,76	4,21	5,46	10,64	9,23	13,95	4,69	17,77	4,10
Лютий 2009	7,09	10,65	4,74	5,97	11,50	8,42	14,50	4,76	15,60	4,20
Березень 2009	7,73	11,65	5,16	6,22	11,32	9,38	14,50	4,71	15,60	4,14
Квітень 2009	7,24	10,63	5,25	6,19	11,15	9,77	14,50	4,93	15,76	4,09
Травень 2009	7,08	10,01	5,06	6,31	11,09	8,32	14,50	5,03	21,30	4,13
Червень 2009	7,30	10,15	5,45	6,34	12,75	11,26	14,50	5,08	22,50	4,33
Липень 2009	7,56	8,81	5,41	6,19	12,75	11,46	14,50	5,04	24,54	4,09
Серпень 2009	7,77	8,40	5,09	6,08	12,81	11,46	14,50	4,90	23,24	3,89
Вересень 2009	7,45	7,91	5,01	6,17	13,27	11,00	14,50	4,65	23,00	3,87
Жовтень 2009	7,08	7,45	4,50	6,15	13,51	9,13	14,50	4,33	23,17	3,80
Листопад 2009	6,53	7,37	4,19	6,14	13,75	8,24	14,50	4,23	20,00	3,84
Грудень 2009	6,61	7,69	3,98	6,22	13,75	8,66	9,10	4,12	25,86	3,87
Січень 2010	6,65	7,62	4,28	6,13	13,76	9,05	8,15	4,11	25,49	4,10
Лютий 2010	6,05	7,69	4,33	6,09	13,62	7,92	7,15	4,08	16,75	4,11
Березень 2010	5,82	7,16	4,02	5,72	10,54	7,11	5,15	4,01	14,60	3,99
Квітень 2010	5,94	6,57	3,84	5,57	10,13	6,97	5,15	3,93	13,35	4,16
Травень 2010	6,13	7,07	4,10	5,72	10,13	7,27	5,15	3,82	14,00	3,68
Червень 2010	6,21	7,60	4,26	5,87	10,12	7,10	5,15	3,73	12,50	3,70
Липень 2010	6,05	7,39	3,97	5,84	10,00	7,18	5,15	3,93	12,50	3,62
Серпень 2010	5,99	7,07	3,56	5,62	10,00	7,15	5,15	3,73	13,90	3,44
Вересень 2010	5,90	7,04	3,34	5,49	9,97	7,14	5,15	3,59	12,00	3,50
Жовтень 2010	5,82	6,87	3,43	5,53	9,24	7,02	5,15	3,67	11,00	3,34
Листопад 2010	5,74	7,38	3,59	5,82	8,99	7,04	5,15	3,80	10,00	3,73

## Продовження табл. Д.1

Грудень 2010	5,76	7,92	3,89	5,98	7,55	7,09	5,15	4,06	10,05	4,07
Січень 2011	5,56	7,70	3,98	6,26	5,38	6,66	5,15	4,16	10,00	3,94
Лютий 2011	5,48	7,39	4,05	6,26	6,17	7,03	5,15	4,24	10,98	4,48
Березень 2011	5,38	7,29	4,05	6,27	6,49	7,31	5,15	4,32	10,76	4,49
Квітень 2011	5,33	7,05	4,05	6,14	6,47	7,30	5,12	4,33	10,41	4,66
Травень 2011	5,39	7,11	3,89	6,06	6,36	7,26	5,05	4,33	10,13	4,37
Червень 2011	5,39	7,22	3,77	5,88	5,87	7,09	5,05	4,39	10,10	4,37
Липень 2011	5,36	7,35	3,79	5,81	5,67	7,30	5,05	4,55	10,05	4,59
Серпень 2011	5,32	7,49	3,40	5,70	5,60	7,38	5,05	4,55	9,00	4,21
Вересень 2011	5,30	7,64	3,00	5,74	5,60	7,43	5,09	4,25	10,00	4,04
Жовтень 2011	5,27	7,88	3,14	5,71	5,62	7,48	5,06	4,33	8,22	4,09
Листопад 2011	5,27	8,53	3,67	5,80	5,73	7,43	5,25	4,71	8,31	4,41
Грудень 2011	5,23	8,97	3,70	5,84	5,93	7,39	5,75	5,21	9,75	4,11
Січень 2012	5,30	9,51	3,39	5,68	5,74	7,02	5,35	5,22	12,96	3,92
Лютий 2012	5,31	8,60	3,12	5,46	5,45	6,99	5,15	4,98	13,50	3,75
Березень 2012	5,07	8,73	3,51	5,37	5,15	6,48	5,29	4,91	9,30	3,29
Квітень 2012	5,11	8,77	3,51	5,49	5,10	6,24	5,30	4,81	14,00	3,39
Травень 2012	5,11	8,33	3,31	5,41	5,15	6,50	5,30	4,80	14,12	3,53
Червень 2012	5,07	8,30	3,11	5,24	5,07	6,68	4,96	4,80	14,11	3,41
Липень 2012	4,87	7,56	2,60	4,99	4,67	6,52	4,82	4,41	9,30	3,25
Серпень 2012	4,28	7,36	2,38	4,88	4,45	6,84	4,84	4,24	14,26	3,01
Вересень 2012	3,80	7,28	2,37	4,85	3,92	6,54	4,53	4,20	14,30	2,43
Жовтень 2012	3,39	6,94	2,24	4,57	3,52	6,85	4,32	4,20	14,30	2,31
Листопад 2012	3,22	6,87	1,92	4,18	3,32	6,84	4,11	4,14	14,30	2,25
Грудень 2012	3,44	6,44	1,92	3,88	3,24	6,65	4,00	3,92	14,30	2,10
Січень 2013	3,27	6,23	1,96	3,91	3,21	5,90	3,97	3,93	14,30	2,40
Лютий 2013	3,25	6,29	2,01	3,99	3,22	5,72	4,06	3,95	14,30	2,86
Березень 2013	3,54	6,38	1,98	3,93	3,17	5,86	4,15	3,95	14,30	3,03
Квітень 2013	3,47	5,65	1,82	3,50	3,15	5,46	3,95	3,01	14,30	2,86
Травень 2013	3,36	5,08	1,67	3,28	3,1	5,23	3,54	2,52	14,3	2,68
Червень 2013	3,4	6,02	2,14	3,95	3,17	5,43	3,54	2,45	14,3	3,07
Липень 2013	3,46	5,78	2,23	3,97	3,25	5,26	3,54	3,15	14,3	3,1
Серпень 2013	3,51	6,31	2,4	4,3	3,25	5,04	3,65	3,15	14,3	3,1
Вересень 2013	3,64	6,16	2,42	4,49	3,45	5,27	3,89	3,15	13,64	4,41
Жовтень 2013	3,71	5,58	2,33	4,28	3,78	5,22	4,01	3,15	14,3	3,16
Листопад 2013	3,64	5,82	2,18	4,38	3,71	5,29	3,99	3,15	11,82	3,17
Грудень 2013	3,43	5,78	2,2	4,42	3,62	5,29	3,69	2,69	14,3	3,31

Таблиця Д.2 – Спред доходності довгострокових державних облігацій 8 країн-нових членів ЄС, єврозони та України в 2007-2013 рр., базисних пунктів (розраховано на основі [147, 224])

Країни/ періоди	Болгарія	Угорщина	Чеська республіка	Польща	Латвія	Румунія	Литва	Словацьчина	Україна
Місячні показники									
Січень 2007	17	286	-16	107	82	329	18	15	519
Лютий 2007	12	284	-23	107	95	340	16	16	517
Березень 2007	20	277	-15	117	112	351	22	22	527
Квітень 2007	3	240	-24	103	127	314	-7	1	504
Травень 2007	-11	216	-24	92	166	302	-1	3	492
Червень 2007	-9	205	-19	86	96	233	-9	0	246
Липень 2007	16	195	-9	97	65	220	26	7	227
Серпень 2007	36	237	2	125	89	244	37	22	168
Вересень 2007	7	230	20	132	84	247	35	24	220
Жовтень 2007	19	221	13	124	66	245	32	24	200
Листопад 2007	69	249	30	145	87	271	32	34	235

## Продовження табл. Д.2

Грудень 2007	70	255	30	148	72	267	56	23	199
Січень 2008	84	288	33	158	148	292	50	25	327
Лютий 2008	110	344	39	168	97	315	37	22	376
Березень 2008	78	434	61	192	118	327	29	27	383
Квітень 2008	52	374	44	171	165	307	31	18	362
Травень 2008	53	366	42	168	151	284	38	10	348
Червень 2008	36	369	32	161	144	234	52	13	309
Липень 2008	36	330	9	164	176	247	68	25	309
Серпень 2008	67	327	-3	161	210	370	97	45	750
Вересень 2008	67	349	-8	139	210	382	95	48	800
Жовтень 2008	75	515	11	193	218	385	98	53	1223
Листопад 2008	180	521	32	203	340	418	396	72	530
Грудень 2008	387	442	41	181	514	449	511	83	589
Січень 2009	304	466	11	136	654	513	985	59	1367
Лютий 2009	289	645	54	177	730	422	1030	56	1140
Березень 2009	359	751	102	208	718	524	1036	57	1146
Квітень 2009	315	654	116	210	706	568	1041	84	1167
Травень 2009	295	588	93	218	696	419	1037	90	1717
Червень 2009	297	582	112	201	842	693	1017	75	1817
Липень 2009	347	472	132	210	866	737	1041	95	2045
Серпень 2009	388	451	120	219	892	757	1061	101	1935
Вересень 2009	358	404	114	230	940	713	1063	78	1913
Жовтень 2009	328	365	70	235	971	533	1070	53	1937
Листопад 2009	269	353	35	230	991	440	1066	39	1616
Грудень 2009	274	382	11	235	988	479	523	25	2199
Січень 2010	255	352	18	203	966	495	405	1	2139
Лютий 2010	194	358	22	198	951	381	304	-3	1264
Березень 2010	183	317	3	173	655	312	116	2	1061
Квітень 2010	178	241	-32	141	597	281	99	-23	919
Травень 2010	245	339	42	204	645	359	147	14	1032
Червень 2010	251	390	56	217	642	340	145	3	880
Липень 2010	243	377	35	222	638	356	153	31	888
Серпень 2010	255	363	12	218	656	371	171	29	1046
Вересень 2010	240	354	-16	199	647	364	165	9	850
Жовтень 2010	248	353	9	219	590	368	181	33	766
Листопад 2010	201	365	-14	209	526	331	142	7	627
Грудень 2010	169	385	-18	191	348	302	108	-1	598
Січень 2011	162	376	4	232	144	272	121	22	606
Лютий 2011	100	291	-43	178	169	255	67	-24	650
Березень 2011	89	280	-44	178	200	282	66	-17	627
Квітень 2011	67	239	-61	148	181	264	46	-33	575
Травень 2011	102	274	-48	169	199	289	68	-4	576
Червень 2011	102	285	-60	151	150	272	68	2	573
Липень 2011	77	276	-80	122	108	271	46	-4	546
Серпень 2011	111	328	-81	149	139	317	84	34	479
Вересень 2011	126	360	-104	170	156	339	105	21	596
Жовтень 2011	118	379	-95	162	153	339	97	24	413
Листопад 2011	86	412	-74	139	132	302	84	30	390
Грудень 2011	112	486	-41	173	182	328	164	110	564
Січень 2012	138	559	-53	176	182	310	143	130	904
Лютий 2012	156	485	-63	171	170	324	140	123	975
Березень 2012	178	544	22	208	186	319	200	162	601
Квітень 2012	172	538	12	210	171	285	191	142	1061
Травень 2012	158	480	-22	188	162	297	177	127	1059
Червень 2012	166	489	-30	183	166	327	155	139	1070
Липень 2012	162	431	-65	174	142	327	157	116	605
Серпень 2012	127	435	-63	187	144	383	183	123	1125
Вересень 2012	137	485	-6	242	149	411	210	177	1187
Жовтень 2012	108	463	-7	226	121	454	201	189	1199

## Продовження табл. Д.2

Листопад 2012	97	462	-33	193	107	459	186	189	1205
Грудень 2012	134	434	-18	178	114	455	190	182	1220
Січень 2013	87	383	-44	151	81	350	157	153	1190
Лютий 2013	39	343	-85	113	36	286	120	109	1144
Березень 2013	51	335	-105	90	14	283	112	92	1127
Квітень 2013	61	279	-104	64	29	260	109	15	1144
Травень 2013	68	240	-101	60	42	255	86	-16	1162
Червень 2013	33	295	-93	88	10	236	47	-62	1123
Липень 2013	36	268	-87	87	15	216	44	5	1120
Серпень 2013	41	321	-70	120	15	194	55	5	1120
Вересень 2013	-77	175	-199	8	-96	86	-52	-126	923
Жовтень 2013	55	242	-83	112	62	206	85	-1	1114
Листопад 2013	47	265	-99	121	54	212	82	-2	865
Грудень 2013	12	247	-111	111	31	198	38	-62	1099
Річні показники									
2007	21	241	-3	115	95	280	21	16	338
2008	102	388	28	172	208	334	125	37	526
2009	319	509	81	209	833	567	998	68	1667
2010	222	350	10	200	655	355	178	8	1006
2011	104	332	-61	164	159	294	85	13	550
2012	144	484	-27	195	151	363	178	150	1018
2013	38	283	-98	94	24	232	74	9	1094

Таблиця Д.3 – Консолідований валовий борг уряду до ВВП у 8 країнах-нових членах ЄС, % [224]

Країни/ періоди	Болгарія	Угорщина	Чеська республіка	Польща	Латвія	Румунія	Литва	Словаччина
2008	13,0	72,8	24,4	51,0	22,9	27,1	18,3	29,7
2009	13,4	81,1	29,6	52,3	42,2	29,7	34,0	37,6
2010	14,6	81,7	33,6	54,8	49,9	30,5	42,9	45,5
2011	14,8	81,2	36,4	56,4	42,1	34,7	43,3	44,8
2012	17,5	84,7	40,8	55,6	41,1	37,8	49,4	53,5
2013	18,5	83,9	42,0	55,2	40,8	38,1	50,3	54,0

Таблиця Д.4 – Дефіцит / профіцит державного бюджету до ВВП у 8 країнах-нових членах ЄС, % [224]

Країни/ періоди	Болгарія	Угорщина	Чеська республіка	Польща	Латвія	Румунія	Литва	Словаччина
2008	3,0	-3,7	-1,4	-3,7	-2,6	-4,5	-3,1	-2,0
2009	-0,1	-4,1	-5,7	-6,1	-6,4	-8,2	-9,0	-7,2
2010	-3,4	-3,5	-4,5	-6,7	-6,8	-6,7	-7,3	-6,6
2011	-1,9	3,6	-4,2	-4,2	-2,8	-5,1	-5,1	-4,8
2012	-0,8	-2,6	-2,3	-3,6	0,5	-2,5	-3,1	-4,5
2013	-0,9	-2,8	-2,4	-3,2	0,6	-2,4	-3,0	-4,1

## Продовження додатку Д

Таблиця Д.5 – Відношення зовнішнього боргу до ВВП у 8 країнах-нових членах ЄС, % [224]

Країни/ періоди	Болгарія	Угорщина	Чеська республіка	Польща	Латвія	Румунія	Литва	Словаччина
2008	35,0	61,8	0,7	34,9	55,2	36,9	36,3	20,8
2009	36,8	61,2	0,5	34,8	55,0	37,4	36,0	20,9
2010	38,0	61,0	0,1	33,1	54,1	37,8	35,5	21,2
2011	38,6	54,7	0,9	35,7	46,4	48,1	32,3	21,7
2012	39,0	53,6	-1,3	35,9	38,1	39,0	33,6	22,3
2013	40,6	52,2	-1,4	36,2	37,8	41,1	32,0	22,5

Таблиця Д.6 – Сальдо рахунку поточних операцій до ВВП у 8 країнах-нових членах ЄС, % [224]

Країни/ періоди	Болгарія	Угорщина	Чеська республіка	Польща	Латвія	Румунія	Литва	Словаччина
2008	-25,2	-7,3	-4,3	-6,2	-22,4	-13,4	-14,4	-5,3
2009	-23,1	-7,3	-2,1	-6,6	-13,2	-11,6	-12,9	-6,2
2010	-8,9	-0,2	-2,4	-3,9	8,6	-4,2	3,7	-2,6
2011	-1,5	1,1	-3,9	-5,1	2,9	-4,4	0,1	-3,7
2012	0,3	0,9	-2,9	-4,9	-2,1	-4,6	-3,7	-2,1
2013	0,6	0,7	-2,7	-4,0	-1,8	-4,5	-3,4	-2,0

Таблиця Д.7 – Процентні платежі уряду до ВВП у 8 країнах-нових членах ЄС, % [224]

Країни/ періоди	Болгарія	Угорщина	Чеська республіка	Польща	Латвія	Румунія	Литва	Словаччина
2008	5,2	3,7	4,2	4,2	5,7	6,2	5,2	1,9
2009	5,6	2,9	4,6	4,6	4,9	6,6	4,9	2
2010	4,9	3,1	5,1	5,2	4,3	5,9	3,9	2,3
2011	4,6	3,4	4,3	5,6	3,7	5,7	4,6	2,6
2012	3,4	3	3,6	5,7	4,3	5,4	4,4	2,3
2013	3,3	3	3,1	4,6	3,9	4,6	3,9	1,9

Таблиця Д.8 – Відкритість торгівлі у 8 країнах-нових членах ЄС, % [224]

Країни/ періоди	Болгарія	Угорщина	Чеська республіка	Польща	Латвія	Румунія	Литва	Словаччина
2008	4,3	10,4	8,5	19,3	1,5	8,7	2,2	5,7
2009	4,5	10,7	9,7	21,6	1,6	8,8	2,6	6,0
2010	3,5	9,0	8,3	17,2	1,3	7,2	2,2	5,2
2011	3,9	10,2	10,0	19,9	1,5	8,4	2,6	5,9
2012	4,4	10,6	11,0	20,9	1,7	9,8	2,9	6,7
2013	4,5	10,7	11,2	21,1	1,7	9,9	3,0	6,8

## Продовження додатку Д

Таблиця Д.9 – Дохід на душу населення (ln) у 8 країнах-нових членах ЄС

[278]

Країни/ періоди	Болгарія	Угорщина	Чеська республіка	Польща	Латвія	Румунія	Литва	Словаччина
2008	11,40	17,60	23,60	16,11	16,60	12,65	17,58	20,21
2009	13,23	19,12	24,67	17,59	17,91	14,55	19,06	21,68
2010	13,15	19,35	23,94	18,08	17,14	14,44	17,39	21,31
2011	13,46	19,72	23,46	19,31	16,28	14,6	17,97	21,77
2012	14,40	20,31	24,49	20,26	19,09	15,78	20,76	22,30
2013	14,44	21,22	24,87	21,45	19,19	16,45	21,45	22,56

Таблиця Д.10 – Рівень інфляції у 8 країнах-нових членах ЄС, % [224]

Країни/ періоди	Болгарія	Угорщина	Чеська республіка	Польща	Латвія	Румунія	Литва	Словаччина
2008	7,6	7,9	3,0	2,6	10,1	4,9	5,8	1,9
2009	12,0	6,0	6,3	4,2	15,3	7,9	11,1	3,9
2010	2,5	4,0	0,6	4,0	3,3	5,6	4,2	0,9
2011	3,0	4,7	1,2	2,7	-1,2	6,1	1,2	0,7
2012	3,4	3,9	2,1	3,9	4,2	5,8	4,1	4,1
2013	2,4	5,7	3,5	3,7	2,3	3,4	3,2	3,7

Таблиця Д.11 – Ставка обмінного курсу євро у 8 країнах-нових членах ЄС,  
% (індекс, база – 2007 р.) [224]

Країни/ періоди	Болгарія	Угорщина	Чеська республіка	Польща	Латвія	Румунія	Литва	Словаччина
2008	1,96	251,35	27,77	3,78	0,70	3,34	3,45	x
2009	1,96	251,51	24,95	3,51	0,70	3,68	3,45	x
2010	1,96	280,33	26,44	4,33	0,71	4,24	3,45	x
2011	1,96	275,48	25,28	3,99	0,71	4,21	3,45	x
2012	1,96	279,37	24,59	4,12	0,71	4,23	3,45	x
2013	1,96	289,25	25,25	4,18	0,70	4,45	3,45	x

Таблиця Д.12 – Волатильність фондового ринку у 8 країнах-нових членах  
ЄС, % [224]

Країни/ періоди	Болгарія	Угорщина	Чеська республіка	Польща	Латвія	Румунія	Литва	Словаччина
2008	39,0	13,1	49,7	23,2	1,9	32,8	14,3	57,4
2009	-70,2	-65,2	-45,9	-57,8	-58,7	-72,2	-73,0	-36,0
2010	17,2	73,0	23,0	41,9	2,2	26,1	36,7	-23,1
2011	-15,2	-10,8	0,2	11,3	39,4	-6,6	44,0	5,4
2012	-22,1	-35,3	-15,0	-33,4	-17,3	-18,2	-16,1	3,0
2013	-8,1	18,7	-3,2	34,1	9,0	9,8	14,9	3,4

## Продовження додатку Д

Таблиця Д.13 – Спред короткострокових процентних ставок у 8 країнах-нових членах ЄС, % [224]

Країни/ періоди	Болгарія	Угорщина	Чеська республіка	Польща	Латвія	Румунія	Литва	Словаччина
2008	3,03	9,19	1,10	5,12	0,78	6,78	1,82	0,61
2009	2,83	8,88	0,99	4,89	0,71	6,56	1,61	0,51
2010	2,56	8,67	0,97	4,88	0,61	5,45	1,56	0,45
2011	2,31	7,94	0,96	4,77	0,66	4,41	0,96	0,40
2012	1,20	5,71	0,31	4,07	0,34	5,60	0,51	0,00
2013	1,01	4,36	0,26	3,08	0,23	4,10	0,41	0,00



## Додаток Е

Довідки по впровадження результатів дисертаційного дослідження



**СУМСЬКА ОБЛАСНА ДЕРЖАВНА АДМІНІСТРАЦІЯ  
ДЕПАРТАМЕНТ ФІНАНСІВ**

майдан Незалежності, 3, м.Суми, 40000 тел. (0542) 62-28-33, факс 60-01-49, модем 21-02-64  
E-mail: [sumydf@yandex.ru](mailto:sumydf@yandex.ru); [sumydf@ukr.net](mailto:sumydf@ukr.net) Код ЄДРПОУ 02315802

08.05.2014

№ 07-01-17

На №

від

До спеціалізованої вченої ради Д55.081.01  
у ДВНЗ «Українська академія банківської справи  
Національного банку України»

**ДОВІДКА**

**про впровадження результатів наукового дослідження,  
виконаного аспіранткою кафедри фінансів ДВНЗ «УАБС НБУ»  
Ісаєвою Оленою Володимирівною  
на тему «Оцінка діяльності держави на фінансовому ринку України»  
та поданого в спеціалізовану вчену раду Д55.081.01  
на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук  
за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит**

Фахівцями управління фінансів обласного бюджету Департаменту фінансів Сумської обласної державної адміністрації розглянуто результати наукового дослідження Ісаєвої Олени Володимирівни на тему «Оцінка діяльності держави на фінансовому ринку України», підготовленого для захисту дисертації на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит.

Пропозиції автора щодо визначення факторів успішності проектів державно-приватного партнерства були використані фахівцями управління при проведенні моніторингу проблемних питань, які потребують реагування на рівні керівництва держави та центральних органів виконавчої влади.

**Заступник начальника управління  
фінансів обласного бюджету – начальник  
відділу фінансів соціальної сфери**



Н.С. Кошеленко



**Державний ощадний банк України**  
Публічне акціонерне товариство

Філія - Сумське обласне управління  
Україна, 40011  
м. Суми, вул. Горького, 32  
Тел.: (0542) 679-525  
Факс: (0542)679-627  
e-mail:offc@sberbank.sumy.ua  
Код ЄДРПОУ 09337356.

12.05.14  
N 01-12/1528

До спеціалізованої  
вченої ради Д55.081.01

у ДВНЗ «Українська  
академія банківської справи

Національного банку  
України»

**ДОВІДКА**  
**про впровадження результатів дисертаційного дослідження**

**Ісаєвої Олени Володимирівни**

**на тему «Оцінка діяльності держави на фінансовому ринку України»,  
представленого на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за  
спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит**

Аналіз наукових результатів, отриманих авторкою дисертаційного дослідження – Ісаєвою О.В., дозволив дійти висновку, що вони є науково-обґрунтованими та можуть використовуватися у практичній діяльності державних банків України, оскільки саме через державні банки реалізується ряд функцій держави на фінансовому ринку, зокрема – кредитора, інвестора тощо. Так, через АТ «Ощадбанк» здійснюється фінансування та адміністрування ряду державних інвестиційних проєктів та програм. Виходячи з цього, в практичній діяльності даного банку враховуються висновки дисертантки щодо впливу державних інвестицій на показники соціально-економічного розвитку.

**Начальник управління**

**О.В.Радченко**



**УПРАВЛІННЯ НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ  
В ДНІПРОПЕТРОВСЬКІЙ ОБЛАСТІ**

вул. Леніна, 13, м. Дніпропетровськ, 49000, тел. (056) 770-42-04,  
факс (056) 770-42-07 Код за ЄДРПОУ 09305008

05.05.2014 № 001-04/1498

На № \_\_\_\_\_ від \_\_\_\_\_

До спеціалізованої вченої ради Д55.081.01  
у ДВНЗ «Українська академія банківської справи  
Національного банку України»

**ДОВІДКА**

**про впровадження результатів дисертаційного дослідження, виконаного  
Ісаєвою Оленою Володимирівною  
на тему «Оцінка діяльності держави на фінансовому ринку України»,  
представленого на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук  
за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит**

Ознайомлення з основними науковими результатами, викладеними в дисертаційній роботі Ісаєвої О.В. на тему «Оцінка діяльності держави на фінансовому ринку України», поданої до спеціалізованої вченої ради Д55.081.01 на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит, дозволяє дійти висновку, що вона містить ряд наукових положень, корисних для виконання задач, поставлених перед Управлінням Національного банку України у Дніпропетровській області.

Так, зокрема результати наукового дослідження Ісаєвої О.В. щодо впливу якості державного регулювання на ключові показники розвитку фінансового ринку використовуються фахівцями відділу банківського нагляду Управління Національного банку України в Дніпропетровській області при підготовці пропозицій до Департаменту нормативно-методологічного забезпечення банківського регулювання та нагляду щодо вдосконалення чинних нормативно-правових актів, які регулюють діяльність банків.

0008162

Начальник відділу банківського нагляду  
Управління Національного банку України  
в Дніпропетровській області *к.е.н*

О.П. Заруцька



## УПРАВЛІННЯ НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ В СУМСЬКІЙ ОБЛАСТІ

вул. Герасима Кондратьєва, 21, м. Суми, 40000, тел./факс (0542) 67-56-10  
E-mail: info@sumy.bank.gov.ua Код ЄДРПОУ 09337304

05.11.2014 № 07-019/3846

На № \_\_\_\_\_ від \_\_\_\_\_

До спеціалізованої вченої ради Д55.081.01  
у ДВНЗ «Українська академія банківської справи  
Національного банку України»

### ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційної роботи  
Ісаєвої Олени Володимирівни  
на тему: «Оцінка діяльності держави на фінансовому ринку України»  
на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук  
за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси, кредит

Фахівцями Управління Національного банку України в Сумській області були розглянуті результати наукового дослідження Ісаєвої Олени Володимирівни на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит. Особливий інтерес викликали розробки дисертанта, що стосуються діяльності держави на фінансовому ринку в якості кредитора. Запропоновані в дисертаційній роботі науково-методичні засади визначення факторів, що здійснюють вплив на спред державних облігацій, будуть використані фахівцями Управління Національного банку України в Сумській області при підготовці пропозицій до нормативно-правових актів щодо проведення операцій з державними цінними паперами.

Начальник Управління



О.В. Фоменко

0000993



## СУМСЬКА МІСЬКА РАДА

40030, м. Суми, майдан Незалежності, 2, тел.: +38 (0542) 700-560

[rada@meria.sumy.ua](mailto:rada@meria.sumy.ua)

06.05.2014  
N 59-87/347

До спеціалізованої вченої ради Д55.081.01  
у ДВНЗ «Українська академія банківської справи  
Національного банку України»

### ДОВІДКА

**про впровадження результатів дисертаційного дослідження  
«Оцінка діяльності держави на фінансовому ринку України»,  
виконаного Ісаєвою Оленою Володимирівною  
на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук**

Ознайомлення з основними науковими результатами, викладеними в дисертаційній роботі Ісаєвої О.В. на тему «Оцінка діяльності держави на фінансовому ринку України», поданій в спеціалізовану вчену раду Д55.081.01 на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит, дозволяє дійти висновку, що вона містить ряд наукових положень, які є суттєвими при вирішенні поточних задач, які постають перед Сумською міською радою та її Виконавчим комітетом.

Так, зокрема, в поточній діяльності Сумської міської ради враховуються пропозиції Ісаєвої О.В. щодо заходів, які можуть бути реалізовані її виконавчими підрозділами, в напрямку стимулювання комунальних установ та підприємств до купівлі державних та/або муніципальних облігацій.

Секретар Сумської міської ради



Т.П. Гончаренко

Продовження додатку Е

Проректор з навчальної роботи  
Державного вищого навчального закладу  
«Українська академія банківської справи  
Національного банку України», д.е.н., проф.



І.О.Школьник

### АКТ

про впровадження результатів дисертаційного дослідження Ісаєвої Олени Володимирівни «Оцінка діяльності держави на фінансовому ринку України», у навчальний процес обліково-фінансового факультету та факультету банківських технологій ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України»

від 30.04.2014 р.

#### **Акт складено комісією у складі:**

- декан обліково-фінансового факультету, д.е.н., доцент Савченко Т. Г.
- декан факультету банківських технологій, д.е.н., проф. Д'яконова І.І.
- заст. декана факультету банківських технологій, к.е.н., доц. Олексіч Д.В.

Комісія провела роботу щодо визначення фактичного впровадження результатів дисертаційного дослідження Ісаєвої О.В. «Оцінка діяльності держави на фінансовому ринку України» у навчальний процес обліково-фінансового факультету та факультету банківських технологій ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України».

#### **Комісія розглянула наступні матеріали:**

1. Дисертаційну роботу Ісаєвої Олени Володимирівни «Оцінка діяльності держави на фінансовому ринку України».
2. Робочі програми курсів дисциплін:
  - 2.1. «Державне управління економікою» (викладається для студентів освітньо-кваліфікаційного рівня «бакалавр» денної та заочної форми навчання за напрямом підготовки 6.030508 «Фінанси і кредит» («Фінанси»).
  - 2.2. «Фінансовий ринок» (викладається для студентів освітньо-кваліфікаційного рівня «бакалавр» денної та заочної форми навчання за напрямами підготовки 6.030508 «Фінанси і кредит», 6.030509

«Облік і аудит», 6.030503 «Міжнародна економіка» та 6.030502 – «Економічна кібернетика»).

2.3. «Державний фінансовий менеджмент» (викладається для студентів денної та заочної форми навчання за програмою підготовки магістрів за спеціальністю 8.03050801 «Фінанси і кредит»).

3. Навчально-методичні матеріали для вивчення перелічених дисциплін.

**За результатами проведеної роботи комісією встановлено:**


1. Розроблені в дисертаційній роботі Ісаєвої Олени Володимирівни «Оцінка діяльності держави на фінансовому ринку України» методичні і науково-теоретичні положення впроваджені як розділи курсів наступних дисциплін:

1.1 «Державне управління економікою». Тема: «Фінансово-кредитне регулювання економіки».

1.2 «Фінансовий ринок». Тема: «Ринок державних та муніципальних цінних паперів».

1.3 «Державний фінансовий менеджмент». Тема: «Теоретичні основи державного фінансового менеджменту».

2. Застосування в навчальному процесі обліково-фінансового факультету та факультету банківських технологій ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України» матеріалів дисертаційного дослідження Ісаєвої Олени Володимирівни дало змогу адаптувати перелічені дисципліни до сучасних тенденцій розвитку економіки, поглибити їх теоретико-методичні основи та в кінцевому підсумку – підвищити якість підготовки фахівців.

Декан обліково-фінансового факультету, д.е.н., доцент  Т.Г. Савченко

Декан факультету банківських технологій, д.е.н., проф.  І.І. Д'яконова

Заступник декана факультету  
банківських технологій, к.е.н., доц.

 Д.В.Олексіч