

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

На правах рукопису

АБАКУМЕНКО ОЛЬГА ВІКТОРІВНА

УДК [336.76:338.12](477)(043.5)

**КОН'ЮНКТУРА ФІНАНСОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ:  
МЕТОДОЛОГІЯ ФОРМУВАННЯ, ОЦІНЮВАННЯ ТА  
РЕГУЛЮВАННЯ**

Спеціальність 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит

Дисертація на здобуття наукового ступеня  
доктора економічних наук

Науковий консультант

Корнєєв Володимир Вікторович,  
доктор економічних наук, професор



Суми – 2014

## ЗМІСТ

ВСТУП.....	5
РОЗДІЛ 1. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ ЗАСТОСУВАННЯ СИСТЕМНОГО ПІДХОДУ ДО ДОСЛІДЖЕННЯ КОН'ЮНКТУРИ ФІНАНСОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ.....	17
1.1 Узагальнення теоретичних засад функціонування фінансового ринку та ключових проблем і перспектив його розвитку в Україні.....	17
1.2 Кон'юнктура фінансового ринку: теоретичні засади та інституційно-правовий механізм функціонування.....	52
1.3 Методологічні засади системного функціонування кон'юнктури фінансового ринку.....	70
Висновки до першого розділу.....	86
РОЗДІЛ 2. МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ФОРМУВАННЯ, ОЦІНЮВАННЯ ТА РЕГУЛЮВАННЯ ПОПИТУ НА ФІНАНСОВОМУ РИНКУ УКРАЇНИ.....	91
2.1 Концептуальні засади виявлення структурних диспропорцій при формуванні попиту на фінансовому ринку України.....	91
2.2 Моделювання попиту на фінансовому ринку України: розвиток науково-методичних підходів та практичні розрахунки.....	110
2.3 Розробка концептуальних положень та інструментарію структурного регулювання попиту на фінансовому ринку України.....	126
Висновки до другого розділу.....	148
РОЗДІЛ 3. ПРОПОЗИЦІЯ НА ФІНАНСОВОМУ РИНКУ УКРАЇНИ: РОЗВИТОК МЕТОДОЛОГІЇ ФОРМУВАННЯ, ОЦІНЮВАННЯ ТА РЕГУЛЮВАННЯ.....	154
3.1 Канали формування пропозиції на фінансовому ринку: теоретичні узагальнення та практичні особливості визначення.....	154

3.2	Розвиток методології оцінювання пропозиції на фінансовому ринку України.....	172
3.3	Обґрунтування напрямів стратегічного регулювання пропозиції на фінансовому ринку України в розрізі основних каналів її формування.....	187
	Висновки до третього розділу.....	203
	РОЗДІЛ 4. РОЗВИТОК ТА РЕГУЛЮВАННЯ КОНКУРЕНТНИХ ВІДНОСИН НА ОСНОВНИХ СЕГМЕНТАХ ФІНАНСОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ.....	209
4.1	Дослідження особливостей розвитку конкурентних відносин на основних сегментах фінансового ринку України.....	209
4.2	Методичні засади інтегрального оцінювання конкурентних відносин на фінансовому ринку.....	230
4.3	Розвиток науково-методичних підходів до вибору режимів антимонопольного регулювання конкуренції на фінансовому ринку України.....	253
	Висновки до четвертого розділу.....	274
	РОЗДІЛ 5. МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ОЦІНЮВАННЯ РІВНОВАГИ ТА ДИНАМІЧНОЇ СТІЙКОСТІ ЯК РЕЗУЛЬТУЮЧИХ ПАРАМЕТРІВ КОН'ЮНКТУРИ ФІНАНСОВОГО РИНКУ .....	280
5.1	Теоретико-методологічні засади та прикладний інструментарій оцінювання рівноваги на фінансовому ринку України.....	280
5.2	Розвиток науково-методичного забезпечення визначення динамічної стійкості фінансового ринку.....	311
5.3	Порівняльний аналіз окремих європейських країн світу за рівнем динамічної стійкості фінансового ринку.....	329
	Висновки до п'ятого розділу.....	375
	ВИСНОВКИ.....	380
	СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ ..	385
	ДОДАТКИ.....	425

Додаток А – Узагальнення теоретичних засад щодо трактування сутності категорії «кон’юнктура ринку».....	425
Додаток Б – Узагальнення теоретичних засад конкуренції на фінансовому ринку.....	427
Додаток В – Показники кількісної оцінки важливості системоутворюючих складових фінансового ринку України.....	431
Додаток Г – Інформація щодо банків, які перебувають у лістингу торговельних майданчиків України.....	433
Додаток Д – Інформаційна база статистичних показників оцінки динамічної стійкості фінансового ринку.....	436
Додаток Е – Інформаційна база статистичних показників оцінки динамічної стійкості фінансового ринку України.....	438
Додаток Ж – Інформаційна база оцінки динамічної стійкості фінансового ринку європейських країн.....	444
Додаток И – Довідки про впровадження результатів дисертаційного дослідження.....	462



State Higher Educational Institution  
"UKRAINEAN ACADEMY OF BANKING  
ON THE NATIONAL BANK OF UKRAINE"  
Державний вищий навчальний заклад  
"УКРАЇНЬСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ  
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ"

## ВСТУП

Актуальність теми дослідження. В умовах динамічних трансформацій світового та вітчизняного економічного простору фінансовий ринок (ФР) стає не лише механізмом перерозподілу тимчасово вільних коштів між галузями економіки, а й каналом стимулювання розвитку реального сектора економіки, одним із ключових чинників стабілізації та відновлення позитивних темпів соціально-економічного розвитку держави, забезпечення її економічної самостійності та глобальної конкурентоспроможності. Для ефективного функціонування ФР важливого значення набуває узгоджений розвиток основних елементів його кон'юнктури, зокрема підтримка платоспроможного попиту та мінімізація спекулятивних мотивів його прояву, контрольоване державою та адекватне динаміці попиту зростання пропозиції, забезпечення узгодженості між попитом та пропозицією на ФР за обсягами та часом, відсутність цінових диспропорцій при укладанні угод на ФР, підтримка конкуренції між продавцями, покупцями та посередниками ринку тощо. Саме тому активізація системних досліджень в напрямку обґрунтування методології формування, оцінювання та регулювання кон'юнктури фінансового ринку (КФР) є актуальною.

Фундаментальні засади дослідження проблеми функціонування ФР закладені у працях Ф. Алена (F. Allen), Т. Бека (T. Beck), А. Бергера (Allen N. Berger), А. Гелба (A. Gelb), Д. Даймонда (D. Diamond), А. Деміргук-Кунт (A. Demirguc-Kunt), А. Крокетта (A. Crockett), М. Куїнтіна (M. Quintin), Р. Левіна (R. Levine), Р. Робінсона (R. Robinson), П. Ромера (P. Romer), Дж. Тобіна (J. Tobin), Х. Мінскі (H. Minsky), Ф. Мишкіна (F. Mishkin), М. Фрідмана (M. Friedman), Г. Шиназі (G. Schinasi) та ін.

Досліджуваній проблематиці присвячено цілий ряд наукових праць російських економістів, зокрема: Л. Абалкіна, А. Абрамова, С. Андрюшина, М. Єршова, Е. Кочетова, Л. Красавіної, Я. Міркіна, А. Сімановського, О. Турбанова, Л. Чалдаєвої, О. Хандруєва, Є. Ясіна та ін.

Значний внесок у дослідження проблеми формування стратегії розвитку ФР та його кон'юнктури зроблено також і вітчизняними науковцями, зокрема: Г. М. Азаренковою, І. В. Алексєєвим, О. І. Барановським, Т. А. Васильською, А. П. Вожжовим, О. Д. Вовчак, В. М. Гейцем, І. С. Гуцалом, С. А. Єрохіним, В. В. Корнєєвим, М. І. Крупкою, В. К. Кубліковим, С. В. Леоновим, І. О. Лютим, Б. Л. Луцівим, О. М. Мозговим, С. В. Онишко, В. М. Опаріним, Л. О. Примосткою, М. І. Савлуком, Н. В. Ткаченко, В. П. Ходаківською, І. О. Школьнік та іншими.

Разом з тим, аналіз наукової літератури з теми дослідження дозволяє стверджувати, що невирішеними залишаються ряд теоретичних і прикладних проблем, зокрема: трактування сутності КФР та фінансових активів (ФА) як товару на ФР, вибору методичного інструментарію оцінювання попиту, пропозиції та рівня конкуренції на ФР, формалізації тенденцій та взаємозв'язків при їх формуванні, розвитку механізмів їх регулювання відповідно до вимог сучасної фінансової архітектури, розробки концепції формування та розвитку КФР, що забезпечує рівновагу та динамічну стійкість ФР. Таким чином, незавершеність формування цілісного уявлення про механізми формування, методичний інструментарій оцінювання та напрямки регулювання КФР обумовили актуальність дослідження, його мету, завдання та зміст.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Тематика дисертаційного дослідження відповідає пріоритетним напрямкам реалізації науково-дослідних програм національного значення, серед яких: Державна програма активізації розвитку економіки на 2013–2014 рр., Програма розвитку фондового ринку на 2011–2015 рр., Стратегія розвитку фінансового ринку України до 2015 року тощо. Дисертант брав участь у роботі над науково-дослідними темами Чернігівського державного інституту економіки і управління. Так, зокрема, пропозиції щодо забезпечення динамічної стійкості ФР України в контексті реалізації фінансової політики держави використано під час роботи над темою “Фінансова та бюджетна політика в умовах реформування економіки” (номер держ. реєстрації 0103U000829); пропозиції щодо формування попиту та пропозиції на ФР України – над темою

“Підвищення ефективності формування та використання фінансових ресурсів в умовах трансформаційних змін в економіці України” (номер держ. реєстрації 0105U002133); пропозиції щодо підтримання конкурентного середовища на ФР України – над темою “Фінансовий ринок України: особливості розвитку в умовах євроінтеграційних процесів” (номер держ. реєстрації 0108U000731); пропозиції щодо стратегії регулювання діяльності суб’єктів ФР України – над темою “Фінансово-економічна стратегія сталого розвитку економіки України (номер держ. реєстрації 0109U002271); пропозиції щодо формування стратегії та тактики забезпечення рівноваги на ФР України – над темою “Стратегія і тактика удосконалення політики сталого розвитку України у контексті євроінтеграційних процесів” (номер держ. реєстрації 0112U004276).

Мета і завдання дослідження. Метою дослідження є розробка теоретико-методологічних засад та методичного забезпечення формування, оцінювання та регулювання кон’юнктури фінансового ринку України.

Поставлена мета зумовила необхідність вирішення наступних завдань:

- узагальнити теоретичні засади функціонування ФР, проблеми та перспективи його розвитку в Україні;
- поглибити розуміння змісту понять “фінансовий ринок” та “кон’юнктура фінансового ринку”;
- обґрунтувати методологічні засади застосування системного підходу до дослідження КФР;
- розвинути комплексний підхід до виявлення структурних диспропорцій при формуванні попиту на ФР;
- дослідити методологічні засади оцінювання попиту на ФР з урахуванням тенденцій його формування на ринку в цілому та на окремих його сегментах;
- розвинути концептуальні положення структурного регулювання попиту на ФР;
- обґрунтувати основні канали формування пропозиції на ФР України;

- розробити науково-методичний підхід до оцінювання пропозиції на ФР України на основі моделювання за допомогою структурних рівнянь;
- обґрунтувати напрямки стратегічного регулювання пропозиції на ФР України в розрізі основних каналів її формування;
- визначити суб'єктно-об'єктну специфікацію конкурентних відносин на ФР;
- удосконалити методичні засади інтегрального оцінювання рівня конкуренції на ФР з урахуванням рівня концентрації на кожному сегменті ФР та пріоритетності впливу цих сегментів на загальний рівень розвитку ФР;
- запропонувати матричний підхід до вибору режимів антимонопольного регулювання конкуренції на ФР;
- розробити комплексний багаторівневий підхід до оцінювання та прогнозування точки рівноваги на ФР України;
- розробити методологічні засади оцінювання динамічної стійкості ФР.

Об'єктом дослідження є економічні відносини, що виникають на ФР між покупцями та продавцями ФА, фінансовими посередниками, державними регуляторами у процесі формування, розвитку та регулювання його кон'юнктури.

Предметом дослідження є теоретико-методологічні засади та практичний інструментарій формування, оцінювання та регулювання попиту, пропозиції, конкуренції та рівня цін на ФР України, прогнозування можливостей встановлення рівноваги на ФР та забезпечення його динамічної стійкості.

Методи дослідження. Методологічну основу дисертаційного дослідження складають фундаментальні положення економічної теорії, теорії фінансів, грошей і кредиту, сучасні концепції регулювання економіки, наукові праці вітчизняних та зарубіжних вчених з питань функціонування ФР.

У роботі відповідно до поставлених завдань використано такі методи дослідження, як: логічне узагальнення та наукова абстракція (при уточненні категоріального апарату дослідження); порівняльний та статистичний аналіз



(при дослідженні тенденцій розвитку ФР України); графічний (при оцінюванні рівня конкуренції на ФР та розробці пропозицій щодо антимонопольного регулювання конкурентних відносин на ФР); системно-структурний аналіз (при розробці концептуальних засад системного дослідження КФР, розвитку системи регулювання КФР, визначенні рівня структурних диспропорцій у формуванні попиту на ФР України); причинне моделювання та структурні рівняння (при оцінюванні попиту та пропозиції на ФР); метод головних компонент (при обґрунтуванні каналів формування пропозиції на ФР); аналіз часових рядів (при оцінюванні динамічної стійкості ФР); економіко-математичне моделювання (при оцінюванні та прогнозуванні точки рівноваги на ФР України).

Інформаційно-фактологічною базою дослідження є: закони України, укази Президента України, розпорядження та звітно-аналітична інформація Національного банку України, Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Національної комісії з регулювання ринків фінансових послуг; аналітичні огляди Державної служби статистики України та Незалежної асоціації банків України; дані Світового банку та Мережі розв'язання фінансових спорів, Міжнародного валютного фонду та інших міжнародних фінансово-кредитних інституцій; результати наукових досліджень з питань забезпечення стійкого та збалансованого розвитку КФР.

Наукова новизна одержаних результатів полягає у вирішенні наукової проблеми щодо створення теоретико-методологічного та методичного підґрунтя формування, оцінювання та регулювання кон'юнктури фінансового ринку України.

Найбільш вагомими науковими результатами дисертаційного дослідження:

вперше

- обґрунтовано концептуальні засади системного дослідження КФР, що забезпечується шляхом поєднання процесного підходу (обґрунтовано специфіку формування, оцінювання та регулювання КФР), структурного підходу (виявлено сукупність взаємопов'язаних та взаємообумовлених

- причинно-наслідкових зв'язків між її складовими – попитом, пропозицією, конкуренцією, ціною, а також результируючими параметрами – рівновагою та динамічною стійкістю) та функціонального підходу (визначено функції КФР – інформаційну, прогнозну, попереджувальну, оціночну, регулюючу, консолідуючу; а також принципи її функціонування – системність, збалансованість, зворотність зв'язку, адаптивність, регульованість, рівність);
- розроблено методологічні засади оцінювання залежності попиту на ФР України від ключових параметрів розвитку його основних сегментів (валютного, депозитного, кредитного, фондового) з використанням апарату причинного моделювання, що дозволило формалізувати щільність та напрямок взаємозв'язку між попитом на ФР та рівнем економічного зростання, обґрунтувати причинно-наслідкові зв'язки між параметрами формування попиту на окремих сегментах ФР та визначити детермінанти їх розвитку;
  - розроблено багаторівневий методичний підхід до визначення точки рівноваги на ФР, який передбачає формалізацію функцій попиту та пропозиції на ФА в Україні, оцінювання стійкості точок рівноваги за допомогою аналізу чутливості, врахування часових лагів між зміною попиту та пропозиції на ФР. Це дозволило спрогнозувати часові та кількісні параметри досягнення рівноваги на ФР України в довгостроковому періоді (рівень облікової ставки НБУ та рівень ВВП) та кількісно оцінити динаміку зміни співвідношень між попитом та пропозицією на ньому;
  - розроблено методичний підхід до оцінювання динамічної стійкості ФР, що базується на визначенні стаціонарності часових рядів інтегрального індикатора, який узагальнює детермінанти прямого та опосередкованого впливу на розвиток цього ринку. На основі кількісного оцінювання трендів середнього значення цього індикатора та його дисперсії виявлено періоди домінування об'єктивних (мають наднаціональне

походження та обумовлені тенденціями у розвитку кон'юнктури світового ФР) та суб'єктивних (обумовлених диспропорціями у розвитку кон'юнктури національних ФР) чинників порушення динамічної стійкості ФР України та ряду європейських країн;

удосконалено:

- науково-методичний підхід до дослідження попиту на ФР, що, на відміну від існуючих підходів, здійснено шляхом обґрунтування наявності структурних диспропорцій (валютних, строкових, інституційних, галузевих, функціональних) у формуванні попиту на ФА, формалізації індикаторів прояву цих диспропорцій, шкали їх оцінювання, розробки алгоритму розрахунку їх інтегрального рівня. Це дозволило визначити основні положення системи моніторингу за формуванням попиту на ФР України, яка базується на національній методології складання грошово-кредитної статистики;
- науково-методичні засади визначення основних детермінант формування пропозиції на ФР, що, на відміну від існуючих підходів, здійснено на основі методу головних компонент, що дозволило виокремити три ключові канали формування пропозиції на ФР України – грошово-кредитний, ринковий та канал бізнес-середовища, формалізувати вплив кожного з них, а також їх основних складових на загальний рівень пропозиції на ФР;
- інструментарій оцінювання рівня пропозиції на ФР, що, на відміну від існуючих, здійснено на основі побудови трирівневої системи структурних рівнянь, що дозволило формалізувати вплив пропозиції на ФР в цілому на рівень ВВП (макрорівень), на пропозицію на окремих сегментах ФР (мезорівень) та на окремі параметри розвитку кожного сегмента ФР (мікрорівень);
- методичні основи оцінювання конкуренції на ФР, що, на відміну від існуючих підходів, здійснено шляхом розробки алгоритму інтегрального вимірювання потенціалу зміни інтенсивності конкурентних відносин на

ФР до межі виникнення загроз монополізації та деконцентрації ринку з урахуванням рівня концентрації суб'єктів, які акумулюють переважну більшість ФА на окремих сегментах ФР, а також впливу цих сегментів на загальний рівень розвитку ФР в цілому;

- інструментарій впливу держави на розвиток конкурентних відносин на ФР шляхом виділення чотирьох режимів антимонопольного регулювання (посиленого втручання, поміркованого регулювання, мінімального втручання та активного моніторингу) та обґрунтування переліку заходів в межах кожного з них. Вибір режиму регулювання запропоновано здійснювати на основі матричного підходу залежно від інтенсивності конкурентних відносин та цінової волатильності ФА;

набули подальшого розвитку:

- розуміння економічного змісту поняття “фінансовий ринок” як сукупності економічних відносин між покупцями, продавцями та посередниками, що виникають з приводу руху вартості, здатної генерувати потенційну економічну вигоду, в процесі купівлі, продажу, розподілу та перерозподілу ФА. На відміну від існуючих підходів, як об'єкт укладання угод на ФР розглядаються не фінансові ресурси, а ФА, що відповідає сучасним тенденціям віртуалізації фінансових операцій та відповідної трансформації відносин власності у фінансовому секторі економіки;
- трактування сутності КФР як характеристики динамічних змін у попиті, пропозиції, конкуренції та рівні цін на всіх сегментах ФР з урахуванням специфіки кожного з них, які відбуваються під впливом зовнішніх та внутрішніх кон'юктуроутворюючих факторів та внаслідок застосування державою регуляторних заходів з метою забезпечення динамічної стійкості ФР та рівноваги на ньому. На відміну від існуючих, такий підхід дозволяє врахувати системність при дослідженні КФР, адаптивність, динамічність, урегульованість та структурну збалансованість розвитку ФР тощо;

- концептуальні положення регулювання попиту на ФР шляхом розробки напрямків його структурного регулювання, яке, на відміну від існуючих, спрямоване не на стимулювання зростання його обсягу, а на усунення структурних диспропорцій у процесі його формування, зменшення спекулятивних мотивів придбання ФА та розширення можливостей доступу домогосподарств до них;
- суб'єктно-об'єктна специфікація конкурентних відносин на ФР шляхом розмежування чотирьох рівнів конкуренції на ФР (між кінцевими споживачами ФА, між сегментами ФР, між фінансовими посередниками в межах окремих сегментів ФР, між постачальниками ФА), розширення складу суб'єктів на кожному з них та обґрунтування триалістичного характеру ФА як об'єкта конкуренції на ФР, що виявляється у їх здатності забезпечувати отримання фінансових ресурсів у майбутньому, генерування відповідного рівня доходності, а також мінімізацію ризиків.

Практичне значення одержаних результатів полягає в тому, що основні наукові положення дисертаційного дослідження доведено до рівня методичних розробок і практичних рекомендацій. Пропозиції щодо формалізації каналів формування пропозиції на ФР та оцінювання її рівня з урахуванням сегментних особливостей ФР України можуть бути використані у поточній діяльності Національного банку України в контексті удосконалення існуючих механізмів антикризового регулювання та нагляду. Пропозиції щодо встановлення причинно-наслідкових зв'язків між основними сегментами ФР, моніторингу процесів формування попиту на ФР у контексті діагностики ранніх сигналів появи структурних диспропорцій, антимонопольного регулювання ФР можуть бути враховані Національною комісією, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, та Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку в процесі розробки спільних програмних документів, що визначатимуть системне функціонування ФР. Розробки щодо визначення рівня конкуренції на окремих сегментах ФР становлять практичну цінність для фінансових посередників. Запропонований інструментарій формалізації

залежностей темпів економічного розвитку від детермінант розвитку ФР регіону та країни в цілому може бути використаний у діяльності державних і місцевих органів влади.

Результати дослідження щодо впорядкування діяльності організаторів торгівлі цінними паперами використано у діяльності Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (довідка від 17.05.2007 № 02/8217); щодо оцінювання та регулювання конкуренції між фінансовими установами в Україні – у діяльності Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг (довідка від 18.10.2013 № 7908/05-10); щодо впливу динамічної стійкості регіонального ФР на соціально-економічний розвиток регіону – у діяльності Чернігівської обласної ради (довідка від 21.08.2013 № 01-05/785); щодо коригування рівня грошової бази залежно від тенденцій розвитку кредитного сегмента ФР України – у діяльності Управління Національного банку України в Дніпропетровській області (довідка від 18.06.2013 № 12-132/8882); щодо взаємозалежностей між заощадженнями населення та рівнем розвитку кредитного сегмента ФР України в контексті регулювання кредитної активності банків – у діяльності Управління Національного банку України в Сумській області (довідка від 20.06.2013 № 07-019/3094); щодо взаємозв'язку параметрів депозитної та кредитної активності банків України в контексті формування попиту та пропозиції на ФР України – в діяльності Асоціації “Український Кредитно-Банківський Союз” (довідка від 16.10.2013 № 783).

Матеріали дисертаційного дослідження використовуються у навчальному процесі Чернігівського державного інституту економіки і управління при викладанні дисциплін “Фінансовий ринок”, “Ринок фінансових послуг” (акт від 06.09.2013 № 302-04/515).

Особистий внесок здобувача. Дисертаційна робота є завершеним науковим дослідженням. Наукові положення, розробки, результати, висновки і рекомендації, що виносяться на захист, одержані автором самостійно. Особистий внесок у працях, опублікованих у співавторстві, вказано у списку публікацій.

Апробація результатів дисертації. Основні положення дисертаційної роботи доповідалися, обговорювалися й одержали позитивну оцінку на міжнародних науково-практичних конференціях, у тому числі: “Імперативи розвитку України в умовах глобалізації” (м. Чернігів, 2013 р.), “Современный мир: проблемы и перспективы” (м. Чернігів, 2012, 2011 рр.), “Особенности функционирования национальных финансовых систем в условиях углубления глобализационных процессов” (м. Ірпінь, 2010 р.), “Актуальные проблемы экономического та соціального розвитку виробничої сфери” (м. Донецьк, 2009 р.), “Актуальные проблемы экономического та соціального розвитку в трансформаційний період” (м. Чернігів, 2009 р.), “Бюджетно-податкові чинники активізації розвитку фінансових ринків та фінансового посередництва” (м. Ірпінь, 2008 р.), “Економічний і соціальний розвиток України в ХХІ столітті” (м. Тернопіль, 2007 р.), “Интеграционные процессы и социально-экономическое развитие” (м. Сімферополь, 2007 р.), “Управленческие аспекты повышения национальной конкурентоспособности” (м. Сімферополь, 2007 р.), “Стратегии развития Украины в глобальной среде” (м. Сімферополь, 2007 р.), “Корпоративне управління в країнах з перехідною економікою: організаційно-економічні аспекти та сучасні проблеми” (м. Чернігів, 2007 р.), “Розвиток наукових досліджень “2006”” (м. Полтава, 2006 р.).

Наукові результати дисертанта представлені також на всеукраїнських науково-практичних конференціях, зокрема: “Інтеграційні процеси та стимулювання економічного зростання в нестабільній економіці” (м. Чернігів, 2011 р.), “Актуальні напрямки вдосконалення фінансово-економічної політики на сучасному етапі” (м. Чернігів, 2010 р.), “Формування стратегії розвитку України як передумова сталого зростання” (м. Чернігів, 2010 р.), “Формування антикризового механізму соціально-економічного розвитку України” (м. Чернігів, 2009 р.), “Актуальні проблеми соціально-економічного розвитку регіонів: цілі та зміст антикризового управління” (м. Славутич, 2009 р.), “Сучасні тенденції розвитку економіки, освіти та науки в контексті євроінтеграції” (м. Чернігів, 2007–2008 рр.), “Освіта, наука та виробництво у

регіональному розвитку” (м. Чернігів, 2008 р.), “Підвищення ефективності формування та використання фінансових ресурсів в умовах трансформаційних змін в економіці України” (м. Чернігів, 2006 р.).

Публікації. Основні наукові положення, висновки і результати дослідження опубліковано в 60 наукових працях загальним обсягом 55,22 друк. арк., з яких особисто автору належать 52,11 друк. арк., у тому числі одноосібна монографія, 7 розділів у колективних монографіях, 25 статей у наукових фахових виданнях України з економіки (з них: 7 – у виданнях, що включені до міжнародних наукометричних баз; 1 – в електронному науковому фаховому виданні); 3 статті у зарубіжних наукових виданнях; 22 публікації у збірниках матеріалів конференцій, 2 навчальні посібники.



Державний вищий навчальний заклад  
“УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ  
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ”

State Higher Educational Institution  
“UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING  
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE”



## РОЗДІЛ 1

## КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ ЗАСТОСУВАННЯ СИСТЕМНОГО ПІДХОДУ ДО ДОСЛІДЖЕННЯ КОН'ЮНКТУРИ ФІНАНСОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ

1.1 Узагальнення теоретичних засад функціонування фінансового ринку та ключових проблем і перспектив його розвитку в Україні

Активізація глобалізаційних та інтеграційних процесів обумовлює необхідність синхронізації економічних відносин, що формуються всередині країни, у відповідності до викликів зовнішнього середовища. В умовах динамічної трансформації національної економіки та системи світогосподарських відносин в цілому відбувається зміна стратегічної значимості певних секторів економіки для забезпечення поступального розвитку всієї країни. На сучасному етапі розвитку до таких секторів можна віднести фінансовий ринок, який виступає однією з базових підсистем і є унікальним елементом фінансової системи, функції якого не виконує жодна інша інституція. Поява фінансового ринку є об'єктивною закономірністю, яка обумовлена якісною трансформацією товарно-грошових та виробничих відносин. Виключна важливість фінансового ринку визначається його функціями, основною з яких є забезпечення акумуляції фінансових ресурсів та їх перерозподіл між суб'єктами-донорами та суб'єктами-реципієнтами. Крім того, досліджуваний ринок виступає своєрідним вимірником стабільності економічної ситуації в країні, оскільки спад на фінансовому ринку обумовлює стагнацію у виробництві, і навпаки. Варто також зауважити, що фінансовий ринок є складною системою, яка з організаційної точки зору може бути представлена як сукупність різних сегментів зі своїми особливостями та закономірностями розвитку, а тому виникає об'єктивна необхідність дослідження ключових теоретичних аспектів функціонування фінансового ринку в цілому та в розрізі окремих структурних підсистем, а також

дослідження проблем і перспектив його розвитку в Україні, що дозволить підвищити результативність функціонування як окремих інститутів ринку, так і ринку в цілому.

Отже, у контексті даного дослідження перш за все необхідно розглянути сутнісні характеристики категорії «фінансовий ринок». Ключові параметри фінансового ринку, ідентифіковані різними науковцями, систематизовано у табл. 1.1.

Таблиця 1.1 – Узагальнення ключових характеристик в рамках наукових підходів до трактування змісту поняття «фінансовий ринок» (складено автором)

Автор	Ключові змістовні елементи категорії «фінансовий ринок»									
	Узагальнююча характеристика поняття				Керована система (об'єкт)		Функції			
	система відносин	механізм	сукупність інститутів	економічне середовище	фінансові ресурси	фінансові активи	фінансові інструменти	перерозподіл фінансових ресурсів	сприяння взаємодії покупців і продавців, встановлення рівноважної ціни	випуск та забезпечення обігу об'єкту купівлі-продажу
Б. А. Райзберг [216]	+				+				+	
Ф. Мишкін [162]	+				+			+		
В. М. Опарін [171]	+				+			+		+
В. М. Шелудько [272]	+					+				+
М. М. Буднік, Л. С. Мартюшева, Н. В. Сабіна [82]							+			+
В. П. Ходаківська, В. В. Беляєв [265]	+					+		+	+	+
О. Р. Романенко, С. Я. Огородник, М. С. Зязюн [221]	+				+			+		+
А. Г. Завгородній, Г. Л. Вознюк, Т. С. Смовженко [116]			+		+			+		
В. М. Іванов [117]			+		+			+		
О. М. Іваницька [119]			+		+				+	
Е. Дж. Долан [106]			+		+			+		
В. В. Корнєєв [128]			+				+			+
С. Л. Лондар, О. Б. Тимошенко [143]			+			+				+
О. Мертенс [155]		+				+				+
О. С. Булатов [276]		+			+			+		
Л. Дж. Гітман, М. Д. Джонк [96]		+			+				+	
О. Д. Василик [87]		+			+			+		
С. І. Юрій [258]		+				+				+
О. Ю. Смолянська [236]		+			+			+		+
В. М. Суторміна, В. М. Радзівська, Б. С. Стеценко [242]				+		+				+
В. В. Михальський [158]				+	+			+		
І. А. Бланк [79]				+			+			+

На основі даних таблиці 1.1 можна зробити наступні висновки:

- у своїх дефініціях автори відображають інформацію, яку умовно можна поділити на три блоки: узагальнююча характеристика поняття, тобто його комплексна ознака; керована підсистема (об'єкт) відносин на фінансовому ринку та функції, які виконує досліджуваний сегмент ринку;
- більшість дослідників схильні визначати фінансовий ринок як систему економічних відносин, що є цілком закономірним, оскільки власне категорія «ринок» являє собою сукупність економічних відносин з приводу купівлі-продажу певного товару, а тому дещо хибним є трактування даної категорії як механізму чи економічного середовища; однак, визначення фінансового ринку як системи інститутів є також логічним з позиції організаційного підходу, але справедливо відзначити, що даний тип ринку охоплює не лише окремі інфраструктурні елементи, а й характеризує їх взаємозв'язок та взаємодію, тому такий підхід не є вичерпним;
- в межах функціональної підсистеми фінансового ринку дослідниками виділяються декілька ключових функцій, головною з яких є мобілізація та перерозподіл фінансових ресурсів між суб'єктами цього ринку; не менш значимою є функція забезпечення обігу об'єкту купівлі-продажу, а також сприяння взаємодії покупців і продавців, встановлення рівноважної ціни як наслідок коливань ринкової кон'юнктури;
- керовану підсистему фінансового ринку науковці представляють по-різному: більшість схильні визначати об'єктом економічних відносин на даному ринку фінансові ресурси, досить популярним також є варіант «фінансові активи» і найменше прихильників у фінансових інструментів.

Слід зазначити, що характеристика саме об'єктної компоненти викликає досить жорсткі суперечності у наукових колах, тому існує об'єктивна необхідність більш глибокого та ґрунтовного дослідження саме даного аспекту.

Перш за все, доцільно зазначити, що об'єктом купівлі-продажу на фінансовому ринку неправильно вважати фінансову послугу, оскільки поняття «послуга», означає чийось діяльність на користь іншого таким чином, що має

місце збіг у просторі й часі процесів виробництва (продукування), реалізації і споживання вартості. В свою чергу, фінансова послуга – це операція з фінансовими активами, що здійснюється в інтересах третіх осіб (тобто операція здійснюється посередником) з метою отримання прибутку або збереження реальної вартості фінансових активів [212]. Однак, слід зауважити, що ключовою функцією фінансового ринку є мобілізація та перерозподіл фінансових ресурсів за допомогою забезпечення обігу різних фінансових інструментів, а тому не можна стверджувати, що на даному ринку обертаються виключно фінансові послуги, оскільки втрачається найважливіша сутнісна характеристика фінансового ринку. В даному випадку слід акцентувати, що фінансова послуга може виступати об'єктом купівлі-продажу саме на ринку фінансових послуг, який хоча і має певні спільні сектори функціонування з фінансовим ринком, однак не ідентичний йому.

Дещо хибним є також підхід, відповідно до якого об'єктом економічних відносин на фінансовому ринку виступають фінансові інструменти, оскільки, по-перше, термінологічно категорія «фінансовий інструмент» є досить суперечливою та неоднозначною, зміст якої є об'єктом наукових дискусій на сьогоднішній день; по-друге, відповідно до найбільш поширеної точки зору на даному етапі розвитку національної економіки, фінансовий інструмент виступає не власне об'єктом купівлі-продажу, а є своєрідним контрактом, який передбачає створення у одного суб'єкту фінансового активу, а у іншого – фінансового зобов'язання, тобто фактично фінансовий інструмент не знаходиться в обігу, а є механізмом формування, трансформації та обігу фінансових активів на фінансовому ринку.

Найбільш дискусійною проблемою є вибір між фінансовими ресурсами та фінансовими активами в процесі ідентифікації товару на фінансовому ринку. В даному випадку, з нашої точки зору, більш науково обґрунтованою є позиція, за якої об'єктом купівлі-продажу на фінансовому ринку виступають саме фінансові активи. Можна виділити декілька детермінант об'єктивності даного припущення, саме:

- трансформація парадигми функціонування фінансового ринку в сучасних умовах, яка характеризується віртуалізацією фінансових операцій, обумовлює виникнення розриву між власниками фінансових ресурсів, джерелами їх формування та кінцевим об'єктом їх інвестування, і, як наслідок, фінансові ресурси втрачають можливість адекватно відображати сучасну специфіку відносин купівлі, продажу, обміну та перерозподілу на фінансовому ринку;
- фінансовий ринок є полісегментним, тобто з інституційної точки зору може бути представлений як сукупність різних секторів, для кожного з яких характерним є специфічний товар, причому на деяких сегментах об'єктом купівлі-продажу є фінансові ресурси (кредитний, депозитний тощо), однак, наприклад, у сегменті цінних паперів чи похідних фінансових інструментів товаром виступають зовсім інші цінності, що унеможливує використання фінансових ресурсів як універсального товару, тоді як фінансовий актив задовольняє усім умовам, адже це поняття може характеризувати як фінансові ресурси, так і цінні папери чи інші види цінностей;
- фінансовий актив як об'єкт купівлі-продажу на фінансовому ринку дозволяє більш повно охарактеризувати весь спектр мотивів суб'єктів економічних відносин, оскільки включає як інструменти, які використовуються у спекулятивних цілях, так і ті, що можуть бути придбані у стратегічних цілях, тоді як фінансові ресурси характеризують переважно операції у коротко- та середньостроковому періоді.

Таким чином, з урахуванням висновків, отриманих на основі критичного огляду наукових підходів до трактування сутності фінансового ринку, можна відзначити, що найбільш доцільно визначати зазначену категорію як сукупність економічних відносин між покупцями, продавцями та посередниками, що виникають з приводу руху вартості, здатної генерувати потенційну економічну вигоду в процесі купівлі, продажу, розподілу та перерозподілу фінансових активів.

З'ясувавши сутнісні характеристики фінансового ринку, необхідно конкретизувати його функції, принципи та структурні компоненти.

Узагальнення та систематизація наукових підходів вчених до виділення функцій фінансового ринку, дозволило сформуванню функціональної системи досліджуваного інституту, представлена у табл. 1.2.

Таблиця 1.2 – Характеристика функцій фінансового ринку (складено автором на основі [272, 274, 159, 225])

Функції	Характеристика функцій
Мобілізаційно-трансформаційна	Залучення фінансових ресурсів від різних суб'єктів-донорів, акумулювання розрізненних заощаджень економічних суб'єктів та їх трансформація за допомогою інструментів фінансового ринку у фінансові активи.
Перерозподільна	Забезпечення процесу трансферу капіталу за допомогою інституцій фінансового ринку від суб'єктів та секторів, що мають надлишок фінансових ресурсів, до учасників економічних відносин, які не здатні самотійно в повному обсязі реалізувати потребу в фінансових ресурсах.
Координуюча	Фінансовий ринок виступає інституцією, яка забезпечує взаємодію покупців і продавців різних фінансових активів і, як наслідок, сприяє збалансуванню попиту та пропозиції на ринку і формуванню рівноважної ціни.
Інформаційна	Фінансовий ринок є своєрідним барометром волатильності національної економіки, а тому дослідження коливань на ньому дозволяють отримати інформацію щодо потенційно можливих сфер інтенсифікації деструктивних та дестабілізаційних процесів.
Стимулююча	Виступаючи посередником в процесі мобілізації, трансформації та перерозподілу фінансових ресурсів, фінансовий ринок сприяє розвитку реального сектору економіки та є стимулятором економічної активності господарюючих суб'єктів.
Захисна	Фінансовий ринок створює передумови для хеджування фінансових ризиків за допомогою використання похідних фінансових інструментів.

Характеристика функцій, які реалізуються фінансовим ринком, дозволяє зрозуміти механізм організації його функціонування. Проте, слід відмітити, що результативність функціонування фінансового ринку обумовлюється послідовністю та об'єктивністю його організаційного та регуляторного апарату. Тому для уніфікації функціонування фінансового ринку доцільно виокремити

та охарактеризувати основні принципи, які мають виступати основою його ефективності. До них можна віднести:

- прозорість – відкритість та доступність інформації щодо стану, основних тенденцій та параметрів розвитку фінансового ринку різним групам зацікавлених осіб;
- ефективність – забезпечення високого рівня результативності функціонування фінансового ринку як інституту, ключовою функцією якого є акумуляція, трансформація та перерозподіл фінансових ресурсів між різними групами суб'єктів; слід відмітити, що від ефективності функціонування фінансового ринку залежить динаміка ділової активності та рівень економічного зростання в країні;
- гнучкість – система управління та регулювання процесами на фінансовому ринку має бути побудована таким чином, щоб максимально швидко та адекватно реагувати на зміни зовнішнього середовища, а також мати високий рівень адаптивності для імплементації та швидкого поширення новітніх фінансових механізмів;
- захист інтересів учасників відносин на фінансовому ринку передбачає створення належних умов для чесного та справедливого здійснення учасниками ринку різноманітних операцій, недопущення зловживань окремими групами суб'єктів та попередження дискримінації;
- нормативна та регулятивна впорядкованість визначає необхідність створення адекватного правового поля функціонування різних суб'єктів на фінансовому ринку з урахуванням національних особливостей, вимог та рекомендацій профільних міжнародних організацій, а також передового світового досвіду та забезпечення ефективного й неупередженого контролю та нагляду з боку національних регуляторів фінансового ринку [274, 259, 105].

Актуальним при дослідженні теоретичних засад функціонування фінансового ринку є визначення його структури за різними класифікаційними ознаками. Насамперед, слід відмітити, що найбільш поширеним є підхід,

запропонований Світовим банком та Міжнародним валютним фондом [325], що передбачає поділ фінансового ринку на дві складові за ознакою строковості активів, а саме: грошовий ринок та ринок капіталів. В свою чергу, грошовий ринок забезпечує купівлю-продаж фінансових активів за допомогою короткострокових фінансових інструментів, тоді як ринок капіталів опосередковує рух середньо- та довгострокових фінансових активів.

Грошовий ринок включає в себе певні структурні елементи, до яких належать: ринок грошей, обліковий сегмент, вапотної сегмент, міжбанківський сегмент та сегмент короткострокових кредитів і депозитів [135]. Для кожного із зазначених інститутів характерним є свій специфічний фінансовий інструмент, який опосередковує рух фінансових активів. Характеризуючи грошовий сегмент, можна відмітити, що даний сектор фінансового ринку дозволяє частково вирішити потребу забезпечення ліквідності в умовах дефіциту короткострокових фінансових ресурсів, а його функціонування, насамперед, обслуговується кредитною системою, яка формується з банківських та небанківських фінансово-кредитних установ, що надають широкий спектр фінансових послуг [100, 217].

Ринок капіталів, у свою чергу, поділяється на фондовий сегмент та сегмент середньо- і довгострокових позик. Обіг фінансових активів у даному секторі має на меті не забезпечення реалізації оперативних цілей управління певного суб'єкту, а носить більш стратегічний характер, саме тому зазначений сегмент фінансового ринку виступає індикатором інвестиційної активності суб'єктів національної економіки.

Досліджуючи структуру фінансового ринку, важливо відзначити, що всі наведені сегменти знаходяться в тісному взаємозв'язку між собою, що, власне, і дозволяє сформувати їх цілісну систему.

Структуризація фінансового ринку за ознакою строковості активів (часовою ознакою) наведена на рис. 1.1.

Відповідно до практики високорозвинутих країн оптимальна структура ринку визначається двома основними ознаками: часовою та інституційною, а



тому існує необхідність характеристики сегментації фінансового ринку і з позиції його інституційної будови.

За інституційною ознакою фінансовий ринок поділяється на сектор прямого та сектор непрямого фінансування. В свою чергу, сектор прямого фінансування передбачає рух фінансових потоків через ринок цінних паперів, який може бути первинним (передбачає рух фінансових активів від емітента до першого інвестора) і вторинним (опосередковує обіг раніше випущених фінансових активів). Разом з тим, вторинний фондовий ринок може бути біржовим (організованим) та позабіржовим (неорганізованим) [264, 267]. Організований (біржовий) сегмент функціонує за встановленими правилами та принципами. Платформою для реалізації угод щодо купівлі-продажу фінансових активів виступають біржі (фондові, валютні тощо). Висока організованість біржового сегменту є передумовою справедливого ціноутворення та адекватності відображення економічних тенденцій на основі динаміки кон'юнктурних коливань. Крім того, організований сегмент має чітко регламентовану та прозору процедуру торгів, а тому забезпечує досить високий рівень захисту інтересів його учасників, а також виконання біржових контрактів. Проте, в даному контексті справедливо зауважити, що для здійснення операцій на організованому сегменті фінансового ринку необхідно пройти низку процедур, зокрема, процес внесення до лістингу та рейтингування, що робить більш поширеним стихійний (неорганізований) сегмент, особливо в країнах з транзитивною економікою, таких як Україна.





Рисунок 1.1 – Структуризація фінансового ринку (складено автором на основі [342, 272, 274])

Разом з тим, неорганізований (позабіржовий, стихійний, вуличний) сегмент фінансового ринку має наступні характерні риси: відсутність (повна чи часткова) організаційних обмежень, зокрема, необхідності здійснення реєстрації угод; високий ступінь ризику, оскільки цінні папери, що обертаються у даному сегменті, переважно не мають жодних гарантій та підтверджень якості, чи взагалі є тими фінансовими інструментами, які не подолали вхідні бар'єри на організованому ринку; значно більша кількість економічних суб'єктів, які укладають угоди порівняно з організованим сегментом; низький рівень захисту прав емітентів та інвесторів; відсутність єдиного механізму ціноутворення тощо [135, 217].

Сектор непрямого фінансування передбачає існування фінансових посередників, які обслуговують рух фінансових активів між суб'єктами економічних відносин на фінансовому ринку. Фінансових посередників, в свою чергу, можна також поділити на банківські установи, тобто юридичні особи, які на підставі банківської ліцензії мають виключне право здійснювати банківські операції, та небанківські фінансово-кредитні установи, тобто організації, що на підставі відповідної ліцензії мають право надавати одну чи кілька фінансових послуг, відмінних від банківських. До даної групи установ входять: ломбарди, кредитні спілки, страхові компанії, лізингові та факторингові компанії, недержавні пенсійні фонди, інститути спільного інвестування тощо [265, 137].

Структуру фінансового ринку також можна охарактеризувати за територіальною ознакою. Відповідно до даного підходу виділяють місцевий, регіональний, національний та світовий фінансові ринки. Причому сукупність ієрархічно нижчих елементів формує фінансовий ринок вищого рівня [273].

Крім того, сегментацію фінансового ринку можна здійснити за ознакою терміновості реалізації укладених угод. За даним критерієм досліджуваний ринок включає два сектори, а саме: сегмент з терміновою реалізацією угод (ринок «снот») та строковий сегмент, тобто з виконанням умов контракту у майбутньому (зазвичай обслуговується обігом похідних фінансових інструментів) [272].

В рамках дослідження ключових концептуальних засад функціонування фінансового ринку, одним з найважливіших завдань є ідентифікація його впливу на економічне зростання. Напрацювання науковців у даному напрямку систематизовано на рис. 1.2.

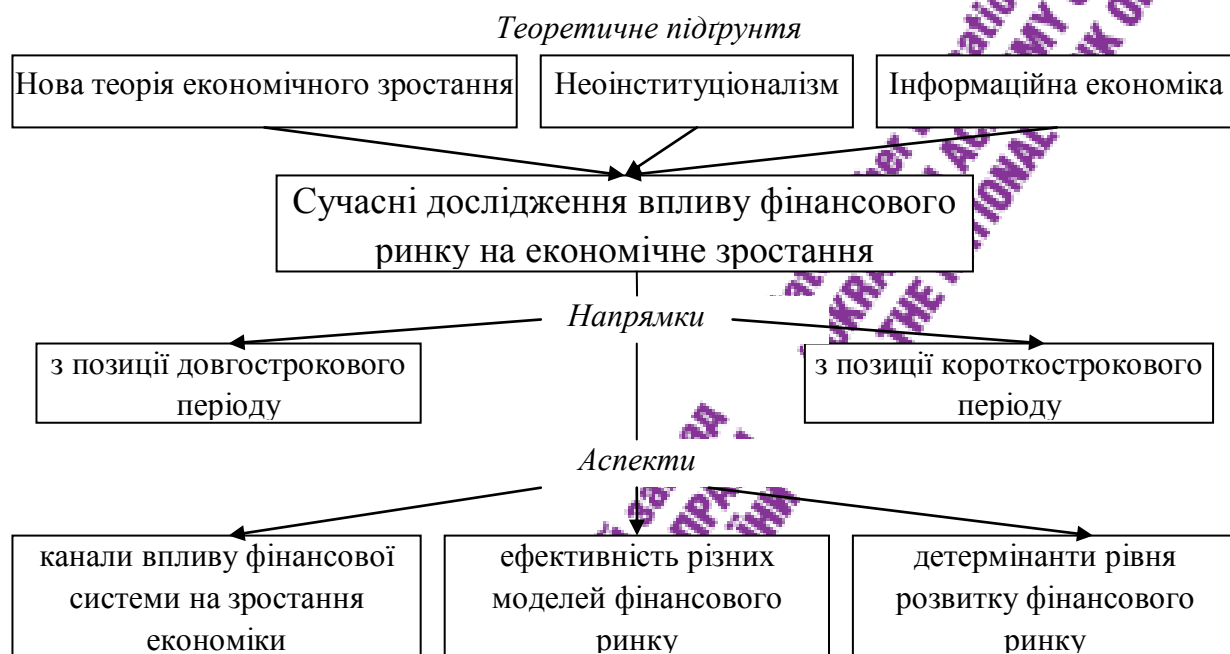


Рисунок 1.2 – Сучасні дослідження впливу фінансового ринку на економічне зростання (авторська розробка)

Слід відмітити, що на сьогоднішній день сформувалися дві полярні позиції науковців щодо ролі фінансового ринку у забезпеченні економічного зростання. Перша група дослідників, презентована нобелівським лауреатом Р. Лукасом [272] та Дж. Робінсон [355] відзначає, що зв'язок між динамікою фінансового ринку та економічним зростанням є несуттєвим. Крім того, фінансовий ринок взагалі не виступає тригером економічного зростання, а є лише індикатором економічної активності суб'єктів реального сектору економіки, тобто попит на фінансові ресурси та активи, що є об'єктом купівлі-продажу на фінансовому ринку, формується як відповідь на запит суб'єктів господарювання.

Однак, друга група науковців, серед яких Дж. Хікс [331], М. Міллер [345], Й. Шумпетер [275], Р. Голдсміт [320], А. Гельб [317], П. Руссо, Р. Силла [358] та інші визнають наявність позитивного зв'язку між рівнем розвитку фінансового ринку та економічним зростанням. В своїх дослідженнях вони доводили висунуту гіпотезу на основі аналізу історичного розвитку таких держав, як Велика Британія, Голандія, США та Японія у контексті ідентифікації факторів, які призвели до масштабної трансформації національної економіки, переходу до якісно нового рівня розвитку та віднесення зазначених країн до групи високорозвинутих, і дійшли висновку, що саме укріплення фінансових ринків, активізація використання різних фінансових інструментів та бурхливий розвиток фінансової інфраструктури обумовили динамічність та високу ефективність зазначених змін. Науковцями даної групи також визнається виключна роль банківського сектору як ключового елементу фінансового ринку у забезпеченні економічного зростання.

Слід відмітити, що більшість авторів, проводячи дослідження наявності зв'язку між показниками розвитку фінансового сектору та параметрами економічного зростання, визначають більш адекватний прояв позитивної кореляції у довгостроковій перспективі.

Одним з найбільш важливих аспектів дослідження даної проблематики є визначення впливу ефективності різних моделей організації фінансового ринку на економічне зростання в країні. Так, численні дослідження доводять, що більший рівень кореляції між динамікою фінансового ринку та економічним зростанням спостерігається у високорозвинутих країнах, тоді як для країн з транзитивною економікою даний сектор не стимулює зростання ВВП [218, 305, 339]. Крім того, англо-американська модель фінансового ринку, що передбачає існування розвинутої мережі небанківських фінансово-кредитних установ та активне використання інструментів фондового ринку, є більш прийнятною для розвинутих країн, тоді як континентальна (банкоцентрична) дозволяє забезпечити економічне зростання в країнах з транзитивною економікою, оскільки перерозподіл фінансових ресурсів в економіці, для якої характерна

така модель, здійснюється через банківський сектор, який є менш залежним від інституційного середовища та характеризується нижчим ступенем вірогідності асиметрії інформації.

Разом з тим, дослідниками Світового банку було здійснено оцінку можливих каналів впливу фінансового ринку на економічне зростання з використанням параметрів, які відображають рівень розвитку фінансового ринку в цілому та його структурних компонентів. До таких каналів можна віднести банківський та фондовий сегменти. Отримані результати дозволили зробити висновок про вищу ефективність каналу банківського сегменту для транзитивної економіки та каналу фондового сегменту для високорозвинутих країн [81].

Крім того, важливим аспектом у контексті дослідження ролі фінансового ринку є ідентифікація детермінант його розвитку, до яких можна віднести: рівень розвитку інфраструктури; стан конкурентного середовища, наявність (відсутність) бар'єрів для входу на фінансовий ринок; адекватність, комплексність та уніфікованість до міжнародних стандартів нормативно-правової бази, що спрямована на регулювання функціонування фінансового ринку; рівень лояльності суб'єктів економічних відносин щодо використання інструментів фінансового ринку та достатність фінансових ресурсів; номенклатура фінансового ринку тощо [310, 144].

Таким чином, можна підсумувати, що між динамікою фінансового ринку та економічним зростанням існує позитивний зв'язок, який обумовлений збільшенням можливостей економічних суб'єктів щодо швидкого та своєчасного задоволення потреби у фінансових ресурсах, які, у свою чергу, використовуються для фінансування розширеного відтворення. Разом з тим, доцільно зазначити, що ефективність фінансового ринку у процесі стимулювання економічної активності визначається впливом низки факторів, які відображають специфіку моделі організації фінансового ринку в країні, рівень розвитку національної економіки, домінування певного сегменту ринку в

якості основного каналу здійснення фінансових операцій та обігу фінансових активів тощо.

З метою реалізації завдання щодо ідентифікації проблем та перспектив розвитку фінансового ринку України, доцільно проаналізувати основні статистичні показники діяльності різних груп суб'єктів, які функціонують на ньому. Враховуючи, що найбільш розвинутим сегментом фінансового ринку є банківський сектор, цілком логічно розпочати аналітичний блок даного дослідження саме з оцінки тенденцій його розвитку. Отже, перш за все, необхідно оцінити кількісний склад банків України (табл. 1.3).

Таблиця 1.3 – Показники динаміки кількості банків в Україні за період 2005-2013 рр. [239]

Показник	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Кількість банків, включених до Державного реєстру банків	186	193	198	198	197	194	198	176	183
у тому числі зареєстровано протягом	5	13	6	7	5	3	4	4	7
Кількість банків, які мають банківську	165	170	175	184	182	176	176	175	180
з них банки за участю іноземного капіталу	23	35	47	53	51	55	53	53	51
у тому числі зі 100% іноземним капіталом	9	13	17	17	18	20	22	22	21
Кількість банків, які мають ліцензію санаційного банку	-	-	-	-	-	-	-	1	1
Кількість банків, у яких припинено або зупинено здійснення окремих банківських операцій	17	11	9	7	7	2	11	5	5
Кількість банків, у яких відкликано банківську ліцензію	1	5	2	1	8	9	4	4	2
Кількість банків, виключених з Державного реєстру банків	1	6	1	7	6	6	-	26	-
у тому числі у зв'язку з реорганізацією	-	2	1	1	-	2	-	2	-
у зв'язку з ліквідацією	1	4	-	6	6	4	-	1	-

На основі даних табл. 1.3 можна констатувати, що в Україні кількість банків не є волатильною величиною, тобто коливання абсолютної зміни даного показника протягом 2005-2013 рр. є незначним. Найбільша кількість банків, включених до Державного реєстру, була зафіксована у 2007, 2008 та 2011 роках – 198 установ, тоді як найменшим цей показник був у 2012 році – 176 банків. Таке значне зменшення кількості зареєстрованих банків пояснюється

тим, що з березня 2012 року до Державного реєстру не включаються банки, які знаходяться в процесі ліквідації. Необхідно також акцентувати, що серед банків, які мають банківську ліцензію, близько третини – банки з участю іноземного капіталу, тобто такі, частка іноземного інвестора у статутному капіталі яких становить понад 10%, причому з них близько 15% – повністю іноземні банки.

Важливо підкреслити, що в 2012-2013 рр. в Україні з'явився санаційний банк, створення якого обумовлене необхідністю захисту інтересів вкладників та інших кредиторів банків, що набуває особливої актуальності в умовах значної волатильності зовнішнього середовища, високого рівня наднаціональної інтегрованості фінансових ринків окремих країн, негативні наслідки яких призвели до суттєвої дестабілізації національної банківської системи внаслідок фінансової кризи 2007-2008 рр. Так, на сьогоднішній день обов'язки санаційного банку в Україні офіційно виконує «Родовід Банк», головним завданням якого є управління проблемними активами банків України. Слід також відмітити, що досить позитивним є порівняно невисокі показники кількості банків, які втратили банківську ліцензію чи були ліквідовані, що може бути свідченням адекватного рівня стабільності та ефективності функціонування банків України протягом досліджуваного періоду.

Після з'ясування ключових тенденцій динаміки кількості банківських установ, доцільно перейти безпосередньо до оцінки показників, які відображають ефективність та результативність функціонування даного сегменту фінансового ринку. Одним із найважливіших показників, які відображають динаміку розвитку банківського сектору та визначають його перспективи, є облікова ставка НБУ, а також інші процентні ставки, які встановлюються центральним банком країни за операціями з комерційними банками, оскільки саме від їх динаміки залежатиме інтенсивність розвитку та рівень попиту на основні банківські продукти, такі як кредити, депозити тощо.

Динаміка основних процентних ставок, розмір яких регламентує НБУ, за період 2005-2013 рр. приведена у табл. 1.4.



На основі даних табл. 1.4 можна відмітити, що облікова ставка НБУ є достатньо волатильною, що обумовлено специфікою заходів грошово-кредитного регулювання. Дана процентна ставка була максимальною у період активізації деструктивного впливу світової фінансової кризи. Її розмір у 2008 році становив 12%, у 2009 – 10,25%, тоді як вже з 2010 року відбулося стрімке її скорочення, причому протягом 2010-2011 рр. спостерігався період відносної стабілізації, для якого характерною була фіксація значення облікової ставки НБУ на рівні 7,75 %.

Таблиця 1.4 – Ставки НБУ за різними видами кредитних операцій за період 2005-2013 рр., % [40]

Період	Облікова ставка НБУ	Середньозважена ставка за всіма фінансовими інструментами	у тому числі						
			кредити, надані шляхом проведення тендера	кредити овернайт	операції репо	кредити рефінансування під заставу майнових прав	стабілізаційні кредити	операції своп	інші кредити
2005	9,5	14,7	12,9	14,9	12,0	–	15,0	–	–
2006	8,5	11,5	10,4	12,1	10,7	8,5	–	9,5	–
2007	8,0	10,1	10,0	11,1	–	8,3	–	–	–
2008	12,0	15,3	16,6	16,0	13,8	–	–	15,1	14,1
2009	10,25	16,7	20,6	18,1	21,6	–	–	23,1	16,0
2010	7,75	11,6	11,1	11,3	9,4	–	–	–	11,9
2011	7,75	12,4	12,5	9,4	12,6	–	–	–	–
2012	7,5	8,1	7,7	8,8	7,9	–	9,5	–	–
2013*	6,5	6,6	6,5	7,5	6,5	–	9,5	–	–

\* - дані наведено станом на 01.10.2013 р.

Необхідно також відмітити, що, починаючи з 2008 року, прослідковується тенденція до скорочення облікової ставки, яка досягнула мінімального рівня (6,5%) у 2013 році. Процентна політика НБУ протягом даного періоду була спрямована на підтримання стабільності та адекватного рівня ліквідності банківського сектору, нейтралізації девальваційного та інфляційного навантаження.

Окрім облікової ставки, НБУ регламентує також низку інших відсоткових ставок, наприклад, за кредитами овернайт, репо, своп, кредитами

рефінансування тощо. Оцінити динаміку коливань розміру зазначених ставок можна за допомогою показника, який відображає середньозважену ставку за всіма фінансовими інструментами. Середньозважена ставка на декілька відсотків вища за облікову ставку НБУ, причому максимальний розрив між даними ставками спостерігався у 2009 році (6,45%), а мінімальний – у 2013 році (0,1%).

Наступним етапом в контексті дослідження основних тенденцій функціонування банківського сектору як одного з головних сегментів фінансового ринку має стати оцінка динаміки базових активів, які виступають об'єктом економічних відносин на даному ринку, а саме кредитів та депозитів (рис. 1.3-1.7).



Рисунок 1.3 – Структура депозитів, залучених депозитними корпораціями України (крім Національного банку України) у розрізі строків за період 2005-2013 рр., млн. грн. [239]

Дані, представлені на рис. 1.3, ілюструють зростання загальної вартості депозитів протягом 2005-2013 рр., незначне скорочення відбулося лише у 2009 році, що є цілком закономірним, зважаючи на значну дестабілізацію

банківського сектору та погіршення довіри населення до даного сегменту. Разом з тим, в структурі залучених депозитів переважають короткострокові (терміном до 1 року), що можна пояснити домінуванням вкладів фізичних осіб у структурі депозитних ресурсів, для яких характерним є період вкладень до 1 року. Однак, протягом 2011-2013 рр. цей дисбаланс поступово згладжується, що можна пояснити як загальним відновленням економіки, так і зростанням лояльності вкладників, обумовленим створенням в Україні Фонду гарантування вкладів фізичних осіб.



Рисунок 1.4 – Структура кредитів, наданих депозитними корпораціями України (крім Національного банку України) у розрізі строків за період 2005-2013 рр., млн. грн. [239]

Наведені на рис. 1.4 дані дозволяють відмітити обернену до депозитного ринку ситуацію з кредитними операціями, а саме превалювання в структурі виданих кредитів середньо- та довгострокових запозичень, що можна пояснити не стільки кількісним домінуванням довгострокового кредитування, скільки переважанням суми таких кредитів, адже, наприклад іпотечні кредити, які за

свою природою є довгостроковими, на декілька порядків перевищують вартість наданих кредитів на поточні споживчі потреби. Сектор банківського кредитування є відносно стабільним, оскільки протягом 2008-2013 рр. коливання абсолютних значень у даному сегменті є несуттєвим. Разом з тим, доцільно відмітити, що розвиток кредитного сегменту у 2005-2008 рр. характеризується високою динамічністю, оскільки з кожним наступним періодом сумарна вартість наданих кредитів зростала майже вдвічі, а загальна сума кредитів порівняно з 2005 роком зросла більше, ніж у 6 разів. Причому більш стрімкими темпами відбувалося зростання короткострокових кредитів (більш ніж у 7 разів) порівняно з середньо- та довгостроковими кредитами, вартість яких збільшилась майже у 5,4 рази.



Рисунок 1.5 – Структура депозитів, залучених депозитними корпораціями України (крім Національного банку України) у розрізі валют за період 2005-2013 рр., млн. грн. [239]

Валютну структуру депозитних операцій можна оцінити за даними рис. 1.5. На основі представленої статистичної інформації можна відмітити превалювання депозитів у національній валюті, однак у 2010-2011 рр. ситуація змінюється в бік переважання депозитів в іноземній валюті, що можна

пояснити нестабільністю гривні у посткризовий період та значними темпами інфляції, а тому більш оптимальним з позиції збереження вартості фінансових ресурсів було саме заощадження коштів в іноземній валюті.

Структура кредитів у розрізі валют представлена на рис. 1.6. Наведені дані демонструють переважання кредитів в національній валюті, однак, рівень диспропорції за кредитами у розрізі валют є не настільки суттєвим, як за депозитами.

Така ситуація може бути обумовлена домінуванням в структурі запозичень середньо- та довгострокових кредитів, що, враховуючи цільове призначення залучення клієнтами банків фінансових ресурсів (наприклад, придбання нерухомості, промислового обладнання чи транспортних засобів) визначається раціональністю та необхідністю розрахунків за даними операціями саме в іноземній валюті.

Важливим критерієм оцінки ефективності та стабільності банківського сектору є порівняння обсягів залучених депозитів та наданих кредитів (рис. 1.6), оскільки оцінка розриву між даними показниками дозволяє охарактеризувати рівень кредитної емісії комерційними банками.

Так, за даними рисунку можна відзначити поступове зростання дисбалансу між досліджуваними показниками протягом 2005-2009 рр., причому саме кризовий період (2008-2009 рр.) характеризувався стрімким збільшенням та максимізацією диспропорцій у рівнях зазначених індикаторів, спровокованих зростанням обсягів кредитування, тоді як починаючи з 2010 року прослідковується тенденція до скорочення даного вартісного лагу переважно за рахунок збільшення вартості залучених депозитів, що є позитивною тенденцією, адже сприяє підвищенню рівня стабільності банківського сектору та скороченню ризику неплатоспроможності банку у разі активізації дестабілізаційних процесів на фінансовому ринку.

В рамках дослідження динаміки та тенденцій розвитку фінансового ринку, слід відмітити, що банківська система та фондовий ринок виступають тими його структурними елементами, на які покладено завдання оптимального

перерозподілу фінансових ресурсів між суб'єктами-донорами та реципієнтами тимчасово вільних грошових заощаджень, а тому саме ці структурні елементи сприяють залученню інвестицій у реальний сектор економіки.



Рисунок 1.6 – Структура кредитів, наданих депозитними корпораціями України (крім Національного банку України) у розрізі валют за період 2005-2013 рр., млн. грн. [239]

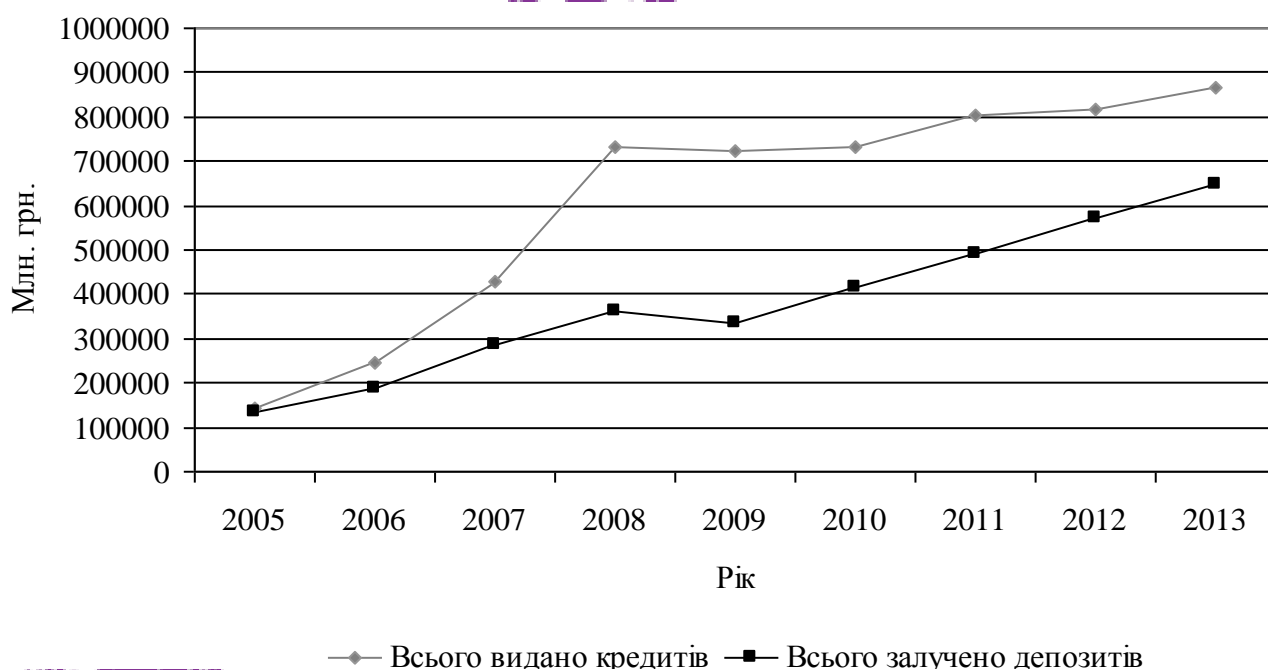


Рисунок 1.7 – Обсяг кредитів та депозитів, створених депозитними корпораціями України (крім Національного банку України) за період 2005-2013 рр., млн. грн. [239]

Враховуючи цей факт, доцільно проаналізувати дані, представлені на рис. 1.8, що відображають результативність зазначених сегментів у напрямку залучення довгострокових інвестицій в економіку.



Рисунок 1.8 – Порівняльна характеристика обсягу залучених довгострокових інвестицій в економіку за допомогою інструментів банківського сектору та фондового сегменту фінансового ринку за період 2008-2012 рр., млрд. грн.

[218]

Представлена на рис. 1.8 статистична інформація дозволяє зробити висновок про більший рівень ефективності банківського сектору у сфері залучення довгострокових інвестицій в економіку, що підтверджується переважанням вартості довгострокових кредитів над вартістю угод, що реалізовані з довгостроковими цінними паперами. Але, паралельно з цим, справедливо зауважити, що розрив між абсолютними значеннями досліджуваних показників є несуттєвим, що є позитивною тенденцією, оскільки фондовий сегмент фінансового ринку України хоча і виступає тим його сектором, який розвивається досить динамічно, проте все ще не досягнув рівня розвитку провідних країн світу. Незначний вартісний лаг між досліджуваними

показниками підтверджує зростання рівня лояльності суб'єктів фінансового ринку до залучення фінансових ресурсів не лише за допомогою банківських запозичень, а й з використанням фінансових інструментів ринку цінних паперів.

Продовжуючи дослідження тенденцій розвитку фондового сегменту фінансового ринку України, варто проаналізувати дані, представлені на рис. 1.9.

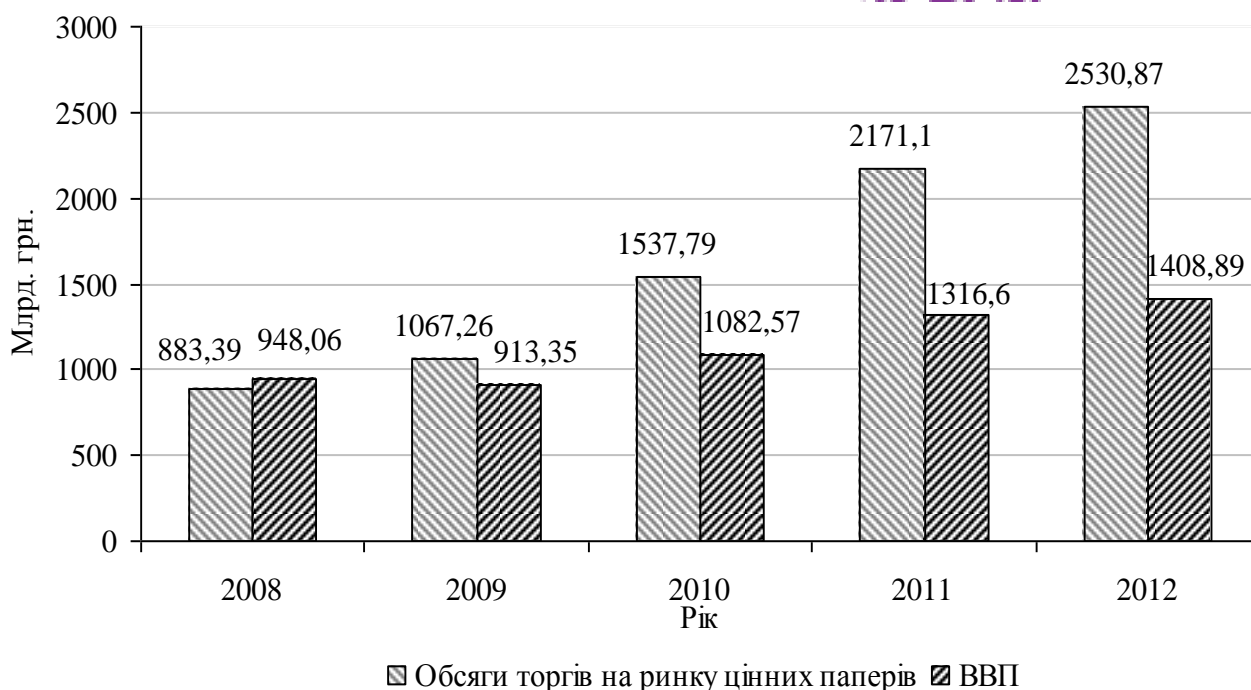


Рисунок 1.9 – Порівняльна характеристика обсягу торгів на фондовому сегменті фінансового ринку України та ВВП за період 2008-2012 рр., млрд. грн. [218]

Динаміка статистичних показників, наведена на рис. 1.9, дає можливість зробити висновок про стрімке зростання обсягу торгів на ринку цінних паперів, що є свідченням інтенсивного розвитку та його популяризації.

Найбільш динамічним періодом є 2011-2012 рр., оскільки протягом цих років обсяг торгів на фондовому сегменті майже вдвічі перевищує вартість виробленого ВВП країни.



Аналізуючи особливості розвитку ринку цінних паперів, важливо здійснити оцінку не лише параметрів, що характеризують динаміку показників щодо обсягу укладених угод в цілому, але й зосередити увагу на аналізі статистичної інформації, яка відображає масштаб здійснюваних операцій на його організованому сегменті, оскільки стихійність операцій з цінними паперами є однією з головних проблем вітчизняного фондового ринку, тоді як про високий рівень його розвитку можна говорити лише у випадку, коли основна частка контрактів укладається саме на організаторах торгівлі. Інформація щодо обсягу та питомої ваги біржових контрактів представлена на рис. 1.10.

Дані рис. 1.10 дозволяють констатувати позитивну тенденцію до збільшення обсягу біржових контрактів, укладених на організаторах торгівлі, причому досить позитивним є факт стрімкого зростання даного показника протягом 2010-2012 рр.

Однак, попри суттєве збільшення абсолютних значень обсягу біржових угод, частка організованого сегменту в загальному обсязі торгів залишається порівняно стабільною протягом цих років і знаходиться в межах 10-13%.

Одним з головних організаторів торгівлі вітчизняного фондового ринку є ПАТ «Фондова біржа ПФТС», на яку припадає майже третина усіх біржових контрактів, укладених на організованому сегменті, що обумовлює необхідність більш детального дослідження показників діяльності даної установи (рис. 1.11).

Наведені на рис. 1.11 дані ілюструють відсутність стійкої тенденції щодо обсягу торгів на ПФТС. Так, мінімальних значень протягом досліджуваного періоду даний показник набував у 2005, 2009 та 2013 роках, тоді як 2011-2012 рр. характеризуються підвищеною активністю на біржі.

Динаміку торгів на досліджуваній біржі також ілюструє індекс ПФТС, який розраховується за цінами угод, укладеними з найбільш ліквідними акціями 20 емітентів, які представляють основні сектори економіки. Даний індекс було засновано 01.10.1997 року і його базовим рівнем вважається 100 пунктів.

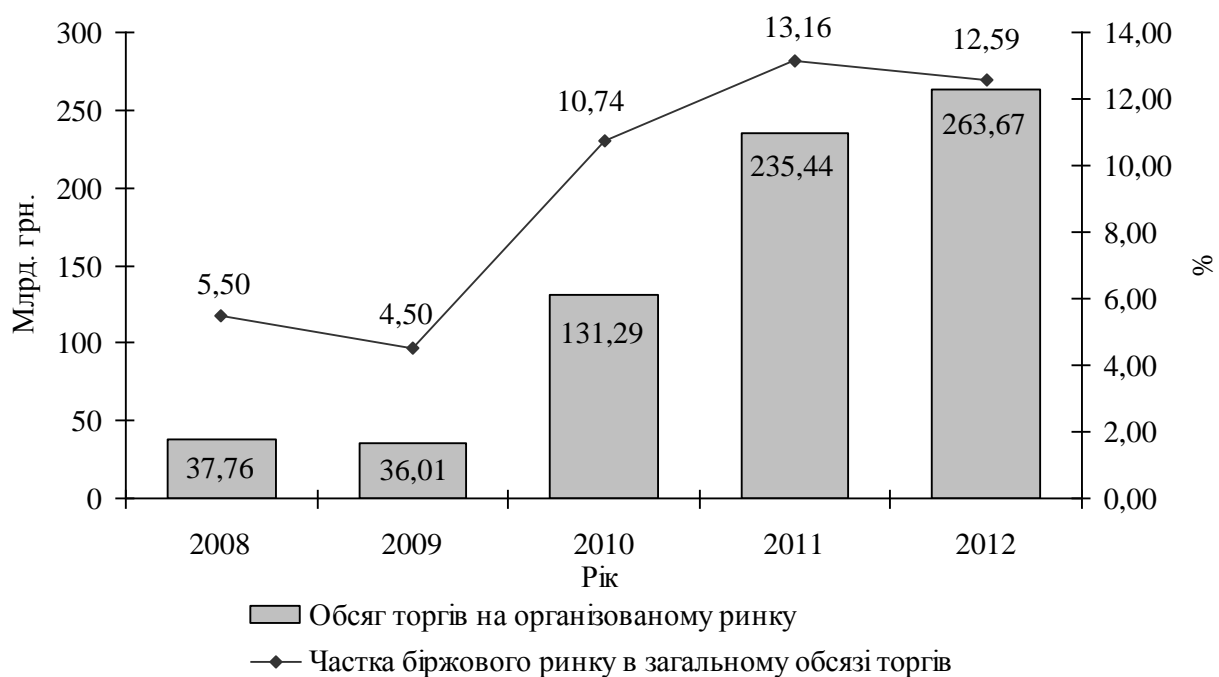


Рисунок 1.10 – Динаміка обсягу біржових контрактів з цінними паперами на організаторах торгівлі України та частка біржового сегменту у загальному обсязі торгів за період 2008-2012 рр. [218]

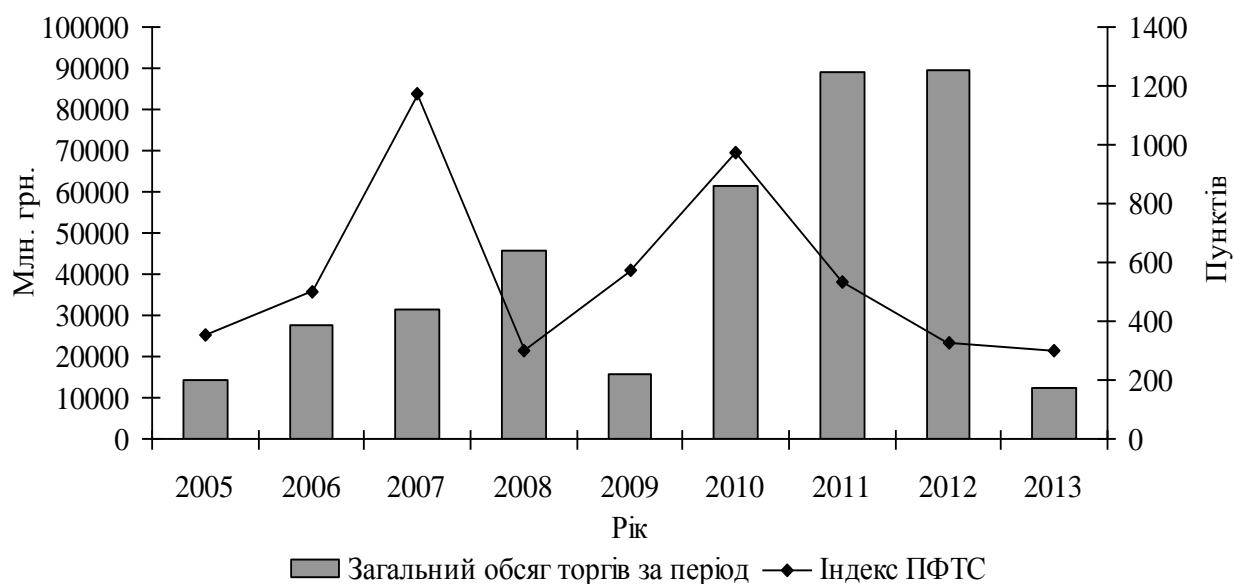


Рисунок 1.11 – Динаміка загального обсягу торгів та індексу ПФТС за період 2005-2013 рр. [239]

Таким чином, можна відмітити, що динаміка індексу ПФТС дещо відрізняється від динаміки обсягів торгів, особливо помітні диспропорції у 2007, 2011 та 2012 роках. Крім того, необхідно зауважити, що попри досить високі значення показника обсягу торгів у 2011-2012 рр., рівень індексу протягом цього періоду був низьким і наближався до базової відмітки, що може бути свідченням загострення проблем як у фондовому сегменті фінансового ринку в цілому, так і за сектором корпоративних цінних паперів зокрема.

Тенденції розвитку фондового ринку доцільно досліджувати і в розрізі окремих активів, а тому необхідно проаналізувати дані, представлені у табл. 1.5.

На основі інформації, представленої у табл. 1.5, можна відмітити, що основна частка торгів припадає на акції та облігації підприємств, крім того, високим даний показник є і для державних облігацій, хоча й лише протягом 2010-2012 рр.

Спостерігається тенденція до скорочення обсягів емісії акцій, особливо протягом 2010-2012 рр., тоді як обсяг торгів акціями є порівняно високим саме у даному періоді. Незначним є також обсяг зареєстрованих випусків облігацій, але спостерігається обернена тенденція до його збільшення у 2010-2012 рр., що супроводжується і зростанням обсягу торгів.

Незначним є як обсяг зареєстрованих випусків, так і обсяг торгів облігаціями місцевих позик, що пояснюється обмеженням бюджетного законодавства. Натомість, найбільш динамічний темп зростання за обсягами торгів спостерігається за облігаціями державної позики, що обумовлено активним використанням саме даного інструменту як у сфері грошово-кредитного регулювання, так і в напрямку залучення додаткових фінансових ресурсів для покриття дефіциту державного бюджету чи реалізації інших державних програм.

Таблиця 1.5 – Основні показники діяльності на фондовому ринку України за групами активів за період 2008-2012 рр., млрд. грн. [218]

Показник	2008	2009	2010	2011	2012
Обсяг зареєстрованих випусків акцій	46,14	101,07	40,59	58,16	15,84
Обсяг торгів акціями	352,82	470,73	556,25	636,07	591,86
Обсяг зареєстрованих випусків облігацій підприємств	31,35	10,11	9,49	35,91	51,39
Обсяг торгів облігаціями підприємств	205,21	81,13	69,50	103,70	124,89
Обсяг зареєстрованих випусків облігацій місцевих позик	0,97	0,37	0,00	0,58	5,68
Обсяг торгів облігаціями місцевих позик	2,20	0,66	0,50	1,67	7,48
Обсяг торгів ОВДП	62,49	98,99	354,12	855,55	1217,06
Обсяг торгів похідними фінансовими інструментами	0,27	0,10	3,75	23,99	24,91
Обсяг зареєстрованих випусків цінних паперів інститутів спільного інвестування	74,26	51,11	45,47	84,52	34,04
Обсяг торгів цінними паперами інститутів спільного інвестування	43,94	76,31	115,49	114,42	137,74
Обсяг зареєстрованих випусків інвестиційних сертифікатів пайових інвестиційних фондів	65,37	47,21	36,60	75,75	19,96
Обсяг зареєстрованих випусків акцій корпоративних інвестиційних фондів	8,89	3,90	8,87	8,77	14,08
Обсяг торгів позабіржовими фінансовими інструментами	216,49	339,36	441,77	435,72	426,92

Позитивним є факт зростання обсягу торгів за цінними паперами інститутів спільного інвестування та корпоративних інвестиційних фондів, що є

проявом підвищення інвестиційної активності на фондовому сегменті фінансового ринку та поглибленням лояльності суб'єктів до даного сектору. Однак, разом з тим, негативною є тенденція, яка характеризує пасивність учасників ринку цінних паперів щодо реалізації угод за похідними фінансовими інструментами, оскільки вони виступають досить ефективним механізмом хеджування фінансових ризиків, а низька популярність даного сектору є свідченням недостатнього розвитку фондового ринку України на сучасному етапі його розвитку.

Окремо слід констатувати, що досить високим є показник обсягу торгів позабіржовими фінансовими інструментами, однак, враховуючи той факт, що даний сегмент ринку представлений низкою фінансових активів, таких як ощадні сертифікати, іпотечні цінні папери, сертифікати фондів операцій з нерухомістю, депозитні сертифікати НБУ, векселі та ін., високе значення досліджуваного параметру обумовлене не популярністю даних видів фінансових інструментів, а масштабністю самої групи, тоді як обсяг торгів за кожним конкретним активом є невисоким. В структурі позабіржових фінансових інструментів найбільша частка обсягу торгів припадає на векселі, що може бути свідченням активізації їх ролі як засобу розрахунків.

Підбиваючи підсумки аналізу основних індикаторів функціонування фондового ринку, можемо впевнено констатувати, що він динамічно розвивається, але все ще не може конкурувати з фондовими ринками високорозвинутих країн, а також, попри помітний прогрес, досі не здатний виступати як ефективний механізм залучення та перерозподілу фінансових ресурсів між секторами економіки. Незважаючи на це, позитивною є тенденція до зростання загального обсягу торгів, підвищення частки угод, укладених на організованих платформах та збільшення популярності акцій та боргових цінних паперів як фінансових активів.

Продовжуючи дослідження тенденцій розвитку фінансового ринку, окремо слід зупинитися на аналізі ефективності діяльності окремих груп фінансових посередників (табл. 1.6-1.9).

Таблиця 1.6 – Показники діяльності кредитних спілок України у 2005-2012 рр. [178]

Показники	Період							
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Кількість зареєстрованих кредитних спілок (на кінець періоду), од.	723,0	764,0	800,0	829,0	755,0	659,0	613,0	617,0
Кількість членів, тис. осіб	1236,0	1791,4	2391,6	2669,4	2190,3	1570,3	1062,4	1095,9
Активи, млн. грн.	1938,4	241,2	5260,6	6064,9	4218,0	3432,2	2386,5	2656,9
Капітал, млн. грн.	671,0	1097,9	1551,5	1714,0	765,8	1117,3	942,9	1088,7
Дохід, млн. грн.	456,8	759,7	1288,5	1799,9	1086,1	706,2	672,2	755,1
Витрати, млн. грн.	368,7	610,9	1073,1	1642,0	1533,0	681,8	585,5	625,8
Нерозподілений дохід (непокритий збиток), млн. грн.	15,5	24,4	6,4	-67,6	-612,5	-247,0	-7,3	67,7
Кредити надані членам спілки (залишок на кін. періоду), млн. грн.	1438,5	2596,7	4512,3	5572,8	3909,1	3349,5	2237,4	2531,0
Обсяг кредитів, наданих членам спілки (за період), млн. грн.	2434,3	4253,9	6381,0	6908,8	2415,9	2134,9	2319,2	2665,7
Кількість кредитів, наданих членам спілки (за період), одиниць	663539,0	958499,0	856848,0	680316,0	289633,0	300319,0	280898,0	266213,0
Внески членів спілки на депозитні рахунки (залишок на кін. періоду), млн. грн.	1137,6	1926,5	3451,2	3951,1	2959,3	1945,0	1185,5	1287,5
Заборгованість за неповерненими та простроченими кредитами (залишок на кін. періоду), млн. грн.	93,1	156,9	283,5	675,0	2610,0	1643,8	1574,6	1750,7

Проведемо аналіз показники діяльності кредитних спілок (табл. 1.6). Загальновідомо, що кредитні спілки – це неприбуткові організації, головним завданням яких є не отримання прибутку, а надання різного роду фінансових послуг (головним чином, кредитних та депозитних) їх членам. Фінансовою основою реалізації покладених на кредитну спілку завдань є акумульовані внески її учасників. Крім того, кредитування одних членів кредитної спілки здійснюється за рахунок депозитних внесків інших, що дозволяє частково нівелювати вимоги до кредитоспроможності позичальника і зробити процедуру надання та оформлення кредиту більш доступною та прозорою.

Аналізуючи показники діяльності кредитних спілок, перш за все, необхідно відзначити волатильність кількості даних фінансових інститутів з

тенденцією до їх значного скорочення протягом 2008-2012 рр., що цілком закономірно супроводжується зменшенням кількості членів. До негативних тенденцій слід також віднести динаміку розміру активів кредитних спілок, які майже втричі скоротилися у порівнянні з відповідним показником 2008 року. Паралельно з цим спостерігається впевнене скорочення доходів та витрат кредитних спілок, що в кінцевому підсумку призводить до збитковості в 2008-2011 рр. Найбільш збитковим був 2009 рік, в якому непокритий збиток складав 612,5 млн. грн. і лише у 2012 році ситуація дещо стабілізувалася, що відобразилося у позитивних фінансових результатах. Незважаючи на це, негативною є тенденція до зростання заборгованості за неповерненими та простроченими кредитами. В цілому можна зробити висновок, що сектор кредитних спілок є досить нестабільним та характеризується підвищеним рівнем ризику.

Дані табл. 1.7 ілюструють основні показники діяльності недержавних пенсійних фондів. Перш ніж перейти до безпосереднього аналізу результативності даного типу парабанківських установ, акцентуємо, що недержавні пенсійні фонди є відносно новим типом фінансових установ в Україні, але досвід високорозвинутих країн свідчить про їх високу ефективність та провідну роль у забезпеченні високого рівня добробуту населення, особливо осіб пенсійного віку. Загалом, недержавний пенсійний фонд є юридичною особою, яка здійснює акумулювання внесків вкладників, а потім розміщує свій капітал у довгострокові активи, що дозволяє зберігати вартість вкладів, а також забезпечує отримання додаткового доходу вкладниками. Проте, структура пенсійного забезпечення в Україні не дозволяє недержавним пенсійним фондам широко провадити свою діяльність, хоча перехід до трирівневої системи пенсійного забезпечення в Україні, що активно обговорюється в урядових колах, обумовлює перспективність цих організацій.

В цілому, даний фінансовий інститут є досить ефективним механізмом залучення фінансових ресурсів та збереження вартості вкладених активів, однак, його ефективне функціонування та висока результативність можлива лише в умовах нормативної урегульованості та високого ступеня лояльності

населення і рівня розвитку економіки, а тому Україна на сучасному етапі свого розвитку не може використовувати всі переваги, які надає дана фінансова установа.

Таблиця 1.7 – Показники діяльності недержавних пенсійних фондів України у 2005-2012 рр. [180]

Показники	Період							
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Кількість фондів (на кінець періоду), од.	54,0	79,0	96,0	109,0	107,0	101,0	96,0	94,0
Пенсійні активи (наростаючим підсумком з початку діяльності), млн. грн.	46,0	142,0	281,0	612,0	857,9	1144,3	1386,9	1660,1
Кількість учасників за укладеними пенсійними контрактами (наростаючим підсумком з початку діяльності), тис. осіб	88,4	193,3	278,7	482,5	497,1	569,2	594,6	584,8
Кількість укладених пенсійних контрактів (наростаючим підсумком з початку діяльності), тис. шт.	30,6	41,5	55,9	62,3	62,5	69,7	75,0	61,4
Загальна сума пенсійних внесків (наростаючим підсумком з початку діяльності), млн. грн.	36,4	114,4	234,4	582,9	754,6	925,4	1102,0	1313,7
Сума інвестиційного доходу (наростаючим підсумком з початку діяльності), млн. грн.	9,7	45,3	68,1	86,8	236,7	433,0	559,9	620,3
Здійснено пенсійних виплат (наростаючим підсумком з початку діяльності), млн. грн.	1,7	4,0	9,1	27,3	90,1	158,2	208,9	251,9
Сума витрат, що відшкодовуються за рахунок пенсійних активів (наростаючим підсумком з початку діяльності), млн. грн.	1,3	6,1	16,6	31,6	47,1	64,6	86,6	106,6

Як свідчать наведені дані, кількість недержавних пенсійних фондів в Україні є порівняно стабільною протягом 2007-2012 рр., а поступове зростання усіх кількісних показників дозволяє зробити висновок про значні перспективи розвитку даного сегменту за умови синхронізації його функціонування відповідно до стандартів розвинутих країн.



Наведені в табл. 1.8 дані ілюструють динаміку ключових показників діяльності лізингодавців та фінансових компаній в Україні. Слід відзначити, що в цілому дані фінансові установи надають у платне користування юридичним особам основні засоби, що, в свою чергу, дозволяє здійснити модернізацію виробництва значно швидше та дешевше, ніж за умови придбання високотехнологічного обладнання, а також надають факторингові послуги, виступають поручителями тощо.

Таблиця 1.8 – Показники діяльності лізингодавців та фінансових компаній в Україні у 2005-2012 рр., млн. грн. [177]

Вид фінансової послуги	Період							
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Надання фінансових кредитів за рахунок власних коштів	26,5	83,4	172,3	47,5	19,2	33,8	173,0	742,2
Надання позик	191,6	251,4	72,2	11,8	16,1	21,1	77,1	149,7
Надання порук (поручительств)	81,0	16,8	3,9	0,1	0,0	0,5	0,0	13,2
Фінансовий лізинг	845,0	3294,5	11661,0	936,4	2,7	3,6	0,6	0,8
Надання гарантій	6,5	7,6	8,7	19,4	0,9	2,2	200,3	592,8
Факторинг	62,0	141,0	429,1	532,6	589,8	2519,8	2976,5	1753,4
Операції з обміну валют	4327,7	7252,5	9140,1	3369,2	4515,6	4265,4	2353,6	2705,0
Операції з переказу грошових коштів	2713,5	4808,8	5665,9	2165,9	839,7	925,6	1525,0	2366,1
Укрпошта	1548,6	3562,7	4259,2	1594,8	1745,0	2005,4	2242,4	1957,3

Проводячи аналіз показників діяльності лізингодавців та фінансових компаній, можемо констатувати лідируючі позиції факторингу як інструменту рефінансування дебіторської заборгованості. Його популярність в 2010-2012 рр. пояснюється кризою неплатежів та необхідністю ліквідувати розрив у поповненні оборотних активів суб'єктів господарювання. Ниспадаюча активність на послуги лізингових компаній в Україні особливо яскраво спостерігається в 2009-2012 рр. Відносно стабільною є динаміка операцій з обміну валют та переказу грошових коштів.

Ломбарди на фінансовому ринку України традиційно залишаються одним із максимально консервативних і найменш ризикованих типів фінансових установ, які надають послуги для фізичних осіб: вони спрямовують свою діяльність на видачу невеликих та короткострокових позик, підтримуючи

специфічний механізм соціально-економічних стабілізаторів за умов економічних змін різного характеру.

На основі даних табл.1.9 можна акцентувати на зростанні кількості ломбардів, з одного боку, та всіх фінансових показників їх діяльності – з іншого. Про популяризацію діяльності даного фінансового інституту свідчить нарощення суми наданих та погашених фінансових кредитів. Позитивною тенденцією є також перевищення суми отриманих доходів над обсягом витрат, що характеризує фінансову результативність установ такого типу, які попри надзвичайну рентабельність пропонуваніх послуг (понад 200% річних) здобувають все більший рівень лояльності серед клієнтів.

Таблиця 1.9 – Показники діяльності ломбардів в Україні у 2006-2012 рр.

[179]

Показники	Період						
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Кількість ломбардів (на кінець періоду), од.	335,0	309,0	314,0	373,0	426,0	456,0	466,0
Активи по балансу, млн. грн.	568,7	367,7	525,3	618,9	888,2	1203,8	1433,3
Власний капітал, млн. грн.	298,6	97,0	222,2	349,9	627,5	842,6	959,1
Сума наданих фінансових кредитів під заставу за квартал, млн. грн.	1141,8	1404,3	599,1	1060,8	1534,8	2149,4	2151,1
Вартість майна, прийнятого в заставу, млн. грн.	1308,1	1838,5	827,6	1374,8	1967,4	2640,4	2679,3
Сума погашених фінансових кредитів, млн. грн.	1152,1	1369,5	573,9	1003,6	1493,5	2061,3	2073,6
Сума нарахованих процентів за користування фінансовими кредитами, млн. грн.	135,5	155,4	88,6	140,5	199,0	270,8	328,6
Загальна сума отриманих доходів, млн. грн.	214,3	249,2	213,3	308,1	367,8	458,4	444,9
Загальна сума витрат, млн. грн.	197,3	252,0	207,0	304,9	361,9	399,7	410,8
Кількість наданих фінансових кредитів під заставу, тис. од.	3467,4	3913,2	1351,5	1758,4	2369,4	2466,6	3008,9
Кількість договорів, погашених за рахунок майна, наданого в заставу, тис. од.	366,0	520,2	499,2	177,4	235,4	279,8	498,1
Середньозважена річна процентна ставка за кредитами, %	140,6	159,1	157,93	201,5	230,0	214,5	186,1

Дослідження поточних тенденцій розвитку фінансового ринку України дозволило ідентифікувати низку проблем у його функціонуванні, зокрема: активний розвиток банківського сегменту та відповідно відсталість небанківського сектору, на частку якого припадає менше 10% загального обсягу фінансових активів країни; недостатній рівень капіталізації фінансових посередників на ринку, що обмежує їх можливості щодо задоволення інвестиційних потреб реального сектору економіки, недосконалість, витратність та низька ефективність існуючої інфраструктури фінансового ринку; переважання неорганізованого (позабіржового) ринку, що обслуговує обіг цінних паперів; обмеженість продуктового ряду та номенклатури об'єктів купівлі – продажу на фінансовому ринку; низький рівень фінансової грамотності учасників фінансового ринку; низький рівень довіри з боку інвесторів та споживачів фінансових послуг; недостатній рівень захищеності їх прав тощо.

Разом з тим, проведене дослідження дозволило узагальнити основні чинники, що формують специфічні особливості фінансового ринку. Так, основними екзогенними факторами вважаємо інтеграційні та глобалізаційні процеси у світовому фінансовому просторі, а ендогенними – інституційні фактори (національні особливості функціонування та регулювання фінансового ринку), структуру власності (специфіку приватизаційного процесу в Україні), економічні (нагромадження фінансового капіталу в межах національної економіки тощо).

Підсумовуючи даний блок дисертаційного дослідження, необхідно відмітити, що систематизація теоретичних засад функціонування фінансового ринку у розрізі сутнісних характеристик, керованої та функціональної підсистеми є передумовою адекватного розуміння ролі даного інституту у забезпеченні економічного зростання країни, а також дозволяє сформулювати уявлення про специфіку його функціонування в цілому та кожного з його структурних елементів. Разом з тим, важливим аспектом даного наукового дослідження є виявлення взаємозв'язків між структурними елементами

фінансового ринку, ідентифікація системних диспропорцій його розвитку, що обумовлює необхідність його реформування та перебудови відповідно до вимог сучасного світового інформаційно-економічного середовища, передумовою чого виступає дослідження та аналіз механізму, специфіки та факторів формування кон'юнктури даного ринку.

## 1.2 Кон'юнктура фінансового ринку: теоретичні засади та інституційно-правовий механізм функціонування

В результаті дослідження теоретичних аспектів функціонування фінансового ринку та тенденцій його розвитку в Україні було констатовано наявність ряду дисбалансів, що актуалізує необхідність дослідження кон'юнктури фінансового ринку як системної категорії, що створює підґрунтя до прогнозування подальшого його розвитку.

Перш ніж перейти до безпосереднього дослідження прикладних аспектів формування кон'юнктури фінансового ринку, доцільно з'ясувати сутність понять «кон'юнктура», «економічна кон'юнктура» та «кон'юнктура ринку». Аналізуючи етимологію категорії «кон'юнктура», приходимо до висновку про її походження від латинського «conjunctio» – зв'язок, поєднання, відношення, що свідчить про системність досліджуваного поняття. У працях німецького економіста Ф. Лассалля економічна кон'юнктура виступає як певний зв'язок, який об'єднує усі існуючі невідомі обставини [140]. Дана позиція свідчить про необхідність врахування певної сукупності факторів при характеристиці кон'юнктури як узагальнюючої категорії.

Підхід В. Зомбарта до розуміння сутності економічної кон'юнктури полягає у трактуванні її як форми руху капіталістичної економічної дійсності, яка проявляється у послідовній зміні стану експансії та спаду [363]. Подібна точка зору передбачає характеристику даного поняття як динамічної

характеристики економіки, яка відзначається наявністю циклічних коливань її розвитку.

Окремої уваги заслуговує визначення російського економіста М. Д. Кондратьєва, відповідно до якого «економічною кон'юктурою у кожен даний момент виступає напрямок і ступінь зміни сукупності елементів народногосподарського життя порівняно з попереднім моментом» [126]. Наведена точка зору зосереджується не лише на існуванні певної кількості чинників, а також забезпечує врахування динамічного характеру даного явища та його вплив на подальші тенденції розвитку економіки.

Становлення та розвиток теорії економічної кон'юктури, а також методологічних засад її дослідження активізувалось з початку ХХ століття. В процесі розробки та систематизації важливих концептуальних аспектів щодо досліджуваного явища сформувалося три наукові школи, які розвивалися паралельно – німецька, російська та американська, кожна з яких здійснила значний внесок у становлення цілісної концепції економічної кон'юктури. Основні досягнення науковців різних шкіл, отримані в процесі дослідження економічної кон'юктури, наведено на рис. 1.12.

Розвиток концепції економічної кон'юктури відбувався паралельно у теоретичному та прикладному аспектах, що, в кінцевому підсумку, дозволило відокремити досліджувану категорію від суміжних їй за змістом понять, визначити притаманні їй специфічні ознаки, а також розробити інструментарій дослідження.

Основні результати наукових розробок ХХ століття дозволили відзначити наступні висновки щодо категорії економічної кон'юктури, які варто врахувати в процесі подальшого дослідження:

- в залежності від масштабу економічна кон'юктура може розглядатися як на макроекономічному, так і на мікроекономічному рівнях;
- кон'юктура характеризується циклічністю розвитку;

– при визначенні показників кон'юнктури особлива роль належить фінансовому сектору економіки, як галузі, чутливій до зміни загальноекономічних тенденцій.



Рисунок 1.12 – Основні досягнення науковців різних шкіл у розвитку теорії економічної кон'юнктури (побудовано автором на основі [126, 133, 222])

Поява поняття «кон'юнктура ринку» в його сучасному розумінні пов'язана з розмежуванням напрямків дослідження економічної кон'юнктури на різних рівнях. Розглядаючи кон'юнктуру на макроекономічному рівні, дослідники використовували поняття загальногосподарської кон'юнктури, яке передбачало врахування показників у масштабах світового господарства,

причому поняття економічного циклу ототожнювалося з кон'юктурою. Натомість, мікроекономічний підхід передбачав відокремлення певних груп індикаторів, об'єднаних, переважно, за галузевою ознакою, які характеризували окремих ринків. В рамках даного підходу коливання кон'юктури окремих ринків були індивідуальними, а система циклів характеризувала загальноекономічну ситуацію.

Аналіз сучасних літературних джерел свідчить про неоднозначність існуючих підходів до трактування сутності поняття «кон'юктури ринку», систематизація яких наведена у табл. А.1 дод. А. Ключові характеристики, на які звертають увагу науковці при визначенні досліджуваної категорії, узагальнено у табл. 1.10.

В процесі дослідження підходів до визначення сутності даного поняття було виявлено, що більшість науковців характеризують його як сукупність певної кількості факторів (умов, показників, елементів), які відображають ситуацію, що склалася на ринку. При цьому окремі автори підкреслюють також існування взаємозв'язку між визначеними факторами, що, на нашу думку, є доцільним уточненням, оскільки величина впливу певного фактора на кінцеву ситуацію може змінюватися в залежності від його взаємодії з іншими чинниками. Визначаючи перелік показників, які входять до складу індикаторів економічної кон'юктури, група науковців обмежується ознаками, що характеризують співвідношення попиту та пропозиції, тоді як інші включають також показники конкуренції та ціни, або визначають фактори у розрізі сфер їх походження (економічні, політичні, соціальні тощо). Вважаємо доцільним показники попиту, пропозиції, конкуренції та ціни визначати як характеристики кон'юктури ринку, включаючи до групи факторів загальні індикатори, які належать до різних сфер походження.

Розглядаючи поняття кон'юктури ринку за ознакою його місця у часі, можемо констатувати неоднозначність сформованих підходів. Зокрема, можна виокремити позицію Л. І. Абалкіна, Т. П. Радіщук, О. О. Суєтіна, які вважають, що кон'юктура ринку являє собою певну економічну ситуацію, яка склалася у

конкретний момент чи період часу. Подібний підхід не можна вважати коректним, оскільки ринок є категорією, що перебуває у постійному розвитку, тому ми погоджуємося з точкою зору прихильників іншого підходу, до яких належать, зокрема, Б. В. Артамонов, В. Г. Клінов, Д. І. Костюхін, які підкреслюють динамічний характер досліджуваного явища, визначаючи його як процес безперервного відтворення ринку, який відбувається у конкретних умовах.

Таблиця 1.10 – Виокремлення основних рис, притаманних категорії «кон'юнктура ринку» у підходах науковців (складено автором)

	Характерні риси							
	Ситуація, що склалася на ринку	Процес відтворення	Сукупність факторів (умов)	Існування зв'язку між факторами	Співвідношення попиту і пропозиції	Визначення тенденцій ринку	Зміна економічних процесів	Вплив на економічні цикли
Т. П. Радіщук [215]	+		+	+		+		
Б. В. Артамонов [69]								
В. Г. Клінов та ін. [123]		+	+		+			
О. В. Коцій [132]			+				+	
А. Є. Савенко, С. П. Коваль [226]			+		+			
М. Д. Кондратьєв, Ю. В. Яковець, Л. І. Абалкін [126]			+					+
Л. І. Абалкін [110]			+					
В. Г. Бодров, Н. І. Балдич та ін. [92]			+	+	+			
В. Р. Кучеренко, В. А. Карпов, І. О. Соломенцев [138]							+	
В. В. Левицький [141]			+					
О. Ф. Оснач, В. П. Пилипчук, Л. П. Коваленко [173]	+		+		+		+	
Л. В. Оболенцева [168]			+			+		
О. О. Суєтін [243]	+							
О. М. Азріліян [80]			+		+			
Р. Федорович, С. Семенюк [256]			+			+		
І. А. Серова, Т. С. Мирна [232]	+		+					
Л. А. Швайка [270]			+		+			
С. П. Нікітін [167]				+			+	
С. О. Первушин [186]			+		+			
Д. І. Костюхін [130]		+						
І. К. Біляєвський [76]	+		+					
Н. З. Тульська, В. Д. Гончаров Ю. Д. Косківа [150]			+					



Аналізуючи результативні показники, на які чинить вплив кон'юнктура ринку, науковці також приходять до неоднозначних висновків. Зокрема, окремої уваги заслуговує позиція О. М. Азріліяна, який, на відміну від решти науковців, вважає співвідношення попиту і пропозиції саме результатом дії факторів кон'юнктури, а не одним з її показників. Р. Федорович, С. Семенюк та інші вважають, що кон'юнктура ринку передбачає вплив на його тенденції та закономірності розвитку, тоді як відповідно до підходу, основними представниками якого можна назвати Л. В. Оболенцеву, М. Д. Кондратьєва, Ю. В. Яковця, Л. І. Абалкіна, стан кон'юнктури окремого ринку чинить вплив на розвиток економічних процесів на макрорівні, що є більш повною характеристикою.

Враховуючи вищевикладені положення, вважаємо доцільним конкретизувати поняття кон'юнктури ринку як безперервного процесу економічного відтворення, що відбувається на окремому ринку внаслідок дії системи факторів економічного, політичного, соціального походження та визначає темп і напрямок розвитку локальних та загальноекономічних тенденцій. Подібний підхід дозволяє врахувати динамічний характер досліджуваної категорії та його одночасного існування як самостійного явища і макроекономічного елемента.

Характеризуючи категорію «кон'юнктура ринку», автори акцентують увагу на мікроекономічному характері даного поняття, однак, при цьому слід приймати до уваги його комплексність, оскільки об'єктом дослідження у кожному конкретному випадку, зазвичай, виступає окрема галузь. Особливе значення серед можливих об'єктів має фінансовий ринок, як специфічна сфера економіки, розвиток якої відбувається одночасно під впливом внутрішніх процесів та загальних тенденцій розвитку світового господарства, що зумовило необхідність виокремлення самостійного поняття кон'юнктури фінансового ринку та дослідження його специфіки.

Відповідно до визначення, наданого в економічному енциклопедичному словнику [7], кон'юнктура фінансового ринку – це «найважливіші ознаки,

показники, які характеризують ринок кредитів (коротко -, середньо -, довгострокових), цінних паперів, вкладів тощо». Суттєвим недоліком наведеної дефініції є відсутність акцентів щодо механізму впливу показників на стан фінансового ринку чи його окремих сегментів, що не забезпечує достатнього розуміння економічного змісту поняття. Окрім того, даний підхід передбачає відокремлення сегментів фінансового ринку при визначенні їх кон'юнктури, що, на нашу думку, не відображає комплексність категорії фінансового ринку, тому виникає необхідність його подальшого розгляду. Аналіз існуючих напрацювань науковців щодо кон'юнктури фінансового ринку свідчить про фрагментарність досліджень з даної тематики, які, до того ж, розвивалися у різних напрямках. Основні підходи до трактування даної категорії узагальнено на рис. 1.13.

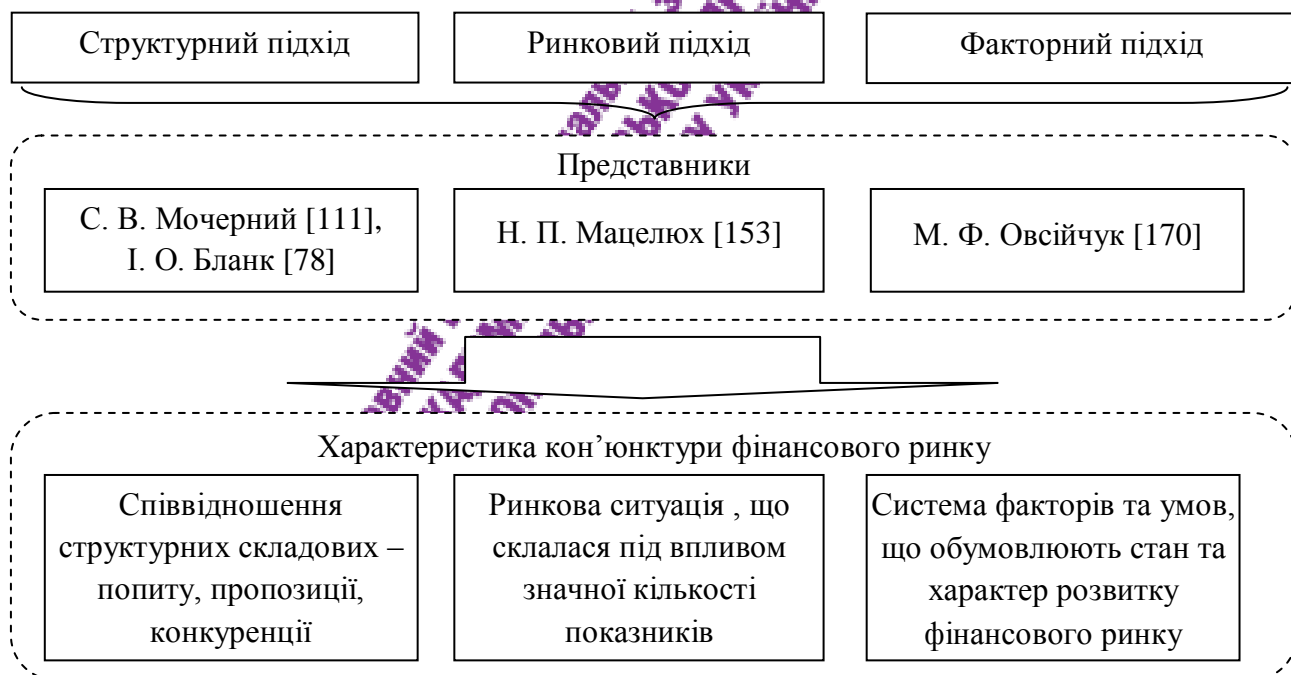


Рисунок 1.13 – Узагальнення наукових підходів щодо розуміння сутності кон'юнктури фінансового ринку (побудовано автором на основі [78, 111, 153,

Наведені висновки з проведеного дослідження свідчать про використання науковцями ключових характеристик, притаманних поняттю кон'юнктури ринку, в процесі визначення сутності кон'юнктури фінансового ринку. Зокрема, прихильники структурного підходу зосереджуються на виокремленні її ключових елементів – попиту і пропозиції, враховуючи також рівень цін та характер конкуренції на фінансовому ринку, тоді як в рамках ринкового підходу увага акцентується на існуванні значної за обсягом сукупності показників, які сформували ринкову ситуацію. На відміну від двох попередніх точок зору, трактування кон'юнктури фінансового ринку з позиції факторного підходу передбачає не лише формування існуючого стану фінансового ринку в результаті дії системи показників, а й врахування їх впливу на тенденції його подальшого розвитку. Однак, жоден з існуючих підходів не забезпечує достатнього врахування специфічних рис фінансового ринку, що не дозволяє використовувати його як основу для подальшого дослідження, тому існує об'єктивна необхідність удосконалення дефініції даної категорії.

Передусім варто визначити основні положення, які характеризують особливості кон'юнктури фінансового ринку і мають бути враховані в процесі його дослідження. Оскільки фінансовий ринок є сегментом економіки, розвиток якого відбувається під впливом як внутрішніх коливань, так і волатильності загальноекономічних циклів, що зумовлює ймовірність настання негативних наслідків внаслідок реалізації притаманних йому ризиків, нівелювання яких потребуватиме досить значних фінансових та часових затрат, то, відповідно, виникає потреба у розробці та застосуванні певного комплексу превентивних заходів, спрямованих на забезпечення його стабільного розвитку.

В Україні функціонує система державних органів та саморегулювних організацій, основні завдання яких у сфері регулювання фінансового ринку чи його окремих сегментів відображені на рис. 1.14.





Рисунок 1.14 – Система регулювання фінансового ринку України (побудовано автором на основі [190, 203, 193, 214, 212, 194, 209, 191,200])

Розмежування повноважень державних установ здійснено в розрізі суб'єктів, які провадять свою діяльність на певних секторах фінансового ринку. Так, основним регулятором функціонування банківського сегменту виступає Національний банк України, тоді як об'єкт, на який спрямована діяльність Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, визначений більш широко і включає «ринки фінансових послуг, крім ринку банківських послуг і ринків цінних паперів та похідних цінних паперів» [193], які можна конкретизувати як сегменти, на яких функціонують страхові компанії, кредитні установи, недержавні пенсійні фонди та фінансові компанії.

Державне регулювання сегменту цінних паперів у розрізі дотримання законодавства та реалізації державної політики забезпечує Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, однак, при цьому функціонування даного сектору в розрізі регулювання обігу цінних паперів відбувається також під впливом інших державних органів.

Суб'єктом регулювання сегменту цінних паперів виступає Національна депозитарна система, сферою діяльності якої виступає стандартизація та уніфікація обліку цінних паперів у відповідності з міжнародними нормами, регламентація механізму позики та застави цінних паперів та забезпечення обігу цінних паперів, що створює умови для стабільного функціонування зазначеного сектору ринку.

Окрім зазначених установ, які забезпечують реалізацію державної політики, дотримання національного законодавства, встановлення правил професійної діяльності учасників та формування і досягнення стратегічних цілей розвитку відповідних сегментів ринку, в Україні функціонують також інші державні організації, діяльність яких спрямована на досягнення специфічних цілей, які стосуються всіх сегментів фінансового ринку. Однією з таких організацій є Антимонопольний комітет України, метою якого є формування добросовісного конкурентного середовища, що забезпечує встановлення рівня цін ринковими методами.

Актуальною по відношенню до всіх суб'єктів фінансового ринку є також діяльність Державної служби фінансового моніторингу України, оскільки даний сектор характеризується високим рівнем ризику здійснення фінансових операцій, пов'язаних з легалізацією доходів, отриманих злочинним шляхом, враховуючи можливості створення складних схем обігу фінансових активів за умови існування певного рівня нескоординованості норм національного законодавства та дій державних регулятивних організацій.

У процесах регулювання розвитку фінансового ринку певною мірою приймає участь також Міністерство фінансів України, до завдань якого належать, в тому числі, забезпечення концентрації фінансових ресурсів на пріоритетних напрямках соціально-економічного розвитку України, організація випуску державних цінних паперів тощо [192]. Однак, основна мета даного органу полягає у сприянні розвитку фінансового ринку відповідно до вектору державної економічної політики і не включає розробку заходів по забезпеченню його стабільного функціонування.

Окрім державних органів, на здійснення діяльності суб'єктів фінансового ринку впливають також саморегульвні організації, які представляють собою неприбуткові об'єднання учасників певного сегменту ринку, організовані з метою встановлення стандартів професійної діяльності та захисту інтересів її членів та інших учасників ринку і утворюються у розрізі видів здійснюваної діяльності [190, 194].

Нормативно-правовими актами регламентовано завдання лише саморегульвних організацій страхового ринку та ринку цінних паперів, однак, подібні об'єднання функціонують також на інших сегментах фінансового ринку. Зокрема, розпорядженнями Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, встановлено можливість делегування повноважень щодо регулювання відповідних сегментів ринку саморегульвним організаціям кредитних спілок та саморегульвній організації адміністраторів недержавних пенсійних фондів. На ринку послуг фінансових компаній діють такі саморегульвні організації, як Українське товариство

фінансових аналітиків, Всеукраїнська асоціація ломбардів, Українське об'єднання лізингодавців тощо, кожна з яких забезпечує впровадження певних внутрішніх норм та стандартів діяльності серед учасників відповідного сектору.

Функціонування банківського сегменту також пов'язане з роботою саморегулювальних організацій. Зокрема, можна відзначити діяльність Незалежної асоціації банків України, створеної у 2011 році, мета якої полягає у сприянні побудові стабільної національної фінансової системи шляхом вирішення проблем, що виникають у банківській сфері, та реалізації завдань, спрямованих на зростання прибутковості банківського бізнесу. Ключовим напрямком діяльності Незалежної асоціації банків України вважається підтримка здорової конкуренції у банківському секторі, яка вважається запорукою його стабільного функціонування, що передбачає дотримання у діяльності банків-членів Асоціації принципів відповідальності, рівності, професійності, прозорості та ефективності [201].

Станом на січень 2014 року у складі Асоціації перебувало 97 банків, що є досить значним показником, враховуючи той факт, що банківську ліцензію в Україні на кінець 2013 року за даними НБУ мав 181 банк. Діяльність Незалежної асоціації банків України передбачає тісну взаємодію з органами державної влади на засадах партнерства, що дозволяє реалізувати завдання організації у напрямках підвищення ефективності реалізації грошово-кредитної, регуляторної, податкової політики, валютного регулювання, нормативно-правового та інформаційного забезпечення, зростання якості банківських продуктів та захисту прав суб'єктів, які функціонують у рамках сегменту банківських послуг. Окрім державних регулятивних органів, Асоціація співпрацює також з саморегулювальними організаціями інших сегментів фінансового ринку та зарубіжними банківськими об'єднаннями, що свідчить про її спрямування на забезпечення діяльності фінансових установ на засадах інтегрованості, рівноправності та прозорості.

Також серед банківських об'єднань варто звернути увагу на функціонування Асоціації Українських банків, яка була створена у 1990 році як

одна з перших саморегульованих організацій у банківському секторі, основними завданнями якої виступають: підвищення кваліфікації менеджменту та персоналу банків, сприяння впровадженню принципів довіри, надійності, порядності та ділового партнерства при співпраці банків та клієнтів, поширення інформації про банківську діяльність серед населення, інформування банків про зміни нормативно-правової бази, сприяння дотриманню антимонопольного законодавства [181]. Зазначена організація також активно співпрацює з вітчизняними та зарубіжними партнерами у сфері фінансів та бізнесу, що дозволяє забезпечити дотримання вітчизняного фінансового законодавства, зростання ефективності надання банківських послуг та впровадження міжнародного досвіду ведення банківського бізнесу.

Таким чином, діяльність саморегульованих організацій спрямована на функціонування відповідних сегментів фінансового ринку у відповідності до встановлених норм та правил, поширення професійної етики, що є суттєвим підґрунтям нарощення масштабів фінансового ринку та його розвитку у тісній кореляції з міжнародними стандартами.

Реалізація поставлених завдань регуляторів фінансового ринку в кінцевому підсумку забезпечує покращення його кон'юнктури, оскільки саме її ключові елементи - попит, пропозиція, конкурентні відносини та рівень цін - є показниками, на які здійснюється вплив в результаті впровадження комплексу регулятивних заходів, ефективність яких відображається у досягненні стійкого стану кон'юнктури фінансового ринку, що є передумовою його стабільного розвитку.

В умовах трансформаційних змін в економіці фінансовий ринок потребує не лише його поточного регулювання, а й розробки системи антикризового управління. Економіка в цілому та її підсистеми зокрема характеризуються циклічністю розвитку, що означає невідворотність настання кризових ситуацій [341, 353]. Тому важливого значення набуває кон'юнктура фінансового ринку, розвиток якої, як було зазначено раніше, також відбувається на основі циклічних тенденцій.



Результатом дослідження кон'юнктури фінансового ринку виступає ідентифікація ключових тенденцій, що ілюструють її розвиток, та, відповідно, дають можливість визначити фазу циклу, що характеризує кон'юнктуру фінансового ринку, в результаті співставлення якої з циклом розвитку національної економіки, можна встановити періоди, що потребують застосування заходів жорсткого регулювання (співпадіння фаз спаду у циклах коливань кон'юнктури та економічної системи), та етапи, на яких рівноважний стан кон'юнктури фінансового ринку є достатньою умовою його стабільності (даними періодами можуть виступати фази піднесення та буму економічного циклу, що накладаються на відповідні фази кон'юнктурного циклу). До того ж, високий рівень стійкості кон'юнктури фінансового ринку дозволяє стримувати його рецесію під час кризи, що в свою чергу дозволяє мінімізувати обсяги зусиль, спрямованих на державну підтримку фінансового ринку.

Таким чином, комплекс регулятивних заходів з боку уповноважених органів має стосуватися не лише показників розвитку фінансового ринку, а передбачати, в тому числі, регулювання кон'юнктури фінансового ринку у напрямку підвищення її стійкості до кризових явищ. Удосконалення інструментарію антикризового управління кон'юнктурою фінансового ринку дозволяє усунути деструктивний вплив існуючих детермінант на стан фінансового ринку та, відповідно, забезпечувати стійкість фінансового сектору економіки, що, в свою чергу, є запорукою сталого соціально-економічного розвитку країни, враховуючи посилення ролі фінансового ринку в забезпеченні економічного зростання. Саме тому існує потреба у розширенні підходу до розуміння кон'юнктури фінансового ринку не лише як характеристики його стану, а й передумови його стабільного розвитку.

Одним з ключових положень, на які варто звернути увагу при дослідженні кон'юнктури фінансового ринку, є фактор часу. Більшість науковців, визначаючи дане поняття, розглядають його як ситуацію, що склалася в поточний момент, що не забезпечує повного відображення його економічної сутності. Розглядаючи категорію фінансового ринку важливо

враховувати той факт, що його функціонування відображається процесом постійного відтворення, а, отже, і фактори, що його характеризують, не можуть розглядатися як статичні показники, оскільки в більшості випадків динаміка індикаторів фінансового ринку є більш інформативною, ніж їх кількісний вимірник [199, 356]. Саме тому існує потреба трактування кон'юнктури фінансового ринку як динамічної категорії, яка відображає основні тенденції розвитку фінансового ринку.

Наступним аспектом, на якому варто зосереджуватись при дослідженні кон'юнктури фінансового ринку, є комплексність та системність даного поняття, які полягають у його вираженні через узагальнюючі, а не відокремлені характеристики. Визначаючи дану категорію, більшість науковців акцентують увагу на важливості таких складових, як попит та пропозиція на фінансовому ринку та співвідношенні між ними, яке характеризує ринкову ситуацію, однак, даний підхід потребує уточнення для забезпечення необхідної повноти відображення стану фінансового ринку при розгляді його кон'юнктури в якості характеристики. Графічна ілюстрація взаємодії попиту і пропозиції на будь-якому ринку, в тому числі і на фінансовому, передбачає перетин кривих, що відображають попит та пропозицію, у певній точці, яка називається рівноважною (рис. 1.15).

У кожний конкретний момент часу рівновагу на фінансовому ринку можна представити графічно у вигляді точки, яка ілюструє еквівалентність обсягу попиту та пропозиції на фінансові активи, досягнуту при встановленні рівноважного рівня ціни та кількості фінансових активів, представлених на ринку. Однак, розглядаючи кон'юнктуру фінансового ринку як динамічне явище, варто враховувати існуючі коливання кривих попиту та пропозиції, а також можливий рух вздовж кривих, що відбувається під впливом переліку кон'юнктурутворюючих факторів і може призводити до зміщення точки рівноваги, тобто, рівновага як узагальнююча характеристика кон'юнктури фінансового ринку відображається у вигляді області, яка включає сукупність точок рівноваги попиту та пропозиції на фінансові активи, що сформувалися

під впливом зовнішніх та внутрішніх факторів на кожний конкретний момент часу.

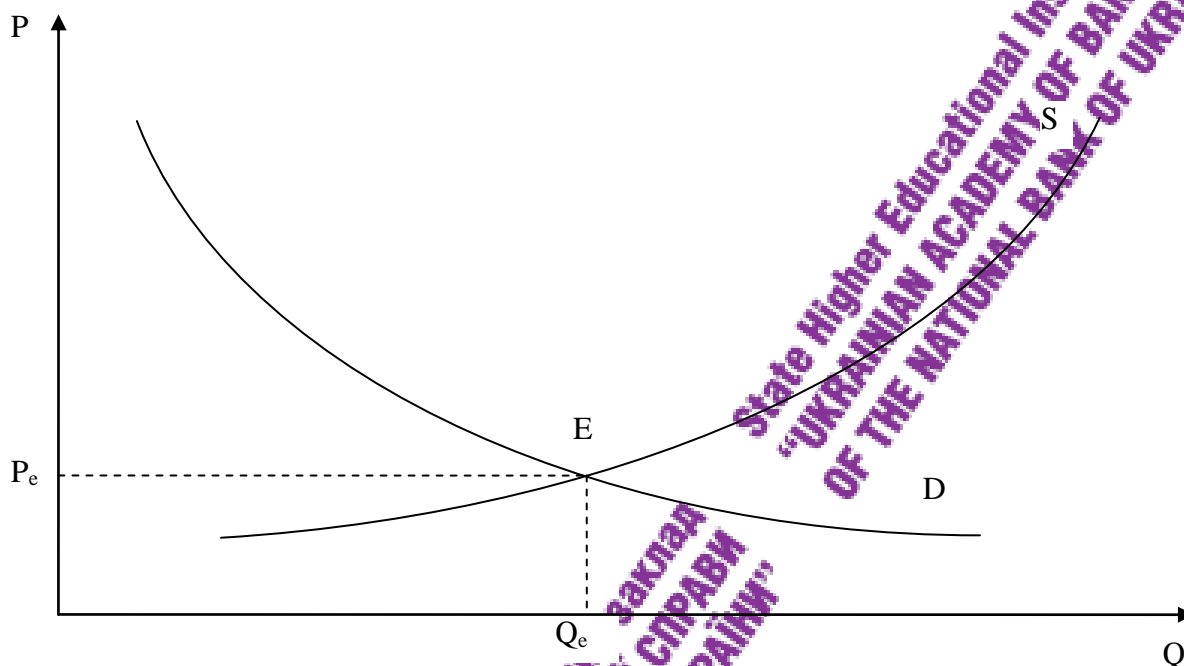
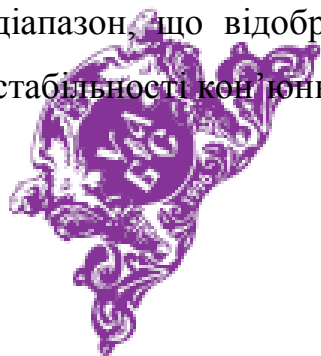


Рисунок 1.15 – Графічна інтерпретація встановлення рівноважної ціни на ринку

[Ошибка! Источник ссылки не найден.]

При цьому варто прийняти до уваги той факт, що стабільний стан фінансового ринку передбачає високий рівень стійкості його показників до впливу зовнішніх та внутрішніх факторів, що має відобразитися відсутністю суттєвих змін у стані його основних характеристик, до яких належить співвідношення попиту і пропозиції, сформоване у вигляді рівноваги, тобто діапазон, що відображає волатильність точки рівноваги, є характеристикою стабільності кон'юнктури фінансового ринку як динамічної категорії.



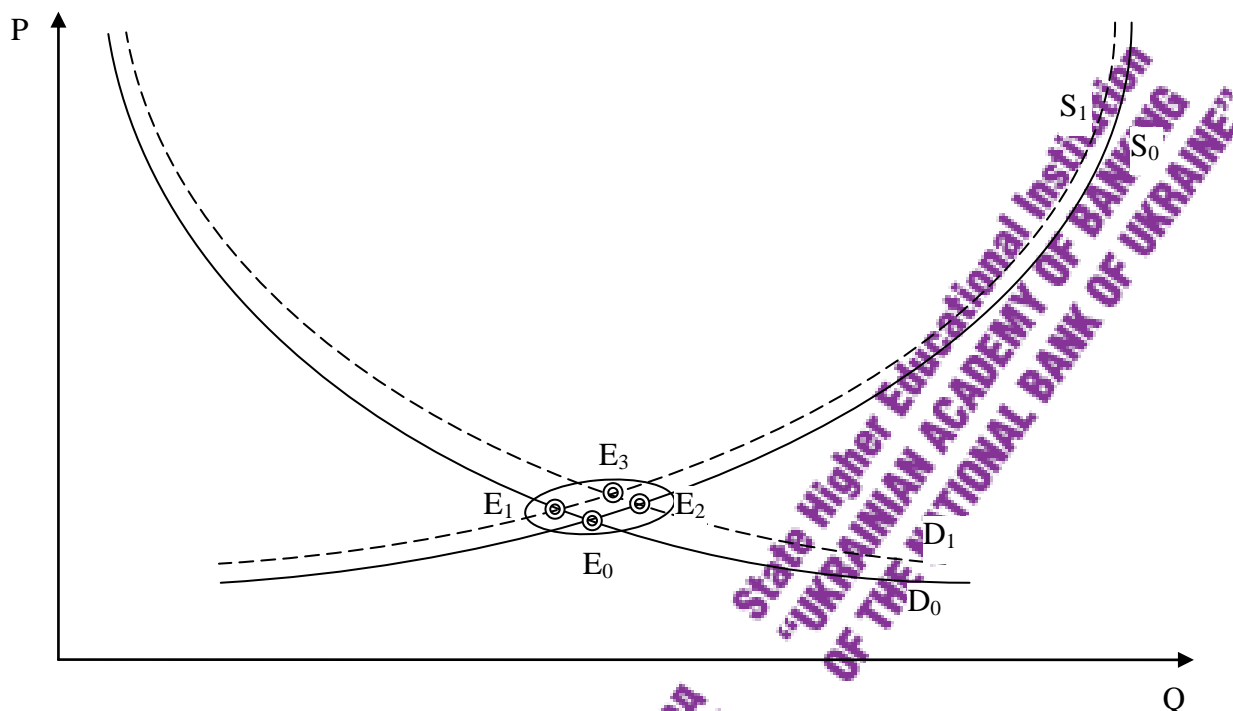


Рисунок 1.16 – Коливання точки рівноваги під впливом зміни кривих попиту та пропозиції

Рисунок 1.16 ілюструє динаміку рівноваги на фінансовому ринку, яка встановлюється в результаті змін попиту / пропозиції (точки  $E_1$  і  $E_2$ ) чи одночасної зміни кривих (точка  $E_3$ ). Область, яка відображає діапазон коливань статичних точок співвідношення попиту і пропозиції, характеризує динамічну стійкість фінансового ринку, яка є індикатором рівноваги його розвитку. Відповідно, незначні флуктуації точок рівноваги або їх відсутність протягом періоду дослідження свідчать про перебування фінансового ринку у стані динамічної стійкості. Отже, при визначенні кон'юнктури фінансового ринку співвідношення попиту і пропозиції на конкретний момент часу відображається точкою рівноваги, тоді як його узагальнюючою характеристикою виступає динамічна стійкість.

Особливістю фінансового ринку є необхідність його дослідження як комплексного поняття, яке поєднує в собі ряд структурних елементів (рис. 1.1), кожен з яких відрізняється специфічними рисами.

По-перше, варто прийняти до уваги ознаку строковості, за якою розподілено два узагальнюючих сектори фінансового ринку, і, відповідно, формуються обсяги попиту та пропозиції на фінансові активи під впливом загальних тенденцій в економіці.

По-друге, важливим аспектом є наявність бар'єрів на окремих сегментах фінансового ринку (наприклад, процедура лістингу на фондовому сегменті, оцінка платоспроможності позичальника у кредитному сегменті, ліцензування банківських установ), що забезпечує регулювання складу учасників та ризикованості операцій, а також може виступати чинником впливу на рівень цін.

По-третє, різні сегменти фінансового ринку характеризуються неоднаковим рівнем впливу внутрішньодержавних та транскордонних факторів. Зокрема, коливання на валютному сегменті можуть бути зумовлені не лише тенденціями розвитку національної економіки, а й змінами курсів національної грошової одиниці відносно валют інших держав, що склалися у результаті перебігу міжнародних економічних процесів.

По-четверте, на різних сегментах фінансового ринку превалюють окремі мотиви купівлі-продажу фінансових активів (наприклад, метою отримання кредиту досить часто виступає задоволення поточних потреб, що ілюструє транзакційний мотив, тоді як валюта та цінні папери у значній кількості випадків виступають об'єктами спекулятивних операцій), що впливає на рівень ризику та волатильність цін на зазначених сегментах, і, відповідно, визначає ключові фактори зміни їх кон'юнктури.

По-п'яте, існують особливості застосування регуляторних заходів стосовно окремих складових фінансового ринку, які полягають як у характері використовуваних інструментів, так і у можливостях їх використання в умовах транзитивної економіки. Відповідно, кожен сегмент фінансового ринку характеризується наявністю власного переліку факторів, які приймають участь у формуванні кон'юнктури зазначеного сегмента, що передбачає необхідність врахування при визначенні кон'юнктури фінансового ринку сукупності

відокремлених та взаємопов'язаних характеристик, притаманних кожному з його сегментів.

Враховання всіх зазначених вище параметрів дозволило поглибити наукові засади трактування сутності кон'юнктури фінансового ринку та визначити її як динамічну характеристику змін у попиті, пропозиції, конкуренції та рівні цін на кожному сегменті фінансового ринку, які відбуваються під впливом кон'юктуроутворюючих факторів та внаслідок застосування регуляторних заходів забезпечують досягнення рівноваги та динамічної стійкості фінансового ринку.

Даний підхід дозволяє підкреслити динамічність та комплексність досліджуваної категорії, окреслити її ключові елементи, а також передбачає виокремлення в якості результуючих параметрів рівноваги та динамічної стійкості, які створюють передумови для забезпечення стабільного розвитку фінансового ринку. Розвиток підходу до трактування кон'юнктури фінансового ринку створює підґрунтя для удосконалення методологічної бази управління нею у відповідності до зазначених положень.

### 1.3 Методологічні засади системного дослідження кон'юнктури фінансового ринку

Як зазначалося у попередніх пунктах дисертаційного дослідження, фінансовий ринок є одним із найважливіших елементів національної економіки, на який покладено завдання щодо акумулювання та перерозподілу фінансових ресурсів між різними секторами економіки на основі використання механізму купівлі-продажу фінансових активів. Крім того, більшість науковців визнає існування прямої залежності між динамікою розвитку фінансового ринку та рівнем економічного зростання в країні, що також визначає важливість даного сектору. Зважаючи на вагомість та значимість досліджуваного ринку у

забезпеченні потреб розширеного відтворення та розвитку національної економіки, особливої актуальності набуває необхідність більш ґрунтовного, детального та комплексного дослідження специфіки функціонування фінансового ринку.

Однією з ключових характеристик будь-якого ринку, що дозволяє більш ретельно розглянути та ідентифікувати особливості механізму його функціонування, є кон'юнктура ринку, тому з метою реалізації поставленого завдання необхідним є аналіз та систематизація наукових підходів, які стосуються методологічної бази з питань формування, оцінювання та регулювання кон'юнктури фінансового ринку.

Нами було розроблено структурно-логічну схему, представлену на рис. 1.17, що відображає основні концептуальні засади застосування системного підходу до дослідження кон'юнктури фінансового ринку. Представлена схема охоплює усі значимі аспекти, якими може бути охарактеризований об'єкт дослідження, а саме відображає функціональну підсистему (представлену функціями та принципами кон'юнктури фінансового ринку), дозволяє оцінити зв'язки, а також особливості формування, оцінювання та регулювання базових структурних елементів кон'юнктури фінансового ринку.

Насамперед, слід відмітити, що роль кон'юнктури фінансового ринку як самостійної категорії характеризується виконанням нею певних функцій, а саме:

– інформаційної, яка передбачає використання даних щодо динаміки, частоти, масштабу та періодичності кон'юнктурних коливань як інформаційної основи для прийняття управлінських рішень різними групами учасників економічних відносин, що сформувалися на фінансовому ринку, як на рівні окремого суб'єкта (мікрорівні), так і на рівні об'єднань груп відокремлених суб'єктів чи регулятора окремого сегменту фінансового ринку, тобто на макрорівні;

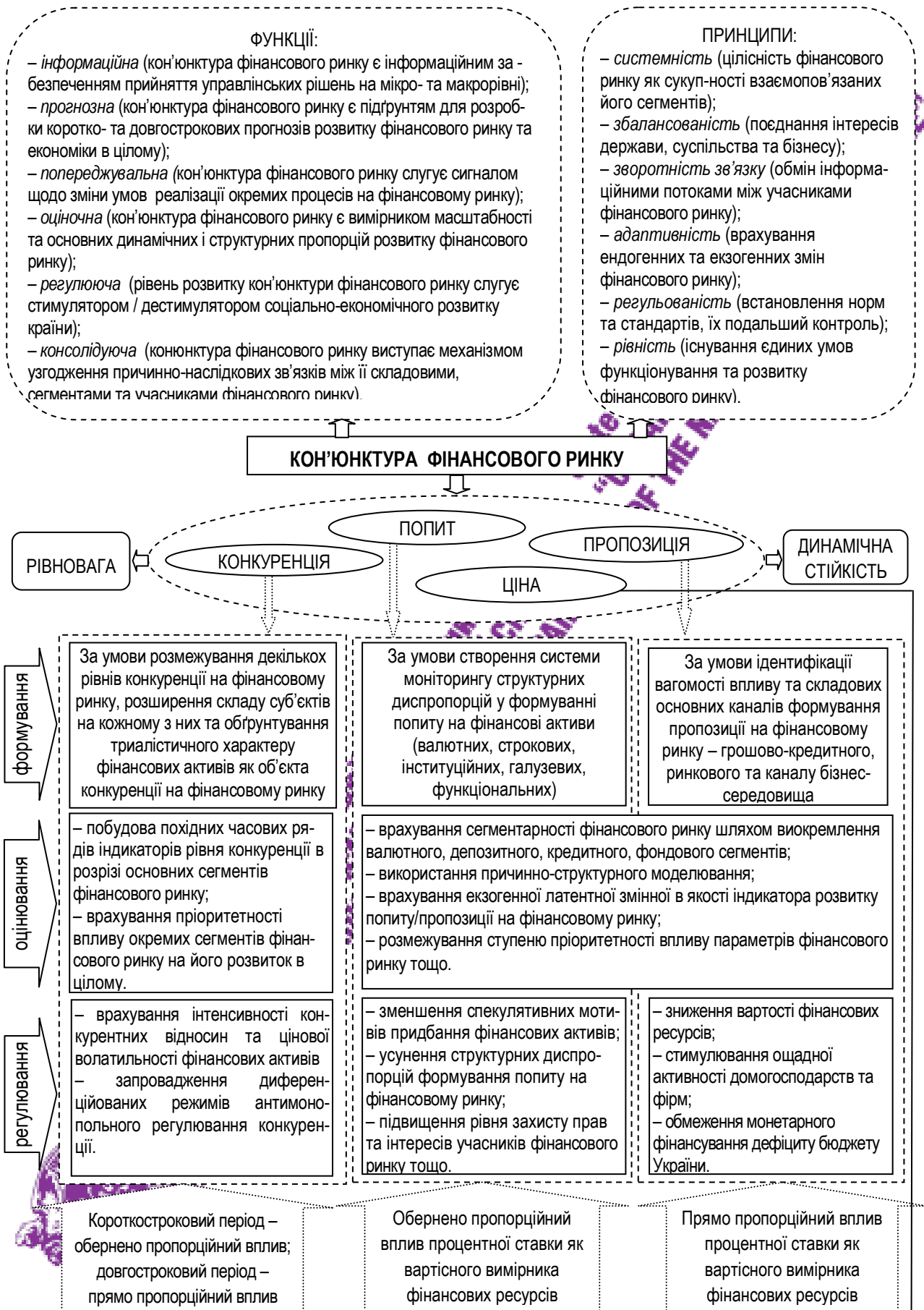


Рисунок 1.17 – Концептуальні засади застосування системного підходу до дослідження кон'юнктури фінансового ринку



– прогнозна, що досить тісно пов'язана з попередньою функцією, однак, якщо реалізація інформаційної функції виступає інструментом оперативного управління, то прогнозна – має більш стратегічний характер, оскільки дозволяє на основі аналізу тенденцій розвитку кон'юнктури фінансового ринку протягом певного проміжку часу в минулому виявити закономірності її коливань та на основі отриманої інформації з використанням, наприклад, механізму екстраполяції (поширення висновків, зроблених на основі поточного або минулого станів явища чи процесу на їх майбутній стан) розробити систему коротко- та довгострокових прогнозів стану фінансового ринку чи передбачити ключові параметри розвитку економіки в цілому з достатньо високим рівнем точності (стан кон'юнктури фінансового ринку дозволяє розробляти прогнози не лише щодо майбутньої динаміки даного ринку, а й щодо функціонування економіки в цілому у зв'язку з тим, що між тенденціями, які знаходять своє відображення у флуктуації кон'юнктури досліджуваного сектору економіки та зміною параметрів, які описують економічне зростання існує пряма залежність, а тому можна цілком справедливо припустити, що в загальному вигляді тенденції фінансового ринку та економіки в цілому співпадають);

– попереджувальної, яка передбачає, що кон'юнктура фінансового ринку виступає сигналом, котрий характеризує зміну окремого процесу на фінансовому ринку та дозволяє учасникам цього сектору своєчасно відреагувати на ці зміни / швидше адаптуватися до них;

– оціночної, оскільки волатильність кон'юнктури фінансового ринку є тим універсальним параметром, який дозволяє охарактеризувати кількісні та якісні аспекти основних динамічних і структурних пропорцій розвитку фінансового ринку;

– регулюючої, адже корегування активності суб'єктів економічних відносин, що визначають динаміку кон'юнктури фінансового ринку, може виступати стимулятором / дестимулятором соціально-економічного розвитку країни;

– консолідуючої, тобто кон'юнктура фінансового ринку виступає узагальнюючою характеристикою, що відображає взаємозв'язки, а також виступає механізмом їх узгодження між її складовими, сегментами та учасниками фінансового ринку.

В контексті ідентифікації ключових положень дослідження кон'юнктури фінансового ринку, варто зазначити, що як і будь-яка організована система, кон'юнктура фінансового ринку має ґрунтуватися на певних принципах, до яких належать:

– системність – передбачає дослідження кон'юнктури фінансового ринку як цілісної системи, яка включає сукупність взаємопов'язаних його сегментів, таких як валютний, кредитний, грошовий, міжбанківський та фондовий;

– збалансованість – характеризує поєднання інтересів держави, суспільства та бізнесу;

– зворотність зв'язку – ілюструє двосторонній рух інформаційних потоків, які формуються в результаті зміни стану кон'юнктури фінансового ринку, тобто передбачає обмін інформацією між різними групами учасників економічних відносин на досліджуваному ринку;

– адаптивність – передбачає гнучкість кон'юнктури фінансового ринку, а також інших параметрів його функціонування у відповідь на реалізацію позитивного чи негативного ефекту від впливу ендогенних та екзогенних факторів.

– урегульованість – розвиток кон'юнктури та загальних засад функціонування фінансового ринку має забезпечуватися ефективною діяльністю регулятора відповідного сектору фінансового ринку у напрямку встановлення норм та стандартів з подальшим контролем за їх дотриманням, а також синхронізація та уніфікація вітчизняної регулятивної бази у відповідності до загальноновизнаних міжнародних стандартів;

– рівність – передбачає існування єдиних умов функціонування та розвитку фінансового ринку, а також забезпечення рівноправності учасників

економічних відносин у процесі їх взаємодії як наслідок формування кон'юнктури.

Як зазначалося у попередньому пункті дисертаційного дослідження, з позиції авторського підходу системний підхід до дослідження кон'юнктури фінансового ринку передбачає визначення в якості результативного показника взаємодії попиту і пропозиції на даному ринку не лише рівноваги, як статичної величини, тобто точки, що характеризується рівноважним обсягом фінансових активів та рівноважною ціною у певний момент часу, а й динамічної стійкості, тобто здатності економічної системи повертатися до стану рівноваги (зберігати рівноважні параметри чи незначно відхилитися від початкових координат рівноважної точки) у відповідь на реалізацію дестабілізаційних факторів зовнішнього середовища без переходу в асинхронний режим.

Раціональність вибору зазначених індикаторів для характеристики результативних параметрів кон'юнктури фінансового ринку обумовлюється необхідністю забезпечення як рівноваги, так і стійкості фінансового ринку, особливо в умовах посткризової стабілізації, оскільки навіть усунення диспропорцій у функціонуванні окремих складових елементів кон'юнктури фінансового ринку не гарантує встановлення статичної та динамічної рівноваги. В той же час, розбалансованість попиту та пропозиції фінансового ринку не дозволяє реалізувати значний позитивний вплив кон'юнктури на соціально-економічний розвиток країни.

Наступним важливим аспектом є формування системи причинно-наслідкових зв'язків між базовими складовими елементами кон'юнктури фінансового ринку, до яких належать попит, пропозиція, конкуренція та ціна.

Попит на фінансовому ринку відображає бажання зацікавленої групи суб'єктів (споживачів фінансових активів) придбати визначений обсяг активів за певного рівня цін та за умови наявності у цих суб'єктів достатнього обсягу фінансових ресурсів для здійснення операції купівлі, тоді як пропозиція характеризує кількість фінансових активів, яку готові поставити на ринок суб'єкти економічних відносин за певною ціною на конкретний момент часу

[131]. Якщо бажання та можливості зацікавлених сторін щодо купівлі-продажу певного обсягу фінансових активів в рамках заданого цінового діапазону співпадають, то на фінансовому ринку встановлюється рівновага. При цьому для попиту характерним є обернена залежність між обсягом фінансових активів та ціною, тобто споживачі виявляють бажання придбати більшу кількість активів за нижчою ціною, а для пропозиції типовою є пряма залежність між цими параметрами, а саме суб'єкти більше зацікавлені у тому, щоб реалізувати свої фінансові активи за вищою ціною.

Необхідно також відмітити, що для попиту на фінансовому ринку характерними є ефект доходу та ефект заміщення. Ефект доходу передбачає можливість придбання більшої кількості фінансових активів за умови незмінності рівня цін та зростання доходів суб'єктів, які формують попит на даному ринку. Так, наприклад, при зростанні доходу учасника фондового ринку він зможе придбати більшу кількість акцій, що призведе до зростання рівня попиту у даному сегменті та на фінансовому ринку в цілому і відповідно зсуву кривої попиту вліво вгору. Ефект заміщення передбачає, що при зростанні доходу учасник ринку буде формувати свій портфель фінансових активів, відмовляючись від тих активів, що мають гірші якісні характеристики на користь активів з кращими параметрами дохідності та ризиковості, що також призведе до зміщення кривої попиту на фінансові активи.

Внаслідок взаємодії попиту та пропозиції на ринку встановлюється рівновага або ж ринок характеризується динамічною стійкістю, якщо параметри рівноваги, що представлені рівноважною ціною та обсягом, несуттєво варіюються протягом певного періоду часу.

Важливим фактором кон'юнктури на фінансовому ринку виступає конкуренція, оскільки зростання кількості учасників на фінансовому ринку, тобто підвищення рівня концентрації конкуренції призводить до збільшення пропозиції фінансових активів (зміщення кривої пропозиції вправо вниз). Разом з тим, жорсткіші конкурентні умови сприяють активізації застосування суб'єктами фінансового ринку інструментів цінової та нецінової диференціації,

що сприяє збільшенню попиту на фінансові активи у зв'язку зі зростанням асортименту пропонованих фінансових послуг, підвищенням їх якості та популяризацією продуктів певного сегменту фінансового ринку [93, 95]. У свою чергу, активізація конкурентної боротьби, яка призводить до зсуву кривих попиту і пропозиції, обумовлює і зміну ціни на фінансові активи.

Таким чином, можна підсумувати, що між структурними елементами кон'юнктури існують досить тісні причинно-наслідкові зв'язки, а тому коливання будь-якого з елементів призведе до ланцюгової зміни інших параметрів. Саме тому дослідження даної характеристики мають бути системними, тобто передбачати аналіз та оцінку системоутворюючих складових кон'юнктури у їх єдності з урахуванням специфіки міжструктурних взаємозв'язків.

Формування кон'юнктури фінансового ринку відбувається в результаті дії певної сукупності факторів на її ключові елементи, серед яких можна виділити окремо фактори формування попиту, пропозиції та конкуренції, а також групу факторів, що чинять системний вплив як на попит, так і на пропозицію. Зокрема:

– тенденції розвитку реального сектору економіки – нарощення масштабів діяльності виробничих компаній призводить до необхідності залучення додаткового обсягу ресурсів, механізм здійснення якого може бути пов'язаний як з процесами кредитування, що впливає на попит у кредитному сегменті, так і з емісією цінних паперів (акцій, облігацій тощо), що, відповідно забезпечує зростання пропозиції на відповідному сегменті [88, 157]. В той же час, покращення фінансових показників діяльності підприємств створює передумови для включення їх до лістингу фондової біржі, тоді як кризові явища їх розвитку можуть викликати зворотні процеси, що, в свою чергу спричинить зміну обсягів пропозиції цінних паперів [357]. Окрім цього, стабільне нарощення прибутку підприємств може спричинити прийняття рішення щодо розміщення надлишку фінансових ресурсів у формі депозиту чи купівлі іншого

фінансового активу, тобто, забезпечить зростання попиту на фінансовому ринку;

– податкова політика держави – існування спеціальних режимів оподаткування діяльності суб'єктів фінансового ринку є передумовою вибору фінансового чи реального сектору при організації нового суб'єкта економічної діяльності, що, відповідно, впливає на обсяги пропозиції фінансових активів. До того ж, запровадження та зміна законодавства в контексті оподаткування фінансових операцій, чинить вплив на зміну обсягів попиту у відповідних сегментах (запровадження податку на депозити фізичних осіб виступає дестимулятором попиту населення на даний фінансовий актив);

– обсяги зовнішньоекономічної торгівлі – диспропорції обсягів експорту та імпорту товарів і послуг пов'язані з надходженням чи відпливом іноземної валюти у національну економіку, що детермінує коливання валютних курсів, різка зміна рівня яких є основою для тенденцій зростання попиту чи пропозиції на валютному сегменті фінансового ринку [154];

– циклічність розвитку економіки – перебування національної економіки у фазах підйому чи буму детермінує активізацію розвитку фінансового ринку, що виражається зростанням обсягів попиту та пропозиції фінансових активів, в той час як рецесія є передумовою зниження ділової активності.

До специфічних факторів, що впливають на формування попиту на фінансовому ринку, належать:

– інфляційні очікування покупців – прогнозоване зростання рівня інфляції обумовлює зниження купівельної спроможності грошей, що провокує надання переваги у виборі інструмента вкладення вільних фінансових ресурсів у вигляді товарних, а не фінансових активів, і є дестимулятором попиту на фінансовому ринку;

– волатильність цін фінансових активів – у функціонуванні фінансового ринку значну роль відіграють спекулятивні операції купівлі-продажу фінансових активів, тому значні коливання цін є однією з причин

зростання попиту учасників ринку, які керуються спекулятивними мотивами у здійсненні фінансових операцій. Однак, існує також інша категорія покупців, метою якої є довгострокове вкладення ресурсів для отримання майбутнього доходу, для якої фактором формування попиту виступає саме стабільний рівень цін;

- рівень ризику – однією з причин, що стримує активність покупців на фінансовому ринку, є його нестабільність, тому існує обернена залежність між рівнем ризику та обсягами попиту, що формуються на різних сегментах фінансового ринку [279, 311];

- рівень життя населення – зростання доходів домогосподарств призводить до збільшення заощаджень фінансових ресурсів, які вони можуть спрямовувати на фінансовий ринок, створюючи попит на фінансові активи;

- стан маркетингових комунікацій – важливим аспектом формування попиту на фінансовому ринку виступає достатній рівень розвитку маркетингових каналів, за допомогою яких поширюється інформація про особливості фінансових активів, нові види фінансових послуг тощо.

Формування пропозиції на фінансовому ринку відбувається під впливом наступних факторів:

- номенклатура фінансових послуг – розширення асортиментного ряду фінансових установ в результаті забезпечує охоплення нових сегментів ринку, що, відповідно, є передумовою зростання пропозиції фінансових активів;

- зміна кількості продавців на фінансовому ринку – поява нових установ, що пропонують фінансові активи, детермінує зростання максимально можливого обсягу їх реалізації;

- технологічний прогрес – розвиток комп'ютерних технологій призводить до виникнення нових видів послуг (наприклад, електронний банкінг), що передбачає зростання загального обсягу пропозиції фінансового ринку;

– ринкові очікування продавців фінансових активів – наприклад, на ринку цінних паперів в умовах прогнозованого зростання цін власники фінансових активів віддають перевагу відкладенню дати їх продажу з метою максимізації доходу, тобто, відбувається скорочення пропозиції.

Формування конкурентних відносин на фінансовому ринку відбувається під дією наступних факторів:

– наявність вхідних бар'єрів для здійснення певного виду діяльності – на фінансовому ринку існує ряд умов та процедур, призначенням яких є забезпечення відповідності його суб'єктів певним стандартам. Найбільш поширеними є ліцензування діяльності (банківський, страховий сегмент тощо), видача дозволів (валютний сегмент), умови включення до лістингу (сегмент цінних паперів) [233, 287]. Дана система обмежень передбачає коригування складу учасників фінансового ринку та визначає орієнтири рівня конкурентоспроможності суб'єктів, що входять на його певний сегмент;

– стан антимонопольного законодавства – наявність правового регулювання процесів концентрації та рівня цін сприяє розвитку конкуренції на засадах рівності та справедливості;

– кількість суб'єктів, що здійснюють діяльність на певному сегменті фінансового ринку – показник кількості учасників визначає характер конкурентних відносин, які формуються на відповідному сегменті;

– регулювання рівня цін – у випадку існування обмежень цінового діапазону, доступного для встановлення суб'єктами фінансового ринку, відбувається зміщення акцентів з цінових методів конкуренції до нецінових.

Отже, формування кон'юнктури фінансового ринку є комплексним процесом, який передбачає врахування специфіки впливу системи факторів на кожен з її ключових елементів, що варто враховувати під час оцінки досліджуваної категорії.

Методологія оцінювання кон'юнктури фінансового ринку передбачає проведення ретроспективного та перспективного аналізу основних індикаторів, що характеризують її структурні елементи. Оцінка попиту на фінансовому



ринку передбачає аналіз системи показників, які характеризують обсяг операцій з купівлі фінансових активів на різних його сегментах, тоді як пропозиція оцінюється у розрізі загального обсягу активів, що можуть бути реалізовані на фінансовому ринку. При оцінюванні конкурентного середовища основними показниками виступають рівень концентрації, загальна кількість учасників та обсяги їх активів.

Окрім зазначених критеріїв, при оцінці кон'юнктури фінансового ринку варто враховувати також характеристики національної та світової економіки, які створюють підґрунтя для її розвитку.

Приймаючи до уваги специфіку функціонування різних сегментів фінансового ринку, доцільно окремо оцінювати елементи їх кон'юнктури. Інформаційну базу дослідження кількісних індикаторів попиту, пропозиції та конкуренції на фінансовому ринку формують звіти офіційних установ, до компетенції яких належить збір статистичної інформації у розрізі окремих видів діяльності. При цьому варто звернути увагу на той факт, що при проведенні аналізу показників варто оцінювати їх значення у розрізі часових рядів, що дозволяє виявити не лише рівень розвитку сегменту, а й спрогнозувати його подальші тенденції.

Характеризуючи кон'юнктуру ринку цінних паперів, варто звернути уваги на фондові індекси, динаміка яких дає змогу оцінити загальні тенденції його розвитку [375]. Фондові індекси розраховуються переважно фондовими біржами на основі даних про цінні папери, що перебувають в лістингу відповідних бірж. Дані щодо найбільш відомих у світовому масштабі фондових індексів наведено у табл. 1.11.

Враховуючи той факт, що в Україні за результатами 2012 року 98,25% обсягів біржових контрактів було реалізовано на трьох фондових біржах (ПАТ «Фондова біржа «Перспектива», ПАТ «Фондова біржа ПФТС» та ПАТ «Українська біржа») [218], індекси, що розраховуються ними, є досить важливими та інформативними, а тому їх доцільно розглядати у процесі оцінки

кон'юнктури сегменту цінних паперів України як показники, що найбільш об'єктивно відображають загальні тенденції його розвитку (табл. 1.12).

Таблиця 1.11 – Характеристика основних світових фондових індексів

Країна	Назва індексу	Опис індексу
Сполучені штати Америки	Індекс Доу-Джонса (Dow Jones Industrial Average)	Індекс розраховується як масштабоване середнє суми цін акцій 30 найбільших компаній США, скориговане на коефіцієнт, що враховує зміну компаній, що входять до переліку та процеси подібнення чи консолідації їх акцій.
	Індекс Standard & Poor's (S&P 500)	Індекс представляє середнє арифметичне значення цін акцій 500 найбільших за рівнем капіталізації компаній, зважене за капіталізацією.
	Індекс Nasdaq Composite	Розраховується на основі ринкової вартості простих акцій всіх компаній, що входять до лістингу біржі NASDAQ.
Велика Британія	Financial Times Stock Exchange Index (FTSE 100 Index)	Базою розрахунку є вартість акцій 100 найбільших за рівнем капіталізації компаній, що перебувають в лістингу на Лондонській фондовій біржі.
Німеччина	Індекс Deutscher Aktienindex (DAX)	Розраховується на основі вартості акцій компаній, що мають лістинг на електронній біржі XETRA.
Японія	Індекс Nikkei 225	Індекс розраховується як середнє арифметичне ринкових цін акцій найбільших 225 компаній, що знаходяться в лістингу Токійської фондової біржі.

Основними індикаторами, що використовуються для визначення обсягу попиту на ринку цінних паперів, виступають обсяги торгів та загальні суми реалізованих біржових контрактів за видами цінних паперів, які обертаються на ньому. Оцінка пропозиції у даному секторі здійснюється за такими ключовими критеріями, як обсяги емісії цінних паперів, показники ринкової капіталізації компаній.

Основними індикаторами конкуренції на ринку цінних паперів є кількість учасників, що мають дозвіл на здійснення професійної діяльності, кількість компаній, акції яких перебувають у лістингу на біржовому ринку, частка договорів, що припадає на одного учасника тощо. При цьому варто зазначити, що при аналізі цін на фондовому ринку пріоритетне значення має не їх рівень, а динаміка зміни, яка і характеризує доходність операцій.

Таблиця 1.12 – Фондові індекси, що розраховуються на ринку цінних паперів України

Фондова біржа	Назва індексу	Характеристика
ПФТС	Індекс ПФТС	Ціновий індекс, зважений за обсягом емісії (free float), що розраховується на базі 20 найбільш ліквідних акцій біржі.
	Індекс «ПФТС-Cbonds»	Індекс, який показує зміну цін корпоративних облігацій з терміном до погашення/найближчої оферти до одного року (без врахування накопиченого купонного доходу).
	Індекс «ПФТС-Cbonds/TR»	Індекс, який відображає умовну вартість індексного портфеля, який складається з корпоративних облігацій з терміном до погашення/найближчої оферти до одного року, при цьому отримані процентні платежі одразу ж реінвестуються в той самий індексний портфель.
Перспектива	Індекс українських облігацій (UB)	Індекс характеризує середню ефективну дохідність українських облігацій, емітованих державою, органами місцевого самоврядування та корпораціями. При розрахунку враховуються всі облігації, що знаходяться в обігу на біржі та відповідають встановленим критеріям відбору, але не менше 15 випусків.
Українська біржа	Індекс українських акцій (UX)	Зважений по капіталізації з врахуванням free - float індекс, до списку для розрахунку якого входить 10 звичайних акцій.

Наступним елементом фінансового ринку є валютний сегмент. Національний банк України публікує перелік індикаторів, які дозволяють оцінити як попит, так і пропозицію на даному сегменті. Так, обсяг попиту на валютні активи можна оцінити на основі загального обсягу задоволених заявок валютних аукціонів, продажу валюти на міжбанківському ринку, тоді як валютні резерви НБУ є показником обсягів пропозиції валюти. Окрім цього, на даному сегменті сформована система цінових показників, яка включає офіційний курс купівлі-продажу валют, а також середньозважені курси на міжбанківському та готівковому сегментах ринку. Динаміка даних показників детермінує зміни обсягів купівлі-продажу валют і тому є підґрунтям для прогнозування попиту та пропозиції у досліджуваному сегменті. Діяльність банків зі здійснення операцій на валютному сегменті ринку відбувається лише за умови отримання спеціального дозволу, тому конкуренція у даному секторі

відбувається в рамках даної групи учасників, для яких розраховуються показники концентрації.

Операції, що здійснюються на інших сегментах фінансового ринку, можна умовно розділити на кредитні та депозитні, що передбачає використання аналогічних показників в процесі оцінки ключових характеристик їх розвитку. Так, оцінюючи попит на відповідних сегментах, приймаємо до уваги обсяги розміщених депозитів чи наданих кредитів. Пропозицію депозитних ресурсів можна оцінювати через показники заощаджень населення, в той час як для кредитних ресурсів аналогічними індикаторами виступає грошова база та скориговані на резерви активи банку. Конкуренцію на даних видах ринків також можна оцінити за класичними критеріями кількості продавців відповідних фінансових активів та частки реалізованих операцій, що припадає на одного суб'єкта.

Важливим в процесі оцінки кон'юнктури фінансового ринку є врахування пріоритетності окремих параметрів, що характеризують його стан при визначенні обсягів попиту та пропозиції, а також специфіки конкурентних відносин на окремих сегментах, які мають диференційований ступінь впливу на розвиток фінансового ринку в цілому.

В результаті оцінки та прогнозування розвитку кон'юнктури фінансового ринку виявляються структурні недоліки її функціонування, що передбачає виокремлення основних напрямків регулювання, які також формуються в розрізі попиту, пропозиції та конкуренції. Заходи з регулювання попиту на фінансовому ринку спрямовуються на забезпечення його стабільного та якісного зростання і можуть стосуватися таких основних його аспектів, як захист та підтримка інтересів покупців, скорочення спекулятивних мотивів купівлі фінансових активів, активізація купівлі довгострокових активів, що сприятиме підвищенню стійкості фінансового ринку, тоді як метою регулювання пропозиції є забезпечення її зростання відповідно до потреб суб'єктів економіки, що передбачає стимулювання розміщення надлишкових грошових коштів домогосподарств та суб'єктів господарювання у формі

фінансових активів на фінансовому ринку. Стосовно конкурентних відносин на фінансовому ринку, основними задачами регулювання виступають оптимізація правил та стандартів професійної діяльності, розвиток системи комунікації між сегментами, забезпечення прозорості функціонування суб'єктів фінансового ринку, що сприяє підвищенню якості пропонованих фінансових послуг та встановлення оптимального цінового діапазону. Таким чином, в результаті впровадження заходів з регулювання кон'юнктури фінансового ринку реалізуються завдання державних органів та досягається її рівноважний та динамічно стійкий стан.

Необхідно також зауважити, що системний підхід до дослідження кон'юнктури фінансового ринку передбачає поєднання процесного підходу (дослідження специфіки кон'юнктури фінансового ринку відбувається послідовно на етапах формування, оцінювання та регулювання), структурного підходу (характеризуються усі системоутворюючі елементи даного явища, причому до уваги беруться не відокремлені характеристики, а усі параметри у їх взаємозв'язках) та функціонального підходу (досліджуються функції та принципи функціонування кон'юнктури фінансового ринку, оскільки саме розуміння значення для економіки та базових засад організації кон'юнктурного механізму дозволяє розробити систему ефективних методів регулювання кон'юнктурних коливань або ж отримати інформацію щодо можливих флуктуацій досліджуваного явища, що, в свою чергу, дозволить створити передумови для повного та своєчасного задоволення потреб розширеного відтворення та стане підґрунтям для високого рівня економічного зростання).

В контексті ідентифікації концептуальних засад застосування системного підходу до дослідження кон'юнктури фінансового ринку варто зазначити, що ціна як її складова має дуалістичний характер прояву: на макроекономічному рівні вона є наслідком взаємодії та врівноваження обсягів попиту та пропозиції на фінансові активи, підкреслюючи тим самим її стабілізуючу природу, тоді як на мікрорівні ціновий параметр як вартісний вимірник фінансових ресурсів проявляється в контексті здійснення впливу на попит, пропозицію та

конкуренцію на фінансовому ринку. Дослідження особливостей даного впливу на інші елементи фінансового ринку дало підстави констатувати, що між процентною ставкою як вартісним вимірником фінансових ресурсів та їх пропозицією існує прямий зв'язок, тоді як попит характеризується обернено пропорційним впливом процентної ставки. При цьому напрямок впливу ціни на конкуренцію залежить від часового параметру – для короткострокового періоду характерний обернено пропорційний вплив, тоді як у довгостроковому простежується прямий зв'язок. Виходячи з цього, у роботі ціна як елемент кон'юнктури фінансового досліджується не окремо, а в межах аналізу механізмів формування, оцінювання та регулювання інших її складових.

#### Висновки до розділу 1

У першому розділі дисертації узагальнено теоретичні засади дослідження фінансового ринку, проблеми та перспективи його розвитку в Україні, поглиблено підходи до розуміння сутності фінансового ринку та кон'юнктури фінансового ринку, розроблено концепцію застосування системного підходу до дослідження КФР.

За результатами розділу зроблено наступні висновки:

1. Узагальнено теоретичні засади розвитку фінансового ринку, зокрема щодо: трактування його сутності (як сукупності відносин, інститутів, механізму перерозподілу ресурсів, економічного простору тощо); основних функцій в економічній системі (мобілізаційно-трансформаційної, перерозподільчої, стимулюючої, координуючої, інформаційної, захисної тощо) та принципів функціонування (прозорості, ефективності, гнучкості, захисту інтересів, нормативної та регулятивної впорядкованості тощо); його сегментації та структуризації (за інституційною, часовою, територіальною, організаційною, строковою ознаками, ступенем ризику тощо); впливу на економічне зростання

(через дослідження каналів впливу, ефективності різних моделей фінансового ринку, детермінант розвитку фінансового ринку тощо).

2. Проведена систематизація теоретичних підходів до визначення товару на фінансовому ринку довела відсутність єдиної думки та узгодженості наукових концепцій, що обумовлює виникнення системних протиріч у здійсненні наукових досліджень. Так, зокрема, найчастіше товаром на фінансовому ринку вважають фінансові ресурси, хоча окремі науковці пропонують розглядати також і фінансові активи, фінансові інструменти, грошові кошти, капітал, фінансові фонди, цінні папери, фінансові послуги тощо. Узагальнено переваги та недоліки цих підходів, обґрунтовано можливості та доцільність використання кожного з них. Так, зокрема, фінансові послуги є об'єктом укладання угод не на фінансовому ринку, а на ринку фінансових послуг; фінансові інструменти – не об'єктом купівлі-продажу, а лише формою фіксації умов передачі фінансових ресурсів у користування. Найбільш дискусійним є вибір між фінансовими ресурсами та фінансовими активами при визначенні товару на фінансовому ринку.

3. Обґрунтовано, що внаслідок глобалізаційних перетворень, бурхливого розвитку ринків фіктивного капіталу та ускладнення фінансових інструментів відбувається віртуалізація фінансових операцій, що призводить до трансформації відносин власності у фінансовому секторі економіки та обумовлює зміну об'єктів укладання угод на фінансовому ринку. В останні роки торговельні операції на фінансовому ринку не завжди супроводжуються реальним рухом фінансових ресурсів, що призводить до виникнення розриву між їх власниками та джерелами, з одного боку, та кінцевим об'єктом їх інвестування в реальному секторі економіки - з іншого. Таким чином, фінансові ресурси втрачають властивості адекватно відображати сучасну специфіку відносин купівлі, продажу, обміну та перерозподілу товарів на фінансовому ринку. Особливо яскраво ці тенденції проявляються на ринку похідних цінних паперів, строковому валютному ринку тощо. Виходячи з цього, в якості економічно самостійних об'єктів купівлі-продажу на фінансовому ринку

пропонується розглядати фінансові активи. Вищезазначене обумовлює необхідність розуміння фінансового ринку як сукупності економічних відносин між покупцями, продавцями та посередниками, що виникають з приводу руху вартості, здатної генерувати потенційну економічну вигоду, в процесі купівлі, продажу, розподілу та перерозподілу фінансових активів.

4. Дослідження поточних тенденцій розвитку фінансового ринку України свідчить про наявність ряду проблем, зокрема: активний розвиток банківського сегменту фінансового ринку та відповідно відсталість небанківського сегменту, на частку якого припадає менше 10% загального обсягу фінансових активів; недостатній рівень капіталізації фінансових посередників на ринку, що обмежує їх можливості щодо задоволення інвестиційних потреб реального сектору економіки; недосконалість, витратність та низька ефективність існуючої інфраструктури фінансового ринку; переважання неорганізованого (позабіржового) ринку, що обслуговує об'єкти цінних паперів; обмеженість продуктового ряду та номенклатури об'єктів купівлі – продажу; низький рівень фінансової грамотності його учасників; низький рівень довіри до нього з боку інвесторів та споживачів, недостатній рівень захищеності їх прав тощо.

5. Дослідження генезису наукових поглядів на сутність кон'юнктури фінансового ринку дозволило виокремити три найбільш поширені підходи: 1) структурний – через її основні структурні складові – попит та пропозицію (до їх складу окремі автори додають ще й конкуренцію); 2) ринковий – трактування кон'юнктури фінансового ринку як ринкової ситуації, виходячи з чого для її характеристики використовується велика кількість різноманітних показників, що визначають стан розвитку фінансового ринку; 3) факторний – трактування кон'юнктури фінансового ринку як сукупності факторів та умов, що обумовлюють зміни у розвитку фінансового ринку.

Доведено, що розуміння кон'юнктури фінансового ринку в межах лише цих трьох підходів є фрагментарним. По-перше, поза увагою залишається розуміння кон'юнктури фінансового ринку як об'єкта застосування регуляторних заходів з метою забезпечення позитивних змін у соціально-



економічному розвитку країни в умовах посткризової стабілізації, враховуючи посилення ролі фінансового ринку в забезпеченні економічного зростання. Саме тому, інструментарій регулювання кон'юнктури фінансового ринку займає центральне місце в системі інструментів антикризового стабілізаційного управління розвитком фінансового сектора економіки. По-друге, науковці зосереджують увагу лише на окремих складових кон'юнктури фінансового ринку, що не забезпечує комплексності та системності при її дослідженні. Слід відмітити, ця комплексність забезпечується при умові, що узагальнюючими характеристиками кон'юнктури фінансового ринку є не окремо попит та пропозиція, а рівновага між ними, а також динамічна стійкість фінансового ринку до впливу зовнішніх та внутрішніх шоків. По-третє, в більшості існуючих визначень кон'юнктури фінансового ринку нехтується фактор часу, тобто вона розуміється як статична, а не як динамічна характеристика розвитку фінансового ринку. По-четверте, кожен сегмент фінансового ринку має специфічні особливості в процесі формування кон'юнктури, які слід враховувати при її аналізі та застосуванні регуляторних заходів.

6. У дисертації поглиблено наукові засади трактування сутності кон'юнктури фінансового ринку та визначено її як динамічну характеристику змін у попиті, пропозиції, конкуренції та рівні цін на кожному сегменті фінансового ринку, які відбуваються під впливом кон'юктуроутворюючих факторів та внаслідок застосування регуляторних заходів забезпечують досягнення рівноваги та динамічної стійкості фінансового ринку. Таке розуміння сутності кон'юнктури фінансового ринку обумовлює необхідність коригування концептуальних уявлень про її системне формування.

7. Обґрунтування в роботі необхідності дослідження кон'юнктури фінансового ринку не лише в якості характеристики розвитку фінансового ринку, а й чинника забезпечення його рівноваги та динамічної стійкості, дозволяє сформулювати такі основні положення її системного функціонування. По-перше, кон'юнктура фінансового ринку виконує ряд самостійних функцій, зокрема: інформаційну, прогнозну, попереджувальну, оціночну, регулюючу,

консолідууючу. По-друге, розвиток кон'юнктури фінансового ринку має ґрунтуватися на наступних принципах: системності, збалансованості, зворотності зв'язку, адаптивності, регульованості, рівності тощо. По-третє, результуючими параметрами рівня розвитку кон'юнктури фінансового ринку є рівновага та динамічна стійкість, оскільки навіть за умови усунення диспропорцій у функціонуванні окремих складових елементів кон'юнктури фінансового ринку позитивний вплив останньої на соціально-економічний розвиток країни в умовах посткризової стабілізації без забезпечення її рівноваги та стійкості не є гарантованим. По-четверте, базовими складовими елементами кон'юнктури фінансового ринку є попит, пропозиція, конкуренція та ціна, між якими сформована система причинно-наслідкових зв'язків. По-п'яте, кожен елемент кон'юнктури фінансового ринку відзначається суттєвою специфікою при її формуванні, оцінюванні та регулюванні. По-шосте, системність при дослідженні кон'юнктури фінансового ринку досягається шляхом поєднання процесного підходу (досліджується специфіка формування, оцінювання та регулювання кон'юнктури фінансового ринку), структурного підходу (досліджуються всі елементи кон'юнктури фінансового ринку) та функціонального підходу (досліджуються функції та принципи функціонування кон'юнктури фінансового ринку). По-сьоме, ціна як складова кон'юнктури фінансового ринку має дуалістичний характер прояву: на макроекономічному рівні вона є наслідком встановлення попиту та пропозиції на фінансовому ринку, підкреслюючи тим самим її рівноважну природу, тоді як на мікрорівні ціновий параметр як вимірник вартості фінансових активів здійснює вплив на попит, пропозицію та конкуренцію на фінансовому ринку. Виходячи з цього, в роботі ціна як елемент кон'юнктури фінансового ринку досліджується не окремо, а в межах аналізу механізмів формування, оцінювання та регулювання інших елементів кон'юнктури фінансового ринку.

Основні положення даного розділу дисертаційної роботи опубліковано в роботах [281, 1, 4, 13, 15, 20, 28, 29, 31, 32, 33, 35, 36, 42, 43, 47, 49, 52, 55, 57].

## РОЗДІЛ 2

## МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ФОРМУВАННЯ, ОЦІНЮВАННЯ ТА РЕГУЛЮВАННЯ ПОПИТУ НА ФІНАНСОВОМУ РИНКУ УКРАЇНИ

2.1 Концептуальні засади виявлення структурних диспропорцій при формуванні попиту на фінансовому ринку України

Функціонування фінансового ринку як організованої системи характеризується дією певного механізму, регламентованого загальноекономічними законами, який, в свою чергу, відображає взаємодію попиту і пропозиції на фінансовий актив як специфічний товар, що знаходиться в обігу на даному ринку. Формування параметрів кон'юнктури досліджуваного сегменту у їх взаємозв'язку і взаємозалежності реалізуються як відповідно до загальноприйнятих в економічній науці принципів та постулатів, так і мають свою специфіку, що обумовлюється особливостями економічних відносин, які склалися у певному секторі економіки, а тому існує об'єктивна необхідність виявлення та систематизації цих специфічних рис, що дозволить більш комплексно та адекватно оцінити механізм функціонування фінансового ринку.

Особливості формування попиту на фінансовому ринку визначаються економічною природою об'єкту купівлі-продажу - фінансового активу. Фінансовий ринок є полісегментним, тобто включає низку секторів зі своїм специфічним товаром, однак саме фінансовий актив виступає категорією, яка дозволяє агрегувати економічні відносини, що складаються на кожному з сегментів даного ринку, адже за своєю природою фінансовий актив також є комплексним і включає депозити, позики, похідні фінансові інструменти, цінні папери, грошові кошти, монетарне золото, спеціальні права запозичення, позабіржові фінансові інструменти тощо, кожен із яких, в свою чергу, є об'єктом економічних відносин певного сектору фінансового ринку.

Крім того, специфіка формування попиту на фінансовому ринку визначається і особливостями поведінки суб'єктів, які його пред'являють. Суб'єкти господарювання формують попит на кредитному сегменті в зв'язку з необхідністю фінансування потреб розширеного відтворення та операційної діяльності, реалізації інвестиційних проектів, забезпечення технологічного оснащення та модернізації виробничих потужностей, що обумовлює необхідність залучення додаткових фінансових ресурсів і, як наслідок, збільшення попиту на банківський кредит як фінансовий актив. Разом з тим, підприємства, які здійснюють зовнішньоекономічну діяльність, сприяють зростанню попиту на валютному сегменті, оскільки в процесі укладання та реалізації транскордонних угод виникає об'єктивна необхідність здійснення платежів у вільноконвертованій валюті. Крім того, суб'єкти господарювання, що провадять активну інвестиційну діяльність зі спекулятивними мотивами, пред'являють попит на цінні папери як фінансовий актив, а підприємства, що мають намір зменшити ризик своєї діяльності, виступають активним учасником іншого сегменту фінансового ринку – здійснюють придбання похідних фінансових інструментів [340].

Домогосподарства, подібно до суб'єктів господарювання, формують попит на кредитні ресурси, зокрема, у сфері споживчого та іпотечного кредитування; виступають продуцентами попиту на валютному сегменті, керуючись при цьому як спекулятивними, так і споживчими мотивами. Крім того, використовуючи послуги професійних учасників фондового сегменту фінансового ринку, домогосподарства опосередковано приймають участь у формуванні попиту на різні види цінних паперів [305].

Держава, в особі уповноважених органів, виступає учасником економічних відносин на фінансовому ринку, зокрема, сприяє формуванню попиту на кредит як на фінансовий актив у випадку, коли виходить на міжнародний фінансових ринок та здійснює запозичення у відповідних організаціях, а також через підприємства зі стовідсотковою часткою

державного капіталу формує попит на кредитному, валютному та фондовому сегментах за аналогією до суб'єктів господарювання [144, 305].

Фінансово-кредитні установи є тими суб'єктами, які головним чином сприяють формуванню пропозиції на фінансовому ринку, однак, у деяких випадках можуть пред'являти і попит на фінансові активи. Так, наприклад, банки досить частко використовують недепозитні джерела залучення коштів для забезпечення ліквідності своєї діяльності та фінансування активних операцій. До них належать міжбанківські запозичення, операції РЕПО, кредити за різними ставками рефінансування від Національного банку України, а тому, виступаючи фактично позичальниками на міжбанківському ринку, вони мають певний вплив на формування попиту у цьому сегменті. Поряд з цим, справедливо зазначити, що міжбанківські кредити є досить дорогими, мають незначний період надання та погашення, а тому лише великі банки можуть бути покупцями зазначеного фінансового активу, що суттєво звужує клієнтський сегмент. Разом з тим, фінансово-кредитні установи можуть виступати і активними учасниками ринку цінних паперів (банки здійснюють купівлю облігацій внутрішньої державної позики для формування свого інвестиційного портфеля чи здійснення ряду інших операцій; аналогічно в рамках інвестиційної діяльності і небанківські фінансові установи можуть виступати покупцями як боргових, так і пайових цінних паперів, що обертаються на фондовому сегменті фінансового ринку України) [231, 266].

При цьому справедливо зазначити, що певний вплив на формування попиту на фінансовому ринку України мають регулятори окремих його сегментів, зокрема Національний банк України; Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг; Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, оскільки вони визначають ключові організаційні та економічні засади функціонування кожного з підвідомчих їм сегментів.

Узагальнюючи теоретичні та практичні надбання різних науковців, можна виокремити наступні чинники, які сприяють формуванню попиту на

фінансові активи, як об'єкту економічних відносин, що складаються між різними групами суб'єктів (табл. 2.1).

Таблиця 2.1 – Характеристика факторів формування попиту на фінансовому ринку (складено автором на основі [118, 230, 227])

Фактор	Характеристика впливу
Обсяги національного виробництва	Економічне зростання сприяє збільшенню попиту на фінансовому ринку, оскільки суб'єкти економічних відносин мають додаткові кошти для вкладання у фінансові активи, які пропонуються на фондовому та депозитному сегментах, тоді як в умовах обмеженості ресурсів та періоді стагнації попит може зростати лише на кредити, як актив, придбання якого дозволяє частково вирішити проблему дефіциту коштів. Разом з тим, в умовах динамічного зростання обсягів виробництва збільшується і попит на кредити, оскільки підвищується кредитоспроможність позичальника і, як наслідок, банки мають можливість задовольнити більший обсяг кредитних заявок.
Рівень заощаджень населення	Дія даного фактору подібна до попереднього, тобто в умовах зростання даного показника відбувається підвищення попиту на різні групи фінансових активів, попит при цьому стає більш диференційованим, а не обмежується вузькою групою банківських продуктів. Важливо зазначити, що індикатором підвищення попиту на фінансовому ринку є саме зростання рівня заощаджень, а не доходів населення в цілому, оскільки в умовах національної економіки припущення Дж. М. Кейнса не реалізуються, що пояснюється як нерозвиненістю більшості фінансових інститутів, так і низьким рівнем лояльності економічних суб'єктів до даного сегменту.
Інфляційні очікування	Традиційно до реакції дії даного фактору на товарних ринках, інфляційні очікування призводять до підвищення ажіотажу і, як наслідок, стрімкого збільшення попиту на фінансові активи. Однак, специфіка фінансового ринку передбачає існування також і спекулятивних мотивів, тобто в умовах високого ризику інфляції може відбутися трансформація попиту не фінансового ринку, а окремих його секторів, тобто більш помітною буде зміна попиту для тих сегментів, які є майже нееластичними до зміни цін або ж які дозволяють отримати певний дохід від операцій з активами в умовах інфляції. Однак, разом з тим, безпосередньо в умовах високої інфляції може відбутися скорочення попиту на фінансовому ринку, оскільки знецінення грошей призводить до зменшення реальної вартості доходів, які знаходяться у розпорядженні економічних суб'єктів, що, в свою чергу, обмежує їх можливості щодо придбання фінансових активів, особливо щодо вкладень у довгострокові фінансові інструменти.

## Продовження табл. 2.1

Фактор	Характеристика впливу
Рівень розвитку інфраструктури фінансового ринку	Попит на фінансові активи значною мірою визначається лояльністю споживачів, тому існує пряма залежність між рівнем розвитку інфраструктури фінансового ринку та попитом на різні групи фінансових активів, адже зростання кількості інституцій, що пропонують для продажу даний товар, спрощення процедури його придбання та продажу, доступність інформації про конкретний фінансовий актив, що обертається на ринку призводить до підвищення довіри економічних суб'єктів і, як наслідок, стимулює збільшення попиту.
Монетарна та фіскальна політика держави	Має значний вплив на попит на фінансовому ринку, оскільки будь-які зміни параметрів заходів державного регулювання у даній сфері призводять до трансформації умов та можливостей функціонування економічних суб'єктів, що, в свою чергу, відображається і на їх можливості сприяти розширенню попиту на фінансовому ринку.
Рівень ризику та доходності фінансових активів	З позиції економічного суб'єкта, який формує попит на переважну більшість фінансових активів, ключовими детермінантами його поведінки як споживача є саме співвідношення між рівнем доходності та ризику певного фінансового активу, залежно від значення яких і приймається рішення про його купівлю-продаж, що, в свою чергу, відображається на попиті. Однак, в контексті фінансового ринку неможливо зробити однозначний висновок, який саме варіант співвідношення наведених параметрів буде найбільш сприяти зростанню попиту на ринку, оскільки у даному секторі існує декілька груп гравців залежно від ризиковості їх вкладень, а тому зміна параметрів кон'юнктури буде стимулювати активність окремої групи суб'єктів і лише визначивши хоча б приблизні пропорції структури гравців ринку за даною ознакою, можна спрогнозувати динаміку зміни попиту в певній економічній ситуації.
Рівень нерациональності споживача фінансових активів	У відповідності до постулатів класичної економічної теорії кожен раціональний економічний суб'єкт прагне максимізувати свою корисність та прибуток і мінімізувати витрати, однак, досягнувши певного рівня життєвого стандарту, гравець на фінансовому ринку нехтує припущеннями класичної економічної думки і інвестує кошти у високоризикові активи, оскільки при цьому отримує більший дохід, а тому превалювання нерациональності в мотивах споживачів визначає і динаміку попиту на фінансовому ринку.
Динаміка кон'юнктури на товарних та фінансових ринках інших країн	Значення даного фактору суттєво зростає в сучасних умовах, які характеризуються активізацією глобалізаційних та інтеграційних процесів. Як наслідок, зміна параметрів попиту на фінансові активи в інших країнах, які мають досить тісні зовнішньоекономічні зв'язки з певною державою чи подібні за рівнем розвитку, досить вірогідно з певним часовим лагом відобразиться на попиті фінансового ринку даної країни.

Окрім традиційних та загальноприйнятих чинників формування попиту на фінансовому ринку окремими науковцями виділяються й альтернативні фактори. Так, Дж. Меткалф [327], визначає часовий параметр як один із важливих детермінант попиту на фінансові активи, оскільки економічний суб'єкт витрачає певний час на аналіз ситуації на фінансовому ринку та прийняття рішення щодо придбання того чи іншого активу, крім того, витрачається певний час і безпосередньо на купівлю самого фінансового інструменту. Зважаючи на різноманітні організаційні та інституціональні обмеження, така позиція автора в умовах фінансового ринку набуває особливої актуальності, адже затрати часу на оформлення переходу прав власності на фінансовий актив можуть спровокувати волатильність попиту як в межах окремих сегментів фінансового ринку (більшим попитом будуть користуватися ті фінансові інструменти, які характеризуються простішою та швидшою процедурою купівлі-продажу), так і спричинити відмову економічного суб'єкта здійснювати придбання певних активів через фінансовий ринок (наприклад, підприємства можуть скористатися комерційним кредитом, замість банківського тощо).

В той же час, Тихонов Р. Ю. [247] виділяє інформаційний фактор у процесі формування попиту на фінансовому ринку, який характеризується ним з двох позицій: можливість доступу окремих груп економічних суб'єктів до інсайдерської інформації та зловживання нею, а також заяви впливових політиків та економістів щодо зміни кон'юнктури на фінансовому ринку в цілому чи окремих його сегментах. Слід відмітити, що такі інформаційні потоки можуть як позитивно відобразитися на обсягах попиту на фінансові активи, так і призвести до їх скорочення.

Більшість вітчизняних та зарубіжних науковців ототожнюють попит на гроші з попитом на фінансовому ринку, тому в рамках ідентифікації чинників,



що визначають попит на даному сегменті, спираються на припущення кейнсіанської теорії, виділяючи при цьому три групи мотивів попиту економічних суб'єктів на гроші: трансакційний (операційний) мотив; мотив завбачливості; спекулятивний мотив.

Трансакційний мотив передбачає існування необхідності у економічних суб'єктів зберігати частину фінансових ресурсів у формі, придатній для негайного використання, оскільки ці грошові кошти мають бути спрямовані для фінансування поточних і споживчих потреб, а тому суб'єкти господарювання мають схильність до зберігання певного обсягу тимчасово вільних фінансових ресурсів у готівковій формі або на поточних рахунках в банку.

В свою чергу, мотив завбачливості передбачає, що суб'єкти грошового ринку прагнуть залишити частину вільних фінансових ресурсів у формі своєрідного резерву, призначенням якого є зменшення ризику дестабілізації внаслідок виникнення несприятливих подій, що супроводжуються необхідністю здійснення непередбачуваних фінансових витрат.

Механізм спекулятивного попиту на гроші передбачає, що для суб'єкта господарювання готівкові кошти та фінансові інструменти, що знаходяться в обігу на фінансовому ринку, виступають альтернативними варіантами реалізації інвестицій, тому в умовах сприятливої ринкової кон'юнктури вони прагнуть вкласти свої заощадження у високодохідні фінансові активи, а при погіршенні якісних параметрів, які характеризують фінансові інструменти (зменшення доходності, зростання рівня ризику), раціональні споживачі прагнуть трансформувати свої заощадження у готівкову форму [99].

Проте, в контексті даного дисертаційного дослідження, зазначений підхід є не зовсім прийнятним, оскільки, по-перше, було визначено об'єктом економічних відносин на фінансовому ринку не фінансові ресурси, а фінансовий актив, що суттєво змінює вектор дослідження механізму

формування попиту у даному сегменті; по-друге, український фінансовий ринок знаходиться на стадії становлення, а тому цілком вірогідно, що на сучасному етапі розвитку припущення кейнсіанської теорії не знайдуть свого відображення у вітчизняних умовах на відміну від високорозвинутих країн. Саме тому з урахуванням наведених зауважень, доцільно визначати попит у вигляді багатофакторної функції, що враховує вплив чинників, систематизованих у табл. 2.1, адже саме така позиція більш повно та адекватно відображає механізм формування та зміни окремих параметрів попиту як на фінансовому ринку України, так і може бути застосована для моделювання динаміки попиту на фінансових ринках високорозвинутих країн.

Ідентифікувавши важливі концептуальні засади формування попиту на фінансовому ринку в теоретичному аспекті, доцільно перейти до конкретизації специфіки формування попиту на фінансовому ринку України, використовуючи як інформаційну основу дослідження аналітичну інформацію, представлену у підрозділі 1.1.

Перш за все, слід відмітити, що фінансовий ринок України є волатильним, недостатньо розвинутим і характеризується існуванням низки диспропорцій, а також перебуває у значній залежності від зовнішньоекономічних тенденцій та іноземного капіталу [89, 115]. Разом з тим, безпосередньо на формування попиту на фінансові активи негативний вплив мають недосконалість державного регулювання фінансового ринку, невисокий рівень лояльності споживачів фінансових активів, а також низький рівень розвитку інфраструктури.

Але, незважаючи на суттєві недоліки, попит на фінансові активи протягом останніх років помітно зростає, що супроводжується збільшенням кількісних показників, а також фінансової обізнаності економічних суб'єктів щодо специфіки функціонування фінансового ринку та його інститутів.

Більш ґрунтовний аналіз поточних тенденцій формування попиту на фінансовому ринку України дозволив виявити наявність широкого спектру структурних деформацій

– невідповідність функціональної залежності попиту на фінансові активи від ВВП постулатам класичної економічної теорії, тобто збільшення обсягів національного виробництва традиційно мало б супроводжуватися зростанням попиту на фінансовому ринку, однак, значні інфляційні очікування та недовіра економічних суб'єктів перешкоджають реалізації цього теоретичного припущення у вітчизняних умовах, на відміну від високорозвинутих країн, оскільки власники заощаджень прагнуть зберігати свої кошти в активах, які мають менший рівень ризику (наприклад, дорогоцінні метали, ювелірні вироби з них) чи взагалі не реалізують інвестиції на фінансовому ринку, а зростання кількісних показників розвитку даного ринку обумовлено більшою мірою не зростанням ВВП, а укрупненням масштабу угод та спрощенням доступу до конкретних сегментів фінансового ринку;



Рисунок 2.1 – Динаміка обсягу виданих кредитів та облікової ставки НБУ [239]

– нееластичність попиту до змін норми відсотка, що на прикладі кредитного сегменту фінансового ринку можна підтвердити даними рис. 2.1

Наведені на рис. 2.1 ілюструють відсутність чіткої залежності між зміною облікової ставки НБУ та обсягом виданих кредитів. Зокрема, стрімке зростання облікової ставки у 2008 році мало б призвести до здорожчання вартості позикових ресурсів і, як наслідок, до скорочення обсягів кредитування, проте, на ринку склалася протилежна тенденція.

Разом з тим, значне зниження облікової ставки у 2009-2010 рр. повинно було позитивно відобразитися на масштабах кредитування, тоді як реально значення даного параметра майже не змінилося і лише ситуація, яка склалася на кредитному ринку протягом 2011-2013 рр. дозволяє відслідкувати класичну реакцію досліджуваного сегменту фінансового ринку на коливання облікової ставки.

Таким чином, можна підсумувати, що попит на фінансовому ринку в цілому є нееластичним по відношенню до зміни норми відсотка, що можна пояснити як реалізацією інфляційних очікувань економічних суб'єктів, так і недосконалістю ринкового механізму його регулювання;

– невідповідність існуючої в Україні інфраструктури фінансового ринку потребам суб'єктів господарювання щодо зберігання коштів у фінансових активах. Так, наприклад, зважаючи на реалізацію ефекту заміщення, при зростанні обсягу ВВП та заощаджень населення суб'єкти господарювання мають прагнути до зберігання вільних фінансових ресурсів у більш доходних та ліквідних активах, однак, недосконалість інфраструктурної мережі фінансових посередників та низька ефективність їх діяльності суттєво обмежує учасників фінансового ринку в контексті реалізації ефекту заміщення, тому вони надають перевагу більш доступним, але менш доходним активам, таким як депозити або ж зберігають тимчасово вільні фінансові ресурси на

поточних рахунках чи у вигляді готівкових коштів поза банками. Крім того, низька популярність інструментів фондового сегменту та невисокий рівень фінансової грамотності економічних суб'єктів не дозволяють учасникам фінансового ринку повною мірою скористатися перевагами даної групи фінансових активів, що негативно відображається на загальному обсязі попиту;

– наявність валютних диспропорцій в структурі попиту, оскільки економіка України характеризується значною недовірою населення до національної валюти, що провокує скорочення попиту на готівкові кошти та непропорційне зростання зберігання активів у формі іноземної валюти, депозитів чи цінних паперів, що можна підтвердити даними рис. 1.5 та 1.6;

– значний обсяг позаринкового обігу капіталу внаслідок зменшення рівня довіри економічних агентів до фінансових посередників, низького рівня прозорості їх діяльності та значного обсягу тіньового сектору економіки країни. Частка угод, укладених на організованому ринку цінних паперів протягом 2005-2013 рр. не перевищувала 12,6%, тоді як саме фондові інструменти характеризуються найвищим рівнем доходності, а частка та динаміка торгів на організованому сегменті ринку є одним з ключових індикаторів розвитку національної економіки.

Узагальнюючи, можна відмітити, що формування попиту на вітчизняному фінансовому ринку відбувається стихійно, хоча протягом останніх років і спостерігаються тенденції до трансформації цього процесу у відповідності до базових постулатів класичної економічної теорії. Однак, в той же час, попит на фінансовому ринку характеризується існуванням значного деформуючого впливу, спричиненого дією низки факторів.

З метою відстеження поточних тенденцій формування попиту на фінансовому ринку та своєчасного виявлення структурних диспропорцій запропоновано впровадити систему моніторингу ринкових процесів, пов'язаних

з формуванням попиту на фінансові активи, яка ґрунтується на національній методології складання грошово-кредитної статистики (табл. 2.2). Вважаємо, що дана система повинна забезпечити ранню діагностику наступних структурних диспропорцій у формуванні попиту на фінансовому ринку:

– валютних, обумовлених переважанням попиту економічних суб'єктів на фінансові активи в іноземній валюті. Параметр моніторингу – валюта формування попиту: національна та іноземна. В якості базового індикатора вихідних розрахунків було обрано рівень доларизації економіки, а основою для здійснення шкалювання отриманих результатів є рекомендації МВФ, відповідно до яких функціонування економіки країни (і фінансового ринку в тому числі) є стабільним, доки рівень валютизації не перевищує 30%, тоді як зростання вище встановленого порогового значення свідчить про суттєву загрозу економічній безпеці країни;

– строкових, пов'язаних з домінуванням короткострокового попиту на фінансові активи. Параметр моніторингу – часовий горизонт формування попиту: коротко- (до 1 року), середньо- (від 1 до 5 років) та довгостроковий (більше 5 років). Логіка шкалювання передбачає врахування потреб забезпечення ліквідності при формуванні короткострокового попиту, а інвестиційних потреб – для довгострокового. В рамках ідентифікації порогових значень для короткострокового попиту використовувалися нормативні рекомендації щодо значення показника абсолютної ліквідності, який не має перевищувати 20%. В якості параметра, який дозволив сформулювати порогові значення довгострокового попиту на фінансові активи, виступив коефіцієнт автономії, нормативне значення якого встановлено на рівні 0,5, тобто фактично половина майна будь-якого суб'єкта господарювання може бути сформована за рахунок позикових коштів. Однак, даний показник не враховує строковість позикових фінансових ресурсів, а тому, скоригувавши його значення з

урахуванням можливості здійснення коротко- та середньострокових запозичень, було запропоновано визначати нижню межу довгострокового попиту на фінансові активи на рівні 30%. В свою чергу, систему порогових значень щодо середньострокового попиту на фінансові активи було визначено з урахуванням аналогічних параметрів для коротко- та довгострокового попиту у даному сегменті;

– інституційних, що викликані домінуванням попиту з боку окремих економічних суб'єктів. Параметр моніторингу – сектор економіки, в межах якого формується попит: сектор державного управління, домогосподарства, фірми та фінансовий сектор. Порогові значення шкали обумовлені мінімізацією рівня впливу сектору державного управління на розвиток фінансового ринку. Загальноприйнятим для національної економіки є встановлення межі частки істотної участі, за якої, в даному випадку, певна група суб'єктів (сектор державного управління) може впливати на динаміку попиту на кредитному сегменті ринку, на рівні 10%. Виходячи з даного припущення і було запропоновано здійснити шкалювання за даним сегментом суб'єктів економічних відносин. Разом з тим, враховуючи, що попит являє собою кількість придбаних одиниць фінансових активів за певною ціною у визначений момент часу, найбільш активними учасниками кредитного сектору мають бути домогосподарства, домінування яких обумовлено не вартісними, а кількісними параметрами попиту. Крім того, цілком закономірно, що розвинутий фінансовий сектор передбачає існування налагодженої системи комунікацій та співробітництва між різними фінансово-кредитними установами, які його формують, що і обумовлює встановлення вищих порогових значень для фінансового сектору у порівнянні з суб'єктами реального сектору економіки;

– галузевих, що викликані домінуванням попиту з боку суб'єктів, що здійснюють різні види економічної діяльності. Параметр моніторингу – галузева структура ВВП (частки ВВП, що забезпечуються промисловістю, сільським господарством, сферою послуг тощо). В даному контексті слід відзначити, що перехід до постіндустріальної стадії розвитку світового господарства обумовлює превалювання саме сфери послуг, а також незначне домінування виробничого сектору над сільськогосподарським, що і обумовлює вибір порогових значень розробленої шкали;

– функціональних, що обумовлені спрямованістю попиту на поточне споживання чи задоволення інвестиційних потреб суб'єктів економіки. Параметр моніторингу – цільовий характер формування попиту. Логіка шкалювання для даного параметра була розроблена з урахуванням Методичних рекомендації щодо розрахунку рівня економічної безпеки України (№1277), затверджених Міністерством економічного розвитку і торгівлі України [205], а інформаційною основою було обрано показник частки кредитів на інвестування за ознакою цільового спрямування, розрахований за даними, представленими у звітах НБУ.





Таблиця 2.2 – Критеріальна база та результати моніторингу за формуванням попиту на фінансовому ринку України (на прикладі кредитного сегменту)

Диспропорція	Індикатор наявності диспропорції, %	Бальна шкала оцінювання Логіка шкалювання	Результати оцінювання диспропорцій на ФР України, % (бали)											
			1 бал	2 бали	3 бали	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	I півр.2013
валютна	Рівень валютизації попиту	База - рекомендації МФВ щодо критичного рівня доларизації економіки	[0; 15]	[15; 30]	[30; 100]	43 (3)	50 (3)	50 (3)	59 (3)	51 (3)	46 (3)	40 (3)	37 (3)	37 (3)
строкова	Частка короткострокового попиту на фінансові активи	Обмеження при формуванні короткострокового попиту обумовлені потребами в ліквідності, довгострокового – в інвестиціях	[0; 20]	[20; 40]	[40; 100]	38 (2)	35 (2)	31 (2)	30 (2)	32 (2)	33 (2)	37 (2)	42 (3)	44 (3)
	Частка середньострокового попиту на фінансові активи		[100; 50]	[50; 40]	[40; 0]	62 (1)	65 (1)	43 (2)	38 (3)	37(3)	37 (3)	37(3)	36 (3)	35 (3)
	Частка довгострокового попиту на фінансові активи		[100; 30]	[30; 20]	[20; 0]	0 (3)	0 (3)	26 (2)	32 (1)	31 (1)	30 (1)	26 (2)	22 (2)	21 (2)
інституційна	Частка попиту на фінансові активи з боку сектору державного управління	Обмеження обумовлені мінімізацією рівня впливу сектору державного управління на розвиток фінансового ринку	[0; 0]	[0; 10]	[10; 100]	0 (1)	0 (1)	0 (1)	0 (1)	0,6 (2)	1,0 (2)	0,9 (2)	0,6 (2)	0,6 (2)
	Частка попиту з боку сектору домогосподарств	Обмеження обумовлені інвестиційними потребами відповідних секторів економіки	[100; 50]	[50; 40]	[40; 0]	25 (3)	33 (3)	37 (3)	38 (3)	33 (3)	28 (3)	25 (3)	23 (3)	23 (3)
	Частка попиту з боку сектору підприємств (фірм)		[0; 20]	[20; 40]	[40; 100]	74 (3)	65 (3)	61 (3)	60 (3)	64 (3)	68 (3)	72 (3)	74 (3)	75 (3)
	Частка попиту на фінансові активи з боку фінансового сектору	Обмеження обумовлені критичним рівнем залежності обсягів операцій фінансових посередників	[0; 30]	[30; 40]	[40; 100]	0,6 (1)	0,6 (1)	1,1 (1)	1,2 (1)	1,9 (1)	1,7 (1)	1,9 (1)	1,9 (1)	2 (1)
галузева	Частка попиту на фінансові активи з боку виробництва	База – рекомендації Світового банку щодо встановлення оптимальних меж галузевої структури ВВП	[0; 30]	[30; 40]	[40; 100]	37 (2)	37 (2)	36 (2)	36 (2)	36 (2)	35 (2)	34 (2)	33 (2)	34 (2)
	Частка попиту на фінансові активи з боку сільського господарства		[0; 20]	[20; 30]	[30; 100]	7 (1)	7 (1)	7 (1)	6 (1)	7 (1)	7 (1)	7 (1)	6 (1)	6 (1)
	Частка попиту на фінансові активи з боку сфери послуг		[100; 50]	[30; 20]	[20; 0]	57 (1)	57 (1)	58 (1)	58 (1)	59 (1)	60 (1)	60 (1)	61 (1)	60 (1)
функціональна	Рівень інвестиційного попиту на фінансові активи	Відповідно до Методичних рекомендацій щодо розрахунку рівня економічної безпеки України (№1277), затверджених Міністерством економічного розвитку і торгівлі України	[100; 30]	[30; 20]	[20; 0]	17 (3)	18 (3)	20 (3)	22 (2)	18 (3)	17 (3)	15 (3)	14 (3)	13 (3)

<p>Діапазони для індикатора загального рівня структурних диспропорцій:  (0; 12) – незначний; [12; 24) – суттєвий; [24; 36] – критичний.</p>	24	24	24	23	25	25	26	27	28
---	----	----	----	----	----	----	----	----	----



Державний вищий навчальний заклад  
"УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ  
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ"

State Higher Educational Institution  
"UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING  
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE"

Результати проведеного моніторингу ринкових процесів, пов'язаних з формуванням попиту на фінансові активи (на прикладі кредитного сегменту фінансового ринку) за період 2005 р. – I півріччя 2013 р., свідчать про наявність в Україні всіх визначених вище структурних диспропорцій, узагальнена оцінка яких дозволяє стверджувати, що в сукупності їх рівень може бути ідентифікований як критичний. Так, індикатор загального рівня структурних диспропорцій (сума балів за результатами оцінювання всіх видів диспропорцій) збільшився з 24 балів (суттєвий рівень) в докризовому періоді (2005-2008 рр.) до 27 балів (критичний рівень) в кризовому (2008-2009 рр.) та посткризовому періодах (2009-2013 рр.).

Результати проведених розрахунків вказують на наявність критичних валютних диспропорцій у формуванні попиту на фінансовому ринку, що обумовлено надмірним рівнем його валютизації та є свідченням як недостатнього рівня довіри до національної валюти, так і переважанням спекулятивних мотивів при укладанні угод на фінансовому ринку. Найбільш суттєвими валютні диспропорції були протягом 2006-2009 рр., про що свідчить значення рівня валютизації попиту на кредитному сегменті ринку понад 50% (у 2009 році показник набув максимального значення – 59%). Однак, позитивною є тенденція до скорочення валютного дисбалансу кредитного сегменту ринку, починаючи з 2011 року та зростання вірогідності переходу з групи критичного рівня дисбалансів до середнього, що може бути проявом підвищення лояльності економічних суб'єктів до національної грошової одиниці, що, в свою чергу, дозволяє зробити висновок про відновлення стабільності національної економіки після кризи 2008-2009 рр.

В рамках дослідження строкових диспропорцій варто відмітити, що найбільш негативною є ситуація у секторі середньострокового попиту на фінансові активи, який характеризується погіршенням показників протягом досліджуваного періоду та збереженням критичного рівня диспропорцій, починаючи з 2008 року. Сегмент довгострокового попиту на фінансові активи характеризується наявністю найбільш позитивних тенденцій, оскільки в даному

секторі найвищий рівень диспропорцій спостерігався протягом 2005-2006 рр., а надалі ситуація суттєво покращилася і в 2008-2010 рр. ступінь деформацій попиту був мінімальним. Але деструктивний вплив фінансової кризи 2008-2009 рр. призвів до зміни структури кредитування в напрямку короткострокових запозичень, що відобразилося на погіршенні оціночних показників у 2011-2013 рр. Найбільш стабільним сектором кредитного сегменту ринку в розрізі досліджуваного типу диспропорцій є сегмент короткострокового попиту на фінансові активи, для якого характерним є збереження середнього рівня дисбалансів протягом 2005-2011 рр. і незначне погіршення ситуації у 2012-2013 рр.

Досліджуючи інституційні диспропорції попиту на фінансові активи, варто зазначити, що частка попиту, сформована сектором державного управління, є незначною, хоча і характеризується мінімальним та середнім рівнем диспропорцій. Разом з тим, частка попиту на фінансові активи з боку фінансових корпорацій не перевищує порогові значення і знаходиться в межах норми, тоді як високий рівень деформацій притаманний для сегменту попиту, представленого суб'єктами господарювання (є значно вищим за нормативний рівень) та домогосподарствами (є меншою за нормативне значення). Ідентифіковані інституційні диспропорції, пов'язані з низькою часткою платоспроможного попиту на фінансові активи з боку домогосподарств як їх пріоритетних користувачів.

Слід наголосити, що кредитний сегмент фінансового ринку України характеризується незначним рівнем галузевих диспропорцій, оскільки два з трьох представлених показників мають мінімальну бальну оцінку рівня деформацій попиту протягом досліджуваного періоду і лише частка попиту, сформованого з боку виробничого сектору, є дещо вищою за необхідний рівень, що пояснюється транзитивним переходом національної економіки від індустріального до постіндустріального етапу.

Виявлені функціональні диспропорції на фінансовому ринку пов'язані з переважанням короткострокового попиту спекулятивного характеру.

Враховуючи логіку та методологію запропонованої системи моніторингу ринкових процесів, пов'язаних з формуванням попиту на фінансові активи на кредитному сегменті фінансового ринку, було розроблено аналогічну систему для депозитного сегменту ринку (табл. 2.3). Приймаючи до уваги значну подібність даних секторів, порогові значення за представленими деформаціями попиту не було змінено, але, зважаючи на відсутність можливості для розрахунку функціональних диспропорцій попиту депозитного сектору було дещо трансформовано граничні значення діапазонів для індикатора загального рівня структурних диспропорцій.

Так, на основі даних табл. 2.3 можна відмітити, що індикатор загального рівня структурних диспропорцій депозитного сегменту фінансового ринку є дещо кращим за аналогічний показник для кредитного ринку і знаходиться протягом періоду на проміжку від 19 до 22, тобто на межі суттєвого та критичного діапазону.

Слід також відзначити, що валютні диспропорції попиту на фінансові активи на кредитному та депозитному ринках розраховуються на основі одного показника, а тому є ідентичними. В свою чергу, параметри, що відображають структурні диспропорції на даних ринках, суттєво відрізняються. Так, для депозитного ринку найбільш проблемними є саме строкові деформації, адже всі оціночні показники даної групи знаходяться на критичному рівні, що пояснюється недостатніми обсягами попиту на середньо- та довгострокові депозити, а надмірним превалюванням поточних та короткострокових заощаджень.

Натомість депозитний сегмент, на відміну від кредитного, характеризується меншим рівнем інституційних дисбалансів, що відображається у відповідних значеннях оціночних показників, які знаходяться у незначному та суттєвому діапазонах. Позитивною є також динаміка параметрів галузевих диспропорцій, яка характеризується лише незначним домінуванням попиту на фінансові активи, сформованим виробничим сектором, і, як наслідок, дещо вищими бальними оцінками за даним параметром.

Таблиця 2.3 – Критеріальна база та результати моніторингу за формуванням попиту на фінансовому ринку України (на прикладі депозитного сегменту фінансового ринку)

Диспропорція	Індикатор наявності диспропорції, %	Бальна шкала оцінювання диспропорцій			Результати оцінювання диспропорцій на фінансовому ринку України, % (бали)									
		Логіка шкалювання	1 бал	2 бали	3 бали	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	І півр.2013
валютна	Рівень валютизації попиту	База - рекомендації МФВ щодо критичного рівня доларизації економіки	[0; 15)	[15; 30)	[30; 100]	43 (3)	50 (3)	50 (3)	59 (3)	51 (3)	46 (3)	40 (3)	37 (3)	37 (3)
строкова	Частка короткострокового попиту на фінансові активи	Обмеження при формуванні короткострокового попиту обумовлені потребами в ліквідності, довгострокового – в інвестиціях	[0; 20)	[20; 40)	[40; 100]	62 (3)	57 (3)	54 (3)	56 (3)	76 (3)	69 (3)	67 (3)	65 (3)	62 (3)
	Частка середньострокового попиту на фінансові активи		[100; 50)	[50; 40)	[40; 0]	38 (3)	43 (2)	37 (3)	34 (3)	18 (3)	26 (3)	27 (3)	29 (3)	34 (3)
	Частка довгострокового попиту на фінансові активи		[100; 30)	[30; 20)	[20; 0]	0 (3)	0 (3)	8 (3)	10 (3)	6 (3)	6 (3)	6 (3)	6 (3)	4 (3)
інституційна	Частка попиту на фінансові активи з боку сектору державного управління	Обмеження обумовлені мінімізацією рівня впливу сектору державного управління на розвиток фінансового ринку	[0; 0)	[0; 10)	[10; 100]	2 (2)	1(2)	2 (2)	1 (2)	3 (2)	1 (2)	2 (2)	1 (2)	1 (2)
	Частка попиту на фінансові активи з боку сектору домогосподарств	Обмеження обумовлені інвестиційними потребами відповідних секторів економіки	[100; 50)	[50; 40)	[40; 0]	55 (1)	59 (1)	59 (1)	61 (1)	64 (1)	66 (1)	63 (1)	65 (1)	67 (1)
	Частка попиту на фінансові активи з боку сектору підприємств (фірм)		[0; 20)	[20; 40)	[40; 100]	38 (2)	35 (2)	34 (2)	33 (2)	28 (2)	28 (2)	31 (2)	30 (2)	28 (2)
	Частка попиту на фінансові активи з боку фінансового сектору	Обмеження обумовлені критичним рівнем залежності обсягів операцій фінансових посередників	[0; 30)	[30; 40)	[40; 100]	5 (1)	5 (1)	5 (1)	5 (1)	5 (1)	5 (1)	4 (1)	4 (1)	4 (1)
галузева	Частка попиту на фінансові активи з боку виробництва	База – рекомендації Світового банку щодо встановлення оптимальних меж галузевої структури ВВП	[0; 30)	[30; 40)	[40; 100]	37 (2)	37 (2)	36 (2)	36 (2)	36 (2)	35 (2)	34 (2)	33 (2)	34 (2)
	Частка попиту на фінансові активи з боку сільського господарства		[0; 20)	[20; 30)	[30; 100]	7 (1)	7 (1)	7 (1)	6 (1)	7 (1)	7 (1)	7 (1)	6 (1)	6 (1)
	Частка попиту на фінансові активи з боку сфери послуг		[100; 50)	[30; 20)	[20; 0]	57 (1)	57 (1)	58 (1)	58 (1)	59 (1)	60 (1)	60 (1)	61 (1)	60 (1)
<b>Діапазони для індикатора загального рівня структурних диспропорцій:</b> (0; 11) – незначний; [11; 22) – суттєвий; [22; 33) – критичний.						<b>19</b>	<b>21</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>22</b>

Узагальнюючи, можна зазначити, що формування попиту на фінансові активи на фінансовому ринку України характеризується наявністю низки суттєвих деформацій та диспропорцій, що пояснюється невисоким рівнем його розвитку та низькою лояльністю економічних суб'єктів та їх схильністю використовувати інструменти фінансового ринку для отримання доходу. Зважаючи на це, було запропоновано систему оцінювання структурних диспропорцій попиту на фінансові активи, яку було апробовано на кредитному та депозитному сегментах фінансового ринку України. Проведені розрахунки дозволили зробити висновок про наявність усіх виокремлених типів диспропорцій на кожному з досліджуваних ринків, що, в свою чергу, обумовлює необхідність побудови науково-методичного підходу до оцінювання залежності попиту на фінансові активи від ключових параметрів розвитку основних сегментів фінансового ринку.

2.2 Моделювання попиту на фінансовому ринку України: розвиток науково-методичних підходів та практичні розрахунки

З'ясування закономірностей розвитку та чинників формування рівня попиту на фінансовому ринку набуває особливої актуальності, оскільки ключовою метою оцінки кон'юнктури фінансового ринку є визначення умов, за яких ринок досягає стану рівноваги, що неможливо без ґрунтовного дослідження попиту і пропозиції. Враховуючи критичний рівень структурних диспропорцій в процесі формування попиту на фінансовому ринку України, особливої актуальності набуває побудова адекватної моделі оцінювання його залежності від ключових параметрів розвитку основних сегментів фінансового ринку.

Аналогічно до пропозиції, попит на фінансовому ринку є динамічною системою, яка має складну структуру, що визначається будовою фінансового

ринку. Саме тому, для побудови науково-методичного підходу, що ілюструватиме закономірності розвитку попиту на фінансовому ринку, використано моделювання структурними рівняннями як одним з найбільш ефективних способів моделювання процесів функціонування та розвитку складних динамічних систем, який дозволяє за допомогою стандартного підходу (шляхом використання економетричного аналізу) з мінімальним впливом суб'єктивних чинників, тобто практично без втручання в процес прийняття ефективних управлінських рішень зацікавлених осіб, отримати об'єктивний та науково обґрунтований результат. Доцільність застосування даного інструментарію для дослідження та кількісної оцінки попиту на фінансовому ринку полягає в тому, що він дозволяє побудувати економіко-математичну модель багаторівневої системи, змінними якої виступають вже готові блоки моделей. Отже, розглянемо науково-методичний підхід до оцінки попиту на фінансовому ринку, побудований на базі використання причинно-структурного моделювання латентних змін, реалізацію якого представимо у вигляді послідовності етапів.

1 етап. На даному етапі здійснюється постановка проблеми та відбір показників, які дозволяють здійснити кількісну оцінку закономірностей функціонування і розвитку фінансового ринку як складної динамічної багаторівневої системи в розрізі дослідження попиту.

Серед показників кількісної оцінки фінансового ринку одним з визначальних в розрізі дослідження його сучасного стану та тенденцій подальшого розвитку виступає рівень попиту. Відсутність у сучасній економічній літературі підходу, який дозволяє розрахувати даний показник з урахуванням усіх особливостей функціонування фінансового ринку, викликає неможливість адекватної оцінки сучасного його стану та формування рекомендацій щодо його корегування. Необхідність вирішення даної проблеми обумовлює актуальність побудови відповідного науково-методичного підходу.

Попит на валютному сегменті фінансового ринку можна охарактеризувати наступними показниками: середній офіційний річний курс



гривні до трьох найпопулярніших у нашій країні іноземних валют (долар США, євро, російський рубль), оскільки саме за динамікою обмінних курсів можна відслідковувати тенденції коливань кон'юнктури, а також визначити закономірності валютного регулювання; експорт товарів і послуг згідно даних платіжного балансу, оскільки потреби експортерів для розрахунків за зовнішньоторговельними контрактами визначають той обсяг іноземної валюти, який фактично відображає попит на валюту.

В рамках кредитного сегменту фінансового ринку, цілком закономірно, обсяг попиту можна проілюструвати за рахунок вартості виданих кредитів. Для більш точних результатів доцільно деталізувати даний показник за строками надання та валютою кредитування. Аналогічно до кредитного сегменту ринку, обсяг попиту у депозитному сегменті можна ідентифікувати на основі аналізу вартості коштів, залучених на депозити від різних суб'єктів також в розрізі строків та валюти.

Для відображення попиту у сегменті цінних паперів найбільш адекватним показником є обсяг виконаних договорів за різними фінансовими інструментами, які користуються найбільшим попитом на фондовому сегменті фінансового ринку. Крім того, виділено узагальнюючий показник, що дозволяє інтегрувати у єдиний індикатор ефективність торгівлі різними видами фінансових активів - загальну вартість торгів на фондовому сегменті ринку. Цей показник дозволить відобразити загальні тенденції розвитку попиту у сегменті цінних паперів.

В рамках даного етапу розробки науково-методичного підходу до оцінки попиту на фінансовому ринку необхідно ввести умовні позначення для відібраних та описаних вище показників. Сформуємо групи кількісних параметрів формування функції попиту на фінансовому ринку в розрізі його складових, використовуючи введені умовні позначення:

— валютний сегмент фінансового ринку:  $R_{US}$  – офіційний курс гривні до долара США;  $R_R$  – офіційний курс гривні до російського рубля;  $R_{EU}$  – офіційний курс до євро;  $Exp$  – експорт товарів і послуг, млн. грн.;

– кредитний і депозитний сегменти фінансового ринку:  $Cred_1$  – обсяг кредитів з терміном погашення до 1 року, млн. грн.;  $Cred_2$  – обсяг кредитів понад 1 рік, млн. грн.;  $Cred_{nat}$  – загальний обсяг наданих кредитів у національній валюті, млн. грн.;  $Cred_{for}$  – загальний обсяг кредитів в іноземній валюті, млн. грн.;  $Dep_{nat}$  – обсяг депозитів у національній валюті, млн. грн.;  $Dep_{for}$  – обсяг депозитів в іноземній валюті, млн. грн.;  $Dep_0$  – обсяг депозитів на вимогу, млн. грн.;  $Dep_1$  – обсяг депозитів з терміном повернення до 1 року, млн. грн.;  $Dep_2$  – обсяг депозитів з терміном повернення понад 1 рік, млн. грн.;

– сегмент цінних паперів, підсистемами якого виступають сегмент боргових цінних паперів, сегмент пайових цінних паперів та сегмент похідних цінних паперів:  $Sec_v$  – обсяг виконаних договорів торговцями цінними паперами за векселями, млрд. грн.;  $Sec_{gov}$  – обсяг виконаних договорів торговцями цінними паперами за державними облігаціями, млрд. грн.;  $Sec_{com}$  – обсяг виконаних договорів торговцями цінними паперами за облігаціями підприємств, млрд. грн.;  $Sec_{loc}$  – обсяг виконаних договорів торговцями цінними паперами за облігаціями місцевих позик, млрд. грн.;  $Sec_s$  – обсяг виконаних договорів торговцями цінними паперами за акціями, млрд. грн.;  $Sec_{ic}$  – обсяг виконаних договорів торговцями цінними паперами за інвестиційними сертифікатами, млрд. грн.;  $Sec_d$  – обсяг виконаних договорів торговцями цінними паперами за деривативами, млрд. грн.;  $Trad$  – загальна вартість торгів на фондовому сегменті фінансового ринку, млн. грн.

2 етап. Після визначення масиву вихідних даних, необхідних для розробки науково-методичного підходу до оцінки попиту на фінансовому ринку та введення умовних позначень для попередньо відібраних показників, необхідно провести ідентифікацію змінної управління та результативної ознаки (показника відображення рівня попиту) розглянутої системи разом з кількісними параметрами, визначеними на попередньому етапі, а також проведення фільтрації вхідної інформації у розрізі виявлення пріоритетності зазначених параметрів. Так, змінною управління функціонального рівняння

попиту на фінансовому ринку пропонується прийняти облікову ставку НБУ, оскільки вона виступає основним інструментом регулювання фінансового ринку, а її динаміка може мати значний вплив на економічний розвиток, виступаючи його стимулятором. В свою чергу, рівень попиту на фінансовому ринку характеризує макроекономічний показник ВВП як ключовий індикатор розвитку національної економіки.

3 етап. Виявлення закономірностей формування попиту на фінансовому ринку вимагає проведення збору та обробки економічної інформації як в розрізі характеристики ринку в цілому, так і в межах його системоутворюючих складових (валютного, кредитного, депозитного сегментів та сегменту цінних паперів). Статистичний масив вхідних даних в розрізі кількісної оцінки попиту на фінансовому ринку представлено у вигляді табл. 2.4.

Таблиця 2.4 – Статистичний масив вхідних даних у розрізі кількісної оцінки попиту на фінансовому ринку за його складовими

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Валютний сегмент</b>								
Офіційний курс гривні (середній)								
100 доларів США	512	505	505	527	779	794	797	799
10 російських рублів	1,81	1,86	1,98	2,11	2,47	2,61	2,72	2,58
100 Євро	639	634	692	771	1087	1053	1109	1024
Експорт товарів і послуг, млн. грн.	175410	193758	248945	352730	309277	407931	544938	606526
<b>Кредитний сегмент</b>								
Кредитів до 1 року, млн. грн.	54823	86197	131505	222033	230974	242772	297422	337855
Кредитів понад 1 рік, млн. грн.	88600	159033	295362	511989	492321	490051	504387	573685
Кредитів у грн., млн. грн.	81279	123787	213802	300220	355521	395504	478596	544816
Кредитів в ін. валюті, млн. грн.	62144	121443	213065	433802	367774	337319	323213	366725
<b>Депозитний сегмент</b>								
Депозитів у грн., млн. грн.	87769	115102	192297	201835	173091	239302	280440	312552
Депозитів в ін. валюті, млн. грн.	46985	70815	91578	157905	161862	177348	211316	238705
Депозитів на вимогу, млн. грн.	50634	62557	93404	107589	119793	152477	174959	195680
Депозитів до 1 року, млн. грн.	32922	42762	60618	92912	135357	133499	153983	174160

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Депозитів понад 1 рік, млн. грн.	51198	80598	129853	159239	79803	130674	162814	181417
<b>Сегмент боргових цінних паперів</b>								
Обсяг виконаних договорів торговцями ЦП за векселями, млрд. грн.	133	142	213	192	269	316	358	396
Обсяг виконаних договорів торговцями ЦП за державними облігаціями, млрд. грн.	27	41	60	62	99	354	856	994
Обсяг виконаних договорів торговцями ЦП за облігаціями підприємств, млрд. грн.	33	62	135	205	81	70	104	116
Обсяг виконаних договорів торговцями ЦП за облігаціями місцевих позик, млрд. грн.	2,23	2,85	4,31	2,20	0,66	0,50	1,67	1,58
<b>Сегмент пайових цінних паперів</b>								
Обсяг виконаних договорів торговцями ЦП за акціями, млрд. грн.	180	226	284	353	471	565	647	725
Обсяг виконаних договорів торговцями ЦП за інвестиційними сертифікатами, млрд. грн.	6	14	40	44	76	107	104	120
<b>Сегмент похідних цінних паперів</b>								
Обсяг виконаних договорів торговцями ЦП за деривативами, млрд. грн.	2,02	0,26	0,15	0,27	0,10	0,15	0,41	0,14
Загальна вартість торгів на фондовому ринку, млн. грн.	3381	6054	10185	13358	4601	16688	36413	41919

4 етап. Враховуючи диференційованість впливу динаміки окремих показників фінансового ринку на зміну рівня ВВП, доцільно провести елімінацію (звуження) інформаційного масиву статистичних даних шляхом вилучення параметрів, вплив яких на результативну ознаку незначний, але їх присутність у моделі значно ускладнює її розробку.

Результати проведеної фільтрації представлених у табл. 2.4 параметрів були відкориговані для проведення причинного моделювання попиту на фінансовому ринку та відображені у табл. 2.5. Таким чином, було виключено низку незначних параметрів, зокрема: у кредитно-депозитному сегменті для моделювання попиту несуттєвими виявилися депозити в іноземній валюті та їх градація за строками; для фондового сегменту було відібрано лише показник загального обсягу торгів та обсягу укладених торговцями угод за акціями.

Таблиця 2.5 – Інформаційний масив даних причинного моделювання попиту на фінансовому ринку

Роки	$R_{US}$	$R_{EU}$	$Exp$	$Cred_{nat}$	$Dep_{nat}$	$Sec_s$	$Trad$	$GDP$
2005	512	639	175410	81279	87769	180	3381	441452
2006	505	634	193758	123787	115102	226	6054	544153
2007	505	692	248945	213802	192297	284	10185	720731
2008	527	771	352730	300220	201835	353	13358	948056
2009	779	1087	309277	355521	173091	471	4601	913345
2010	794	1053	407931	395504	239302	565	16688	1082569
2011	797	1109	544938	478596	280440	647	36413	1316600
2012	799	1024	606526	544816	312552	725	41919	1420830

5 етап. Після проведення підготовчих етапів, в рамках яких було акумульовано статистичну базу та проведено її фільтрацію за рахунок елімінації несуттєвих параметрів, доцільно перейти безпосередньо до розробки математичної моделі кількісної оцінки рівня попиту на фінансовому ринку за допомогою застосування причинного моделювання.

Даний етап передбачає виявлення основних лінійних парних та багатофакторних регресійних рівнянь, а також систем рівнянь, які дозволяють описати взаємозв'язки між валютним, кредитним, депозитним сегментами і сегментом цінних паперів в межах фінансового ринку та виявити основні тенденції попиту на ньому. Реалізація п'ятого етапу науково-методичного підходу включає наступні кроки та пов'язані з ними математичні перетворення:

5.1. Формалізація взаємозв'язку попиту на фінансовому ринку та ВВП, як його кількісного відображення шляхом попереднього введення латентної ендогенної змінної « $DEM$ » та побудови парної лінійної регресії виду:

$$GDP = d_1 DEM + d_0, \quad (2.1)$$

де  $GDP$  – валовий внутрішній продукт, млн. грн.;

$DEM$  – латентна ендогенна змінна, яка узагальнює вплив факторів, що визначають сукупний попит на фінансовому ринку;

$d_1$  – параметр рівняння (2.1), який приймає сталі значення і ілюструє темп приросту ВВП у відповідь на зміну темпу приросту попиту на фінансовому ринку;

$d_0$  – сталі значення, що визначає рівень ВВП при нульовому темпі приросту попиту на фінансовому ринку.

5.2. Опис залежностей між основними елементами підсистеми фінансового ринку – валютного сегменту, що передбачає введення латентної екзогенної змінної рівня розвитку валютного ринку, припущення щодо пропорційності зміни показника «офіційний курс гривні до долара США» і латентної змінної та побудову системи рівнянь:

$$\begin{cases} R_{US} = FOR + v_1 \\ R_{EU} = d_2 FOR + v_2 \\ Exp = d_3 FOR + v_3 \end{cases} \quad (2.2)$$

де  $R_{US}$  – офіційний курс гривні до долара США;

$FOR$  – валютний сегмент (латентна екзогенна змінна, що визначає рівень розвитку даного сегменту); коефіцієнт перед даною змінною виступає формалізацією одного із припущень моделювання структурними рівняннями – пропорційність зміни даного показника і офіційного курсу гривні до долара США;

$v_1$  – постійна величина, значення якої відповідає рівню офіційного курсу гривні до долара США за умови досягнення нульового рівня розвитку валютного сегменту фінансового ринку;

$R_{EU}$  – офіційний курс гривні до євро;

$d_2$  – параметр системи (2.2), який свідчить, на скільки зміниться офіційний курс гривні до євро при зміні рівня розвитку валютного сегменту ринку на 1%;

$v_2$  – константа, яка дорівнює офіційному курсу гривні до євро, за умови нульового рівня темпу приросту величини розвитку валютного сегменту ринку;

$Exp$  – експорт товарів і послуг, млн. грн.;

$d_3$  – кількісна оцінка впливу валютного сегменту ринку на обсяг експорту товарів і послуг;

$v_3$  – постійна величина, значення якої відповідає обсягу експорту товарів і послуг за умови досягнення нульового рівня розвитку валютного сегменту ринку.

5.3. Формалізація структурних співвідношень кредитного та депозитного сегментів та надання їм кількісного відображення шляхом введення латентної екзогенної змінної рівня розвитку зазначених сегментів та визначення коефіцієнтів регресійних рівнянь, представлених в формулі (2.3):

$$\begin{cases} Cred_{nat} = DK + v_4 \\ Dep_{nat} = d_4 DK + v_5 \end{cases} \quad (2.3)$$

де  $Cred_{nat}$  – кредити у національній валюті, млн. грн.;

$DK$  – латентна екзогенна змінна кількісної оцінки рівня розвитку кредитного і депозитного сегментів; в даній моделі прийнято припущення про однаковий рівень зміни даного показника і кредитів у національній валюті;

$v_4$  – обсяг кредитів у національній валюті, якщо кількісна оцінка рівня розвитку кредитного і депозитного сегментів дорівнює нулю;

$Dep_{nat}$  – депозити у національній валюті, млн. грн.;

$d_4$  – постійна величина, яка характеризує відсоткову зміну депозитів у національній валюті під впливом варіації рівня розвитку кредитного і депозитного сегментів;

$v_5$  – константа, яка дорівнює обсягу депозитів у національній валюті за умови нульового рівня темпу приросту величини розвитку кредитного і депозитного сегментів.

5.4. Визначення системи функціонування сегменту цінних паперів шляхом ідентифікації в якості залежної латентної екзогенної змінної рівня розвитку даного сегменту, а в якості результативних ознак – ключових кількісних характеристик в розрізі його складових (обсяг виконаних договорів торговцями цінними паперами за акціями та загальна вартість торгів на фондовому сегменті фінансового ринку), яка має вигляд:

$$\begin{cases} Sec_s = SM + v_6 \\ Trad = d_5 SM + v_7 \end{cases}, \quad (2.4)$$

де  $Sec_s$  – обсяг виконаних договорів торговцями цінними паперами за акціями, млрд. грн.;

$SM$  – латентна екзогенна змінна, що виступає кількісною характеристикою функціонування і розвитку сегменту цінних паперів; за припущенням структурного моделювання, інструментарій якого запропоновано використовувати в даному дослідженні, коефіцієнт перед даною змінною приймається рівним одиничному значенню, що свідчить про пропорційну зміну факторної та результативної ознак першого рівняння системи (2.4);

$v_6$  – постійна величина, яка визначає обсяг виконаних договорів торговцями цінними паперами за акціями при нульовому значенні екзогенної латентної змінної;

$Trad$  – загальна вартість торгів на фондовому сегменті фінансового ринку, млн. грн.;

$d_5$  – параметр характеристики сегменту цінних паперів, який свідчить, на скільки одиниць збільшиться (зменшиться) загальна вартість торгів на фондовому сегменті ринку при збільшенні (зменшенні) індикатора розвитку сегменту цінних паперів;

$v_7$  – константа, рівень якої використовується для тлумачення загальної вартості торгів на фондовому сегменті фінансового ринку при нульовому значенні рівня розвитку сегменту цінних паперів.



5.5. Визначення структурного зв'язку між представленими вище блоками показників у вигляді системи регресійних рівнянь, яка відображує взаємозалежність між латентними ендогенною та екзогенними змінними, а також параметрами валютного, депозитного та кредитного сегментів. Дана система представлена співвідношеннями:

$$\begin{cases} FOR = d_6 DEM + zeta1 \\ DK = d_7 DEM + d_8 FOR + zeta2 \\ SM = d_9 DEM + d_{10} FOR + d_{11} DK + zeta3 \end{cases}, \quad (2.5)$$

де  $d_6$  – характеристика темпу приросту рівня розвитку валютного сегменту ринку, який зумовлений зміною темпу приросту попиту на фінансовому ринку;

$zeta1$  – постійна величина, що визначає темп приросту рівня розвитку валютного сегменту ринку, якщо попит на фінансовому ринку залишається на постійному рівні;

$d_7, d_8$  – параметри регресійного рівняння, що відображають взаємозалежності, які існують між кількісними показниками оцінки фінансового ринку в розрізі попиту валютного, кредитного, депозитного сегментів; дані коефіцієнти характеризують вплив факторних ознак на зміну результативної;

$zeta2$  – постійна величина, яка має економічний зміст у випадку відсутності розвитку на фінансовому ринку та однієї з її складових – валютному сегменті, і ілюструє рівень розвитку кредитного і депозитного сегментів ринків в описаній ситуації;

$d_9, d_{10}, d_{11}$  – коефіцієнти кількісної оцінки впливу на рівень розвитку сегменту цінних паперів попиту на валютному, кредитному та депозитному сегментах фінансового ринку;

$zeta3$  – темп приросту рівня розвитку сегменту цінних паперів, який супроводжується незмінними показниками розвитку фінансового ринку, валютного, кредитного, депозитного сегментів.

6 етап. Даний етап передбачає реалізацію процесу моделювання з використанням структурних рівнянь за допомогою інструментарію Statistica, результатом якого виступає виявлення взаємозалежностей між основними детермінантами попиту на фінансовому ринку, які було формалізовано на попередньому етапі розробки моделі у вигляді систем та співвідношень, з урахуванням представлених у табл. 2.5 параметрів, перевірки їх статистичної значимості та розрахунок стандартних похибок (табл. 2.6).

Таблиця 2.6 – Параметри моделі структурних взаємозв'язків сукупного попиту на фінансовому ринку та параметрів валютного, кредитного, депозитного сегментів та сегменту цінних паперів

	Model Estimates (Spreadsheet1.sta)			
	Parameter Estimate	Standard Error	T Statistic	Prob. Level
(DEM)-1->[GDP]	-378,597	213,469	-1,774	0,076
(d <sub>0</sub> )->[GDP]				
(d <sub>0</sub> )-2-(d <sub>0</sub> )	184793,951	0,000		
(FOR)->[R <sub>US</sub> ]				
(FOR)-3->[R <sub>EU</sub> ]	0,530	0,435	1,217	0,223
(FOR)-4->[Exp]	-71,476	29,920	-2,389	0,017
(DK)->[Cred <sub>nat</sub> ]				
(DK)-5->[Dep <sub>nat</sub> ]	21,902	7,469	2,852	0,004
(SM)->[Sec <sub>s</sub> ]				
(SM)-6->[Trad]	0,490	0,317	1,549	0,121
(v <sub>1</sub> )->[R <sub>US</sub> ]				
(v <sub>2</sub> )->[R <sub>EU</sub> ]				
(v <sub>3</sub> )->[Exp]				
(v <sub>4</sub> )->[Cred <sub>nat</sub> ]				
(v <sub>5</sub> )->[Dep <sub>nat</sub> ]				
(v <sub>6</sub> )->[Sec <sub>s</sub> ]				
(v <sub>7</sub> )->[Trad]				
(v <sub>1</sub> )-7-(v <sub>1</sub> )	0,571	0,384	1,485	0,138
(v <sub>2</sub> )-8-(v <sub>2</sub> )	0,916	0,480	1,910	0,056
(v <sub>3</sub> )-9-(v <sub>3</sub> )	1955,794	1633,072	1,198	0,231
(v <sub>4</sub> )-10-(v <sub>5</sub> )	22244,437	0,000		
(v <sub>5</sub> )-11-(v <sub>5</sub> )	1418799,402	3189823,297	0,445	0,656
(v <sub>6</sub> )-12-(v <sub>6</sub> )	75238,946	38684,966	1,945	0,052
(v <sub>7</sub> )-13-(v <sub>7</sub> )	939,022	0,000		
(ZETA1)->(FOR)				
(ZETA2)->(DK)				
(ZETA3)->(SM)				
(ZETA1)-14-(ZETA1)	0,520	0,000		
(ZETA2)-15-(ZETA2)	10898,389	0,000		
(ZETA3)-16-(ZETA3)	3344,829	0,000		
(DEM)-17->(FOR)	0,546	0,497	1,100	0,271
(DEM)-18->(DK)	25,939	106,097	0,244	0,807
(DEM)-19->(SM)	-8,888	78,402	-0,113	0,910
(FOR)-20->(DK)	-170,054	113,139	-1,503	0,133
(FOR)-21->(SM)	59,726	139,856	0,427	0,669
(DK)-22->(SM)	0,568	0,665	0,855	0,393

На базі використання представлених у табл. 2.6 даних запишемо наступну систему структурного моделювання взаємозв'язків між попитом на фінансовому ринку та параметрами його складових частин (валютного, кредитного, депозитного сегментів та сегменту цінних паперів):

$$\left\{ \begin{array}{l} GDP = -378,60DEM + 184793,95 \\ R_{US} = FOR + 0,57 \\ R_{EU} = 0,53FOR + 0,92 \\ Exp = -71,48FOR + 1955,80 \\ Cred_{nat} = DK + 22244,44 \\ Dep_{nat} = 21,30DK + 1418799,40 \\ Sec_s = SM + 75238,95 \\ Trad = 0,49SM + 939,02 \\ FOR = 0,55DEM + 0,52 \\ DK = 25,94DEM - 170,05FOR + 10898,39 \\ SM = -8,89DEM + 59,73FOR + 0,57DK + 3344,83 \end{array} \right. \quad (2.6)$$

де  $GDP$  – валовий внутрішній продукт

$DEM$  – кількісна оцінка попиту на фінансовому ринку;

$R_{US}$  – офіційний курс гривні до долара США;

$FOR$  – латентна екзогенна змінна, що характеризує валютний сегмент;

$R_{EU}$  – офіційний курс гривні до євро;

$Exp$  – експорт товарів і послуг;

$Cred_{nat}$  – кредити у національній валюті;

$DK$  – латентна екзогенна змінна, що характеризує депозитний і кредитний сегменти;

$Dep_{nat}$  – депозити у національній валюті;

$Sec_s$  – обсяг виконаних договорів торговцями цінними паперами за акціями;

$SM$  – латентна екзогенна змінна, що характеризує сегмент цінних паперів;

$Trad$  – загальна вартість торгів на фондовому сегменті ринку.

7 етап. В рамках даного етапу передбачається перевірка адекватності та статистичної значимості параметрів побудованих структурних рівнянь, яку було здійснено шляхом розрахунку системи показників, яка включає коефіцієнти детермінації, критерій Фішера (F-тестування) та критерій Стюдента (t-статистики). Значення розрахованих коефіцієнтів свідчать про адекватність та достовірність побудованої системи рівнянь, що дає змогу інтерпретувати економічний зміст виявлених взаємозв'язків.

8 етап. Побудована система структурних рівнянь (2.6) дозволяє зробити висновки щодо існування певних закономірностей динаміки попиту на фінансовому ринку України. Було виявлено, що залежність темпу приросту ВВП від темпу приросту попиту на фінансовому ринку є обернено пропорційною: збільшення попиту на фінансові активи на 1% обумовлює зменшення величини ВВП на 378,60 млн. грн. Отже, зростання обсягів попиту на фінансовому ринку України не є передумовою економічного зростання, тобто процес купівлі-продажу фінансових активів не завжди супроводжується спрямуванням фінансових ресурсів у реальний сектор економіки, що підтверджує раніше висунуту тезу про спекулятивний характер попиту на вітчизняному фінансовому ринку.

Визначені функціональні залежності між сукупним попитом на фінансовому ринку України та попитом на його окремих сегментах свідчать, що збільшення на 1% факторів, що визначають сукупний попит на фінансовому ринку, призводить до зростання обсягів угод на депозитно-кредитному сегменті фінансового ринку на 25,94 млн. грн., зростання обсягів угод на валютному сегменті буде менш значним та складе 0,55 млн. грн., тоді як обсяги угод на фондовому сегменті в результаті аналогічної тенденції зменшаться на 8,89 млн. грн. Це дозволяє стверджувати, що із всіх сегментів фінансового ринку України найбільш чутливим до зміни тенденцій формування попиту є депозитно-кредитний сегмент (внаслідок банкоцентричності вітчизняного фінансового ринку), а найменш чутливим – валютний (внаслідок того, що визначальні

мотиви торгівлі валютою в Україні мають не загальноекономічне, а спекулятивне підгрунття).

Слід звернути увагу на наявність внутрішніх зв'язків між окремими сегментами фінансового ринку України. Зокрема, зростання обсягів угод на валютному ринку на 1% детермінує зменшення обсягів угод на кредитно-депозитному ринку на 170,05 млн. грн., тоді як на фондовому ринку відбувається зростання обсягів реалізованих договорів на 59,73 млн. грн. відповідно, що обумовлюється значним рівнем доларизації економіки України. Варто відзначити також існування зв'язку між рівнем розвитку кредитно-депозитного та фондового сегментів, який проявляється у зростанні обсягів договорів фондового ринку на 0,57 млн. грн. при збільшенні обсягів угод на кредитно-депозитному ринку на 1%, що ілюструє дію кредитного мультиплікатора.

В результаті моделювання латентних екзогенних змінних було визначено наступні причинно-наслідкові зв'язки між параметрами розвитку окремих сегментів фінансового ринку:

– коливання латентної екзогенної змінної, що характеризує попит на валютному сегменті ринку, супроводжується пропорційною динамікою показника офіційного курсу гривні до долара США, тоді як для параметра, що характеризує офіційний курс гривні до євро, визначено зростання на 0,53 грн. при зростанні попиту на відповідному сегменті на 1%. При цьому вплив попиту на валютному сегменті фінансового ринку України на рівень експорту є дестимулюючим – його зростання на 1% обумовлює зниження експорту на 71,48 млн. грн.;

– під впливом варіації рівня розвитку кредитного і депозитного сегментів кількісна зміна кредитів у національній валюті відбувається пропорційно до динаміки попиту, при цьому зростання попиту на кредитно-депозитному сегменті обумовлює збільшення обсягу депозитів у національній валюті на 21,30 млн. грн.;

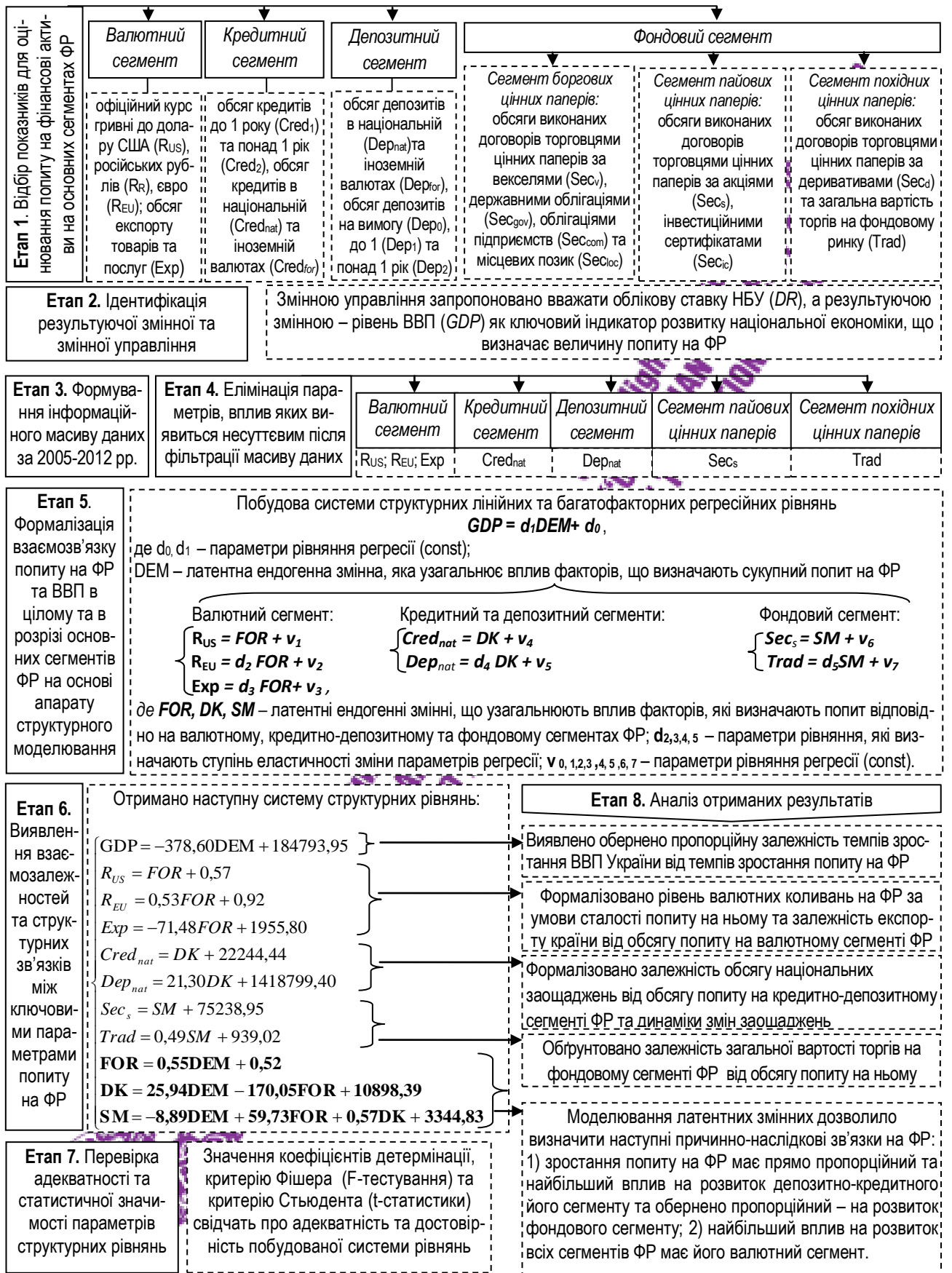


Рисунок 2.2 – Логічна схема моделювання попиту на фінансовому ринку України

– формалізація взаємозв'язків між параметрами розвитку фондового сегменту свідчить, що зміна обсягів виконаних договорів торговцями цінних паперів за акціями пропорційна темпам приросту попиту на фондовому сегменті фінансового ринку, в той час як зростання попиту на даному сегменті на 1% детермінує збільшення загального обсягу торгів на 0,49 млн. грн.

Таким чином, логічно комплексну інтерпретацію розробленого науково-методичного підходу до моделювання попиту на фінансовому ринку України можна представити за допомогою рис. 2.2.

Розроблений науково-методичний підхід дозволяє отримати цілком адекватні та обґрунтовані висновки щодо напрямку взаємозв'язку між попитом на фінансові активи та рівнем економічного зростання України, яке вимірюється рівнем ВВП. Використання у моделі латентних ендогенних змінних дозволило обґрунтувати причинно-наслідкові зв'язки між параметрами формування попиту в межах окремих сегментів фінансового ринку. Окрім того, було визначено ключові детермінанти розвитку кожного сегменту фінансового ринку з урахуванням впливу на нього як сукупного попиту на фінансові активи, так і попиту на інших сегментах.

### 2.3 Розробка концептуальних положень та інструментарію структурного регулювання попиту на фінансовому ринку України

Проведене дослідження попиту на фінансовому ринку України свідчить про наявність ряду структурних диспропорцій у його формуванні, що зумовлює необхідність реалізації системи заходів, спрямованих на їх усунення. В результаті формалізації взаємозв'язків між попитом на фінансові активи та рівнем економічного зростання було доведено, що дотримання традиційного підходу до регулювання попиту, спрямованого на стимулювання зростання його обсягу, призведе до скорочення темпів зростання ВВП. Саме тому виникає

потреба у зміщенні акцентів до структурного регулювання, що здійснюється шляхом реалізації різновекторних заходів, які в сукупності забезпечують оптимізацію структури попиту на фінансовому ринку, що в кінцевому підсумку має забезпечити економічне зростання країни. Ключовою проблемою, яка детермінує структурні диспропорції формування попиту на фінансові активи в Україні, є його переважно спекулятивні мотиви, що характеризують операції купівлі-продажу на різних сегментах фінансового ринку.

Значний рівень доларизації економіки України свідчить про існування валютної диспропорції формування попиту на фінансові активи, з метою усунення якої виникає необхідність регулювання ринку обмінних операцій [Ошибка! Источник ссылки не найден., 283]. Варто зазначити, що значний обсяг валютообмінних операцій в Україні здійснюється на позабіржовому сегменті ринку «FOREX». Згідно з даними дослідження Асоціації Форекс-компаній «Український Центр Розвитку позабіржових фінансових інструментів і технологій» за підсумками 2012 р. кількість активних клієнтів операторів ринку «FOREX» склала 70 тис. осіб, при цьому сумарний обсяг коштів, що надходять за результатами торгів на рахунки клієнтів протягом року, становить 40 млн. доларів [90]. На сьогоднішній день в Україні не розроблено засад державного регулювання даного сегменту валютного ринку, відсутня нормативно-правова база, яка регламентує здійснення валютообмінних операцій, що унеможливило впровадження заходів щодо обмеження обсягу спекулятивних операцій та виведення доходів від даного виду діяльності за кордон.

Розробці концепції регулювання позабіржового ринку валютообмінних операцій має передувати визначення основних проблем, якими характеризується функціонування даного сегменту в умовах відсутності регулятивних заходів. Реалії сьогодення свідчать, що більшість операторів, які реалізують свою діяльність на ринку «FOREX» України, не є її резидентами і сплачують податки з проваджуваної діяльності до бюджетів інших держав. Оподаткування фінансових операцій є досить дієвим інструментом



регулювання їх спекулятивного характеру, однак, його застосуванню має передувати розробка відповідних нормативно-правових актів.

Здійснення операцій на ринку «FOREX» передбачає використання механізму «кредитного левериджу» (укладення угод пропорційно сумі початкового внеску), яке передбачає лише часткове забезпечення торгів реальними фінансовими активами, що, відповідно, призводить до формування певного обсягу фіктивних операцій та зростання ризику клієнта у випадку несприятливої зміни котирувань. Дослідження торгових умов найбільших валютних трейдерів, які функціонують в Україні, таких як «Teletrade», «Forex Club», «Roboforex», «Форекс Україна» свідчить, що максимальний розмір «кредитного левериджу» встановлено на рівні 1:100, тобто лише 1% валютообмінних операцій забезпечено власними коштами клієнтів.

Досить значну роль у посиленні мотивів спекулятивного попиту на даному сегменті в Україні відіграє, в тому числі, недостатнє інформаційне забезпечення клієнта щодо специфіки укладення угод на ринку «FOREX» та основних ризиків, притаманних даному виду діяльності, що, відповідно, призводить до викривлення уявлень учасників щодо умов провадження діяльності на даному сегменті. Оскільки валютний курс на ринку «FOREX» формується за відсутності обмежень чи фіксованих значень, створюються передумови для маніпулювання котируваннями, незалежно від стану ринкової кон'юнктури, що не дозволяє сформувати адекватні прогнози для здійснення операцій. Акцентуємо, що відсутність системи регулювання даного сегменту фінансового ринку унеможливує забезпечення захисту прав споживачів у випадку порушення умов укладених договорів у межах України.

Зазначені проблеми у функціонуванні позабіржового ринку валютообмінних операцій в Україні склали підґрунтя для розробки пропозицій щодо його регулювання, які передбачено внести у відповідності з вимогами Директиви Європейського парламенту «Про ринки фінансових інструментів» [313], в рамках якої здійснюється регулювання валютообмінного ринку у країнах Європейського Союзу.

Слід звернути увагу на той факт, що в Україні у серпні 2013 року було створено Асоціацію «Український центр розвитку позабіржових фінансових інструментів і технологій», яка об'єднує найбільших валютних трейдерів, що провадять діяльність на вітчизняному позабіржовому валютному сегменті фінансового ринку. Представники даної Асоціації підтримують необхідність формування законодавчої бази регулювання їх діяльності. Враховуючи вищевикладені положення, розроблено ряд пропозицій щодо регулювання позабіржового сегменту сектору валютообмінних операцій в Україні.

По-перше, існує об'єктивна необхідність стандартизації цінових та часових механізмів реалізації угод в сегменті валютообмінних операцій. Визначення правил встановлення котирувань є ключовим аспектом регулювання валютного сегменту фінансового ринку. Враховуючи, що компетенцією центрального банку передбачено встановлення валютних курсів, для забезпечення відповідності сегменту валютообмінних операцій тенденціям ринкової кон'юнктури, доцільним є прийняття за основу торгів котирування, встановлені центральним банком, які можуть коригуватися у визначених межах залежно від ринкових подій. Окрім цього, мають бути встановлені межі щодо строків реалізації угод, що забезпечить ведення діяльності відповідно до ринкових засад.

По-друге, важливим аспектом регулювання діяльності суб'єктів досліджуваного сегменту є визначення механізму їх ліцензування. Умови отримання ліцензії мають передбачати виконання загальноприйнятих у світовому досвіді вимог щодо мінімального обсягу власних фінансових ресурсів, а також частки забезпечення власними ресурсами прийнятих зобов'язань. Впровадження процедури ліцензування забезпечить можливість впливу державних регулюючих органів на діяльність суб'єктів сегменту валютообмінних операцій, а встановлення вимог щодо капіталу знизить ризики невиконання зобов'язань зазначеними установами. До того ж, ліцензування діяльності учасників дозволить легалізувати діяльність іноземних компаній на даному сегменті в Україні та мінімізувати відтік за кордон доходів від

торговельної діяльності на валютному ринку, який на сьогоднішній день зумовлений офшорним статусом основних торговців.

По-третє, дієвим стимулом оптимізації структури попиту на валютні активи є запровадження режиму оподаткування операцій з обміну валюти, яке дозволить знизити обсяг угод спекулятивного характеру.

По-четверте, з метою нівелювання ризиків реалізації валютообмінних операцій доцільно лімітувати розмір «кредитного левериджу», що в результаті дозволить також обмежити обсяг незабезпечених угод спекулятивного характеру.

По-п'яте, здійснення діяльності на даному сегменті фінансового ринку має відбуватися в контексті дотримання принципу інформаційного забезпечення. Реалізація даного положення передбачає недопущення викривлення інформації про механізми функціонування сегменту валютообмінних операцій (умови входу на ринок, ризик та прибутковість тощо) у рекламних повідомленнях; обов'язкове використання систем ризик-менеджменту; диференціацію умов здійснення операцій клієнтом (рівня індивідуального «кредитного левериджу») залежно від його інформованості та досвіду здійснення інвестиційних операцій, а також врахування цілей виходу на даний сегмент; звітування суб'єктів ринку про результати діяльності перед регулюючими органами та розміщення даних звітів у вільному доступі. Пропонується надіти повноваженнями щодо розробки та впровадження регламентів інформаційної прозорості саморегулівні організації, які функціонують на даному сегменті.

По-шосте, з метою створення законодавчої бази регулювання позабіржового сегменту сектору валютообмінних операцій пропонується викласти основні засади щодо умов провадження діяльності на ньому у вигляді нормативно-правових актів, а повноваження з регулювання зазначеного сегменту закріпити за Національним банком України – у частині ліцензування діяльності установ та встановлення обмежень щодо основних умов здійснення операцій, та саморегулівними організаціями – у частині забезпечення

інформаційної прозорості функціонування суб'єктів позабіржового валютнообмінного ринку.

Враховуючи зазначені положення, доцільним буде також винести окремі пропозиції до Стратегії реформування системи захисту прав споживачів на ринках фінансових послуг на 2012-2017 роки [241].

По-перше, варто зазначити основні умови видачі ліцензій торговцям досліджуваного ринку, які мають кількісні величини вимог щодо мінімального обсягу власних фінансових ресурсів, необхідного для ведення діяльності. Впровадження процедури ліцензування торговців даного сегменту є передумовою набуття ними юридичної та фінансової відповідальності відповідно до вітчизняного законодавства, що забезпечує можливість звернення їх клієнтів до регулюючих органів у випадку недотримання торговцями умов укладених договорів.

По-друге, враховуючи відсутність нормативно-правового забезпечення даного сегменту, доцільним буде виокремити основні принципи його функціонування у Стратегії, до яких пропонується віднести:

- законність – здійснення діяльності в рамках національного законодавства;
- інформаційну прозорість – забезпечення вільного доступу клієнтів до інформації, що стосується механізму проведення валютнообмінних операцій, а також до основних показників, що характеризують діяльність суб'єктів на даному сегменті;
- внутрішній контроль – враховуючи досить високий рівень ризику, який виникає в процесі реалізації операцій купівлі-продажу валюти, необхідно є розробка та впровадження документів, які регламентують функціонування систем ризик-менеджменту організацій;
- збалансованість інтересів – діяльність на ринку валютнообмінних операцій характеризується виникненням конфлікту інтересів клієнтів, які здійснюють операції з купівлі-продажу валюти та FOREX-компаній, які виступають їх контрагентами. При цьому останні мають більше можливостей

щодо створення невідгідних ситуацій для клієнта, тому існує необхідність впровадження відповідних служб контролю, діяльність яких має бути спрямована на усунення зловживань в рамках конфлікту інтересів.

Зважаючи на те, що в процесі дослідження фінансового ринку України було встановлено наявність строкових та функціональних диспропорцій, пов'язаних з переважанням короткострокового попиту спекулятивного типу, існує об'єктивна необхідність реалізації заходів, спрямованих на зміну характеру попиту на фінансові активи в напрямку його відповідності інвестиційним потребам реального сектору економіки. Купівля фінансових інструментів відбувається не лише під впливом цінних та інфраструктурних факторів, а й довіри до фінансових посередників, рівень якої забезпечується наявністю гарантій повернення вкладених коштів. На сьогоднішній день в Україні функціонує Фонд гарантування вкладів фізичних осіб, діяльність якого реалізується у депозитному сегменті фінансового ринку і пов'язана з виплатою відшкодувань клієнтам за недоступними банківськими вкладами. Проте, компетенція зазначеної організації поширюється виключно на клієнтів неплатоспроможних банків, тобто виплата клієнтам вкладених коштів відбувається лише у випадку ліквідації банківської установи, до того ж, існують обмеження щодо компенсації депозитів. Таким чином, діяльність Фонду не має спрямування на підвищення обсягів довгострокового попиту на відповідні фінансові інструменти.

Окрім зазначеної установи, на різних сегментах фінансового ринку України функціонують саморегулювні організації, призначенням яких є впровадження стандартів професійної діяльності та захист прав споживачів фінансових послуг. Але діяльність зазначених організацій носить превентивний характер і не передбачає участі у забезпеченні виконання зобов'язань фінансової установою перед клієнтом в контексті укладених договорів.

В світовому фінансовому просторі набула поширення практика функціонування позасудових організацій, призначенням яких є задоволення скарг споживачів фінансових послуг та вирішення спорів між фінансовими

установами та їх клієнтами з приводу надання фінансових послуг. Як свідчить зарубіжний досвід, дані установи можуть створюватись у формі фінансового омбудсмена, медіатора чи ради з розгляду скарг.

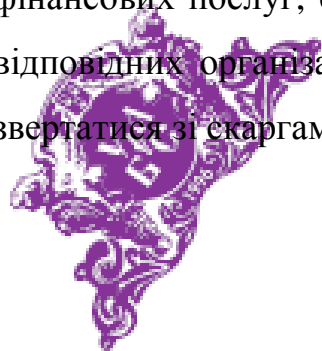
Передумови функціонування служб позасудового вирішення громадянських спорів було закладено в результаті заснування Парламентського омбудсмена у Швеції (1809 р.) [114], тоді як у сфері фінансових послуг першою подібною організацією є Страховий омбудсмен, створений у Великій Британії у 1981 р. [344]. У 2001 році Європейською комісією було створено Мережу розв'язання фінансових спорів (Financial Dispute Resolution Network), яка включає 56 організацій з 24 країн Європейської економічної зони, які функціонують на основі дотримання ряду принципів, визначених Рекомендаціями Комісії: незалежності, прозорості, протистояння, ефективності, законності, свободи і представництва [303]. У Росії створення Фінансового омбудсмена було ініційовано Асоціацією російських банків у 2010 р. з метою вирішення громадсько-правових спорів, пов'язаних з договорами, укладеними клієнтом-фізичною особою з фінансовими організаціями [189].

Аналізуючи діяльність організацій з вирішення спорів у сфері фінансових послуг в країнах Європи, варто відзначити, що вони можуть створюватись як універсальні установи, що діють на фінансовому ринку в цілому чи функціонувати паралельно на окремих його сегментах. Зокрема, компетенція Служби фінансового омбудсмена Великої Британії поширюється на взаємовідносини споживачів фінансових послуг з банками, в тому числі іпотечними, іншими іпотечними посередниками, інвестиційними посередниками, пенсійними фондами, страховими компаніями, кредитними спілками, посередниками сегменту цінних паперів. Як приклад універсальної організації можна також зазначити Національну раду зі скарг споживачів у Швеції, Комітет з розгляду скарг по операціях з фінансовими фірмами в Ісландії, Спільну раду з примирення у Австрійській банківській сфері, службу Чеського фінансового арбітра тощо.

На відміну від зазначених країн, у Бельгії поруч з організацією Омбудсфін, до компетенції якої належить вирішення спорів, пов'язаних з наданням більшості фінансових послуг, функціонує також Страховий омбудсмен, призначений для захисту прав споживачів у сфері страхового та пенсійного забезпечення. У Данії діяльність подібних організацій є більш диференційованою і передбачає наявність п'яти органів – Датської ради скарг з цінних паперів та брокерської діяльності компаній, Ради скарг зі страхування, Датської ради скарг на діяльність інвестиційних фондів, Датської ради скарг з банківських послуг, а також Датської ради скарг з іпотечних кредитів, компетенція яких перетинається в окремих випадках. У зазначених та більшості інших країн диференціація подібних установ здійснюється за типом наданих фінансових послуг. Особливої уваги заслуговує досвід Німеччини, де, окрім розмежування компетенції організацій, які забезпечують права клієнтів у сфері фінансових послуг за напрямками надання банківських послуг, страхування та інвестиційного забезпечення, передбачено також паралельне функціонування окремих організацій у рамках банківського сектору, призначених для регулювання кооперативних, приватних, державних банків та Бундесбанку Німеччини.

Не можна не відзначити також різноманітність механізмів розгляду скарг клієнтів, які набули поширення у деяких країнах світу. Узагальнення основних положень діяльності організацій з врегулювання спорів, які функціонують у зарубіжних країнах, наведено в табл. 2.7.

Аналіз зарубіжного досвіду вирішення спорів, що стосуються надання фінансових послуг, свідчить про наявність суттєвих відмінностей у діяльності відповідних організацій. Зокрема, існують обмеження щодо осіб, які можуть звертатися зі скаргами на діяльність фінансових установ.



Таблиця 2.7 – Основні положення діяльності органів розгляду спорів у сфері фінансових послуг у зарубіжних країнах (побудовано автором на основі [344, 343, 189])

Країна	Назва	Підстави для звернення	Плата клієнтів	Термін розгляду скарг	Характер рішень	Фінансові установи, що входять до компетенції служби
Чехія	Чеський фінансовий арбітр	Визначені законом	Відсутня	63 дні	Обов'язкові для обох сторін	Банки, кредитні спілки, іпотечні, інвестиційні посередники, постачальники платіжних послуг
Данія	Датська Рада скарг з цінних паперів та брокерської діяльності	Приватна ініціатива	66 євро	9-10 місяців	Обов'язкові для фінансової установи	Інвестиційні посередники
	Датська Рада скарг з діяльності інвестиційних фондів	Приватна ініціатива	20 євро	9-10 місяців	Обов'язкові для фінансової установи	Інвестиційні фонди
Німеччина	Омбудсмен з державних банків	Визначені законом у окремих випадках, приватна ініціатива	Відсутня	2-3 місяці	Рекомендації	Банки
	Омбудсмен з інвестиційних фондів	Визначені законом, приватна ініціатива	Відсутня	2-3 місяці	Рекомендації	Інвестиційні фонди
	Арбітражна рада Бундесбанку Німеччини	Визначені законом, публічна ініціатива	Відсутня	3 місяці	Рекомендації	Банки, кредитні спілки іпотечні та інвестиційні посередники, посередники ринку цінних паперів
Ірландія	Бюро Омбудсмена з фінансових послуг	Визначені законом	Відсутня	Не визначено	Обов'язкові для обох сторін <sup>1</sup>	Усі суб'єкти фінансового ринку
Греція	Омбудсмен з банківсько-інвестиційних послуг Греції	Приватна ініціатива	Відсутня	2 місяці	Рекомендації	Банки, постачальники інвестиційних та пенсійних послуг, посередники ринку цінних паперів
Іспанія	Управління з надання допомоги інвесторам	Визначені законом, публічна ініціатива	Відсутня	4 місяці	Рекомендації	Банки, інвестиційні посередники, посередники ринку цінних паперів
Франція	Посередник з управління фінансовими ринками	Визначені законом, публічна ініціатива	Відсутня	Не визначено	Рекомендації	Інвестиційні посередники, пенсійні фонди, посередники ринку цінних паперів
	Посередник Французької Асоціації фінансових компаній	Добровільна приватна ініціатива	Відсутня	2 місяці	Рекомендації	Банки, кредитні спілки
Італія	Фінансово-кредитний арбітр	Визначені законом, публічна ініціатива <sup>2</sup>	20 євро <sup>3</sup>	105 днів <sup>4</sup>	Рекомендації <sup>5</sup>	Банки, кредитні спілки, іпотечні посередники, платіжні установи
	Банківський омбудсмен	Добровільна приватна ініціатива <sup>6</sup>	Відсутня	3-4 місяці	Обов'язкові для фінансових установ	Банки, інвестиційні посередники
Велика Британія	Служба фінансового омбудсмена	Визначені законом, публічна ініціатива <sup>7</sup>	Відсутня	6 місяців	Обов'язкові для фінансових установ	Усі суб'єкти фінансового ринку



## Продовження табл. 2.7

Країна	Назва	Підстави для звернення	Плата клієнтів	Термін розгляду скарг	Характер рішень	Фінансові установи, що входять до компетенції служби
Швеція	Національна рада з скарг споживачів	Публічна ініціатива	Відсутня	6 місяців	Рекомендації	Усі суб'єкти фінансового ринку
Польща	Арбітражний суд при Польській Фінансовій інспекції	Визначені законом, публічна ініціатива <sup>8</sup>	60 євро <sup>9</sup>	1-3 місяці <sup>10</sup>	Обов'язкові для обох сторін	Усі суб'єкти фінансового ринку
Угорщина	Фінансова арбітражна рада	Визначені законом, публічна ініціатива	Відсутня	90 днів	Рекомендації <sup>11</sup>	Компанії, що надають кредити та пенсійні послуги
Бельгія	Омбудсфін	Приватна ініціатива	Відсутня	3 місяці	Рекомендації <sup>12</sup>	Банки, кредитні спілки інвестиційні посередники, посередники ринку цінних паперів
Росія	Фінансовий омбудсмен <sup>13</sup>	Приватна ініціатива <sup>14</sup>	Відсутня	Не визначено	Обов'язкові для фінансових установ <sup>15</sup>	Фінансові організації

Примітки: 1 – рішення можуть бути оскаржені у Вишому суді Ірландії; 2 – якщо скарга стосується грошової суми, ліміт компетенції Арбітра становить 10 тис. євро; 3 – якщо скаргу задоволено (навіть частково) фінансова установа має компенсувати клієнту сплачений внесок; 4 – у випадках здійснення запитів для отримання додаткової інформації від сторін, процедура може призупинятися на термін до 60 днів; 5 – у випадку невиконання фінансовою установою рекомендацій даний факт публікується на сайті Арбітра, окрім того, сам посередник має опублікувати інформацію про невиконання ним рішення у двох щоденних національних газетах; 6 – ліміт компетенції Омбудсмена складає 10 тис. євро, термін позовної давності – 2 роки; 7 – термін позовної давності – 6 років з моменту події (3 роки з моменту виявлення причини скарги) або 6 місяців з моменту отримання останньої відповіді від фінансової установи; ліміт компетенції Служби складає 100 тис. фунтів стерлінгів; 8 – мінімальна сума скарги 120 євро; 9 – при наданні арбітражних послуг додатково оплачуються судові витрати у випадку ухваленого рішення суду не на користь клієнта; 10 – 3 місяці – арбітраж; 1 місяць – посередництво; 11 – якщо у попередньо заповненій декларації фінансова установа зобов'язується виконати рішення, воно носить обов'язковий, а не рекомендаційний характер; 12 – у випадку розгляду скарг, що стосуються основного банківського рахунку, рішення Омбудсмена є обов'язковим для фінансової установи 13 – роль фінансового омбудсмена виконує фізична особа, яка призначається Асоціацією російських банків терміном на 5 років; 14 – ліміт компетенції служби становить 300 тис. російських рублів; 15 – рішення є обов'язковими виключно для фінансових установ, які офіційно приєдналися до інституту, для інших установ можуть надаватися рекомендації та пропозиції щодо врегулювання суперечок.

Так, клієнтами Датської Ради скарг з цінних паперів та брокерської діяльності, Омбудсмена з банківсько-інвестиційних послуг Греції, служби Омбудсфна Бельгії, російської служби Фінансового омбудсмена, Посередника Французької Асоціації фінансових компаній тощо можуть бути виключно фізичні особи, діяльність Національної ради з скарг споживачів у Швеції поширюється лише на сектор юридичних осіб. Також існують нормативно-

правові обмеження щодо звернення до служб вирішення суперечок у сфері фінансових послуг

Клієнтами Бюро Омбудсмена фінансових послуг Ірландії можуть виступати як індивідуальні споживачі фінансових послуг, так і компанії з обмеженою відповідальністю, річний оборот яких не перевищує 3 млн. євро, а також благодійні та довірчі товариства. Скарги, що стосуються застосування Закону про кредитні трансферти або неправильного використання платіжної картки, можуть надходити до Омбудсмена з приватних банків. Німеччини не лише від фізичних осіб, а й від виробничих та фінансових компаній.

Умовами функціонування служби Омбудсмена Бельгії передбачено, що звернення до даної організації передбачається лише у випадку попереднього пред'явлення претензії до фінансової установи, в результаті розгляду якої не було отримано позитивного результату. Аналогічна процедура передбачена механізмом розгляду скарг Фінансово-кредитного арбітра Італії, звернення до якого, до того ж, не може стосуватися угод, укладених до 1 січня 2009 року. Подання скарги до Управління з надання допомоги інвесторам Іспанії має супроводжуватись доказами, що дана претензія була попередньо пред'явлена до Департаменту по роботі з клієнтами чи Омбудсмена у справах клієнтів фінансової установи (фінансові посередники зобов'язані інформувати громадськість про існування та функціонування зазначених відділень).

Окрім цього, визначено специфіку послуг, які надають досліджувані установи, та ліміти їх компетенції стосовно вирішення суперечок, які стосуються виплати грошових сум. Наприклад, схема функціонування Арбітражної ради Бундесбанку Німеччини передбачає розгляд скарг, пов'язаних виключно з оплатою послуг чи дистанційними договорами надання фінансових послуг. Національна рада зі скарг споживачів Швеції не розглядає справи, які стосуються сум покриття страхового ризику.

У Франції область діяльності Посередника з управління фінансовими ринками включає як надання консультацій Омбудсменом клієнтам щодо здійснення фінансових операцій, так і допомогу щодо позасудового вирішення

суперечок, яка надається конфіденційно та за згодою як клієнта, так і фінансової установи. Арбітражний суд при Польській Фінансовій інспекції може надавати як послуги посередника у вирішенні скарг, так і судовий арбітраж.

Стосовно обмежень щодо суми позову, то умовами діяльності окремих установ може бути визначено як мінімальний (Арбітражний суд при Польській Фінансовій інспекції, Національна рада зі скарг споживачів Швеції), так і максимальний ліміт грошової суми (Служба фінансового омбудсмена Великої Британії, Бюро Омбудсмена фінансових послуг Ірландії, Банківський омбудсмен Італії тощо), з приводу виплати якої надходить скарга до організації.

При цьому діяльність з вирішення спорів може супроводжуватися певними обмеженнями щодо судового розгляду справи. Наприклад, відповідно до польського законодавства, подання скарги до Арбітражного суду при Польській Фінансовій інспекції автоматично відкладає дату подання скарги до суду. Компетенція Омбудсмена з приватних банків Німеччини не поширюється на скарги, які були попередньо розглянуті судом чи іншим органом позасудового вирішення спорів. Рекомендації, надані Національною радою зі скарг споживачів Швеції, не обмежують клієнта щодо можливості подальшого звернення до суду, але не передбачають участь Ради у судовому процесі.

Послуги з вирішення спорів у сфері фінансових послуг можуть надаватися як на платній (Датська Рада скарг з цінних паперів та брокерської діяльності, Датська Рада скарг з діяльності інвестиційних фондів, Фінансово-кредитний арбітр Італії), так і на безкоштовній основі для клієнта (служба Омбудсфіна Бельгії, Фінансовий омбудсмен Росії, Посередник Французької Асоціації фінансових компаній тощо). При цьому фінансування установ з розгляду суперечок у сфері фінансових послуг може здійснюватись як за рахунок внесків клієнтів (у випадку платного надання послуг), так і за участю зовнішніх надходжень. Наприклад, фінансування Служби фінансового омбудсмена Росії здійснюється за рахунок коштів Асоціації російських банків.

Термін розгляду скарг з надання фінансових послуг коливається в межах 2-10 місяців залежно від типу діяльності установи. При цьому варто відзначити, що протягом 2010 року середній час для вирішення спорів Фінансово-кредитним арбітром Італії склав 88 днів.

Результатом діяльності установ з вирішення суперечок у сфері надання фінансових послуг є прийняття рішення щодо заявленої скарги. Зарубіжний досвід свідчить, що існує три основних варіанти щодо обов'язковості виконання ухваленого організацією рішення. По-перше, установи можуть надавати рекомендації, яких можуть дотримуватися як клієнт, так і фінансова організація, на діяльність якої надійшла скарга, однак, їх впровадження не є обов'язковим для жодної з сторін. По-друге, ухвалені рішення визнається обов'язковим для реалізації фінансовою установою, при цьому для клієнта надаються лише рекомендації. По-третє, рішення органу з розгляду скарг визнається обов'язковим до виконання як фінансовою установою, так і споживачем фінансових послуг. Однак, умовами функціонування окремих організацій визначено специфічні особливості щодо обов'язковості дотримання ухваленого установою рішення. Так, діяльність Омбудсмена з приватних банків Німеччини передбачає прийняття рішення, обов'язкового для виконання банком, якщо сума суперечки не перевищує 5000 євро. Після оголошення рішення клієнт має право оскаржувати його в судовому порядку у будь-якому випадку, тоді як банк може оскаржувати рішення лише у випадку, коли сума суперечки перевищує 5000 євро.

Рішення, ухвалені Данською Радою скарг з цінних паперів та брокерської діяльності, є обов'язковим для виконання фінансовою установою, якщо воно не було оскаржене даною установою протягом 30 днів. Рішення, винесені Омбудсменом з інвестиційних фондів Німеччини, носять рекомендаційний характер, однак їх невиконання може бути підставою для порушення судової справи. Аналогічний механізм функціонування служби Омбудсмена з державних банків Німеччини.

З позиції участі служби фінансового омбудсмена у регулюванні діяльності фінансових установ варто звернути увагу на досвід Італії, де результати діяльності Фінансово-кредитного арбітра публікуються у вигляді річного звіту центральним банком Італії та можуть бути враховані при здійсненні банківського та фінансового державного нагляду.

Розглянувши світовий досвід функціонування організації з позасудового вирішення спорів у сфері фінансових послуг, можна дійти висновку про їх ефективність як органів з захисту прав споживачів та регуляторів якості надання послуг фінансовими установами. В Україні розпочато впровадження інституту фінансового омбудсмена, ініційоване Незалежною асоціацією банків України, за основу якого було взято німецьку модель [85]. Планується, що діяльність зазначеної установи буде поширюватись на банківську сферу, фінансування організації передбачено на основі внесків банків-членів Незалежної асоціації банків України, а також додатково за рахунок плати фізичних осіб за подання скарги, яку попередньо визначено на рівні 100 грн. (передбачається, що при ухваленні рішення на користь клієнта банк має компенсувати витрати на розгляд справи), термін розгляду скарг планується встановити на рівні 60 днів. При цьому визначено, що компетенція омбудсмена буде обмежена сумою скарг до 10 тис. грн., а подання заяви до служби передбачено лише після закінчення терміну розгляду скарги банком. Виконання рекомендацій омбудсмена банками буде здійснюватись на добровільній основі, однак, банківські установи, на діяльність яких надходитиме значна кількість скарг, сплачуватимуть підвищені внески на фінансування діяльності інституту.

Безумовно, зазначена ініціатива є позитивним кроком у напрямку підвищення довіри населення до діяльності фінансових установ та розвитку вітчизняного фінансового ринку, проте, враховуючи суттєві обмеження у діяльності пропонованої організації, ефект від її функціонування буде недостатнім для усунення існуючих диспропорцій попиту на вітчизняному фінансовому ринку, оскільки, по-перше, її компетенція обмежується послугами, що надають банківські установи, по-друге, встановлено ліміт максимальної

суми звернення, по-третє, ухвалені рішення матимуть рекомендаційний характер для банків, що не гарантує позитивного результату для клієнта навіть за умови вирішення спору на його користь. Домінування короткострокового спекулятивного попиту на фінансові активи свідчить про недостатній рівень стимулювання довгострокового інвестування. Саме тому, на нашу думку, існує об'єктивна необхідність створення в Україні Служби інвестиційного омбудсмена, діяльність якого буде поширюватися на різні сегменти фінансового ринку. Функціонування Служби інвестиційного омбудсмена має бути побудовано на основі принципів, визначених Рекомендаціями Європейської комісії, які пропонується доповнити принципом оперативності (ухвалення рішень в рамках встановлених строків).

Враховуючи існуючі проблеми, які є причиною виникнення структурних та строків диспропорцій попиту на фінансовому ринку України, а також основні положення Стратегії реформування системи захисту прав споживачів на ринках фінансових послуг на 2012-2017 роки, передбачається, що діяльність Служби інвестиційного омбудсмена має бути спрямована на реалізацію наступних завдань:

- обмеження використання інсайдерської інформації на фінансовому ринку з метою уникнення спроб маніпулювання ринком та поширення рейдерських захоплень;
- захисту прав та інтересів фізичних осіб, які зазнали збитків внаслідок неправомірних дій учасників фінансового ринку, шляхом створення спеціалізованих компенсаційних фондів;
- забезпечення інформаційної прозорості на всіх етапах надання фінансових послуг;
- гарантування дотримання фінансовими установами встановлених стандартів надання фінансових послуг
- сприяння зростанню рівня фінансової грамотності населення;
- запобігання здійсненню шахрайських та незаконних дій фінансовими установами;

- підтримки прав та інтересів міноритарних акціонерів;
- забезпечення захисту персональних даних, що стосуються споживачів фінансових послуг;
- підтримка належного рівня конкуренції на ринках фінансових послуг.

В контексті реалізації зазначених завдань можна визначити пріоритетні напрямки роботи Служби інвестиційного омбудсмена:

- розгляд скарг фізичних осіб, які є споживачами фінансових послуг та ухвалення рішень щодо їх задоволення чи відхилення;
- моніторинг виконання фінансовими установами рішень, ухвалених з приводу звернень на користь споживача;
- подання до регуляторів фінансового ринку інформації щодо фінансових установ, на діяльність яких надходить значна кількість скарг;
- опублікування у вільному доступі річних звітів про результати діяльності;
- надання консультацій фізичним особам щодо функціонування інвестиційних механізмів;
- компенсація споживачам фінансових послуг збитків, понесених внаслідок неправомірних дій фінансових установ у випадку неплатоспроможності зазначених організацій.

Компетенція Служби фінансового омбудсмена поширюється на всі сегменти фінансового ринку, тому організаційну структуру Служби пропонується представити у вигляді чотирьох паралельно функціонуючих департаментів – банківських послуг, кредитних послуг, послуг фінансових компаній та послуг на ринку цінних паперів. Механізм взаємодії Служби інвестиційного омбудсмена з іншими суб'єктами фінансового ринку та судовими органами проілюстровано за допомогою рис. 2.3.

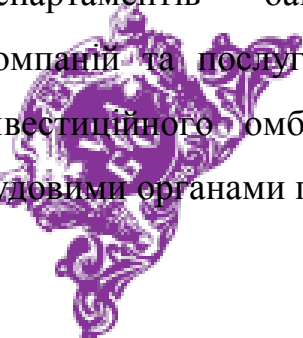




Рисунок 2.3 – Механізм функціонування Служби інвестиційного омбудсмена в Україні (розроблено автором)

Враховуючи той факт, що одним з завдань Служби інвестиційного омбудсмена є захист прав споживачів у сфері надання фінансових послуг, подання заяви до даної організації передбачається на безоплатній основі, а фінансування її діяльності відбувається за рахунок внесків саморегулівних організацій фінансового ринку, які, відповідно, здійснюють контроль за діяльністю Служби у розрізі відповідних сегментів ринку.

Реалізацію принципу прозорості діяльності омбудсмена пропонується забезпечувати за рахунок формування річних звітів Служби, які включатимуть інформацію щодо кількості звернень, позитивних рішень та результатів рішень за типовими скаргами, а також інформацію щодо установ, на діяльність яких надходить найбільша кількість скарг у розрізі департаментів. Подання звітів відбувається безпосередньо до саморегулівних організацій в окремих сегментах, які мають забезпечити опублікування інформації, реалізацію контрольних заходів в межах власної компетенції до установ, діяльність яких



характеризувалася значною кількістю скарг, та надходження даних стосовно порушень у сфері надання фінансових послуг до державних регуляторів відповідних сегментів фінансового ринку. Дані звітів забезпечуватимуть інформаційне підґрунтя проведення додаткових перевірок фінансових інститутів.

З метою зниження бюрократичного навантаження подання заяв щодо неправомірних дій фінансових організацій, до Служби інвестиційного омбудсмена, передбачається лише після відмови у їх задоволенні фінансовими установами, дії яких викликали скаргу споживачів.

Враховуючи світовий досвід функціонування подібних організацій, пропонуємо встановити граничний термін розгляду скарг на рівні 3 місяців, по закінченні яких Служба має увалити рішення на користь клієнта чи фінансової установи. З метою забезпечення ефективності діяльності Служби у напрямку поліпшення якості фінансових послуг пропонується встановити обов'язковість впровадження ухвалених рішень для фінансової установи, проте, залишається можливим оскарження рішення у судовому порядку будь-якою із сторін, при цьому у випадку попереднього прийняття рішення на користь клієнта чи фінансової установи Служба фінансового омбудсмена може представляти його інтереси у судовому позові.

В структурі департаментів Служби також передбачено створення спеціалізованих компенсаційних фондів, кошти яких призначені для відшкодування збитків, понесених споживачами фінансових послуг, внаслідок неправомірних дій фінансових установ у випадку неплатоспроможності зазначених організацій. З метою підвищення фінансової грамотності населення Службою передбачається консультування населення щодо питань, які стосуються здійснення інвестиційних операцій.

З метою забезпечення дієвості зазначеної організації як органу з захисту прав споживачів у сфері фінансових послуг вважаємо за необхідне створити законодавче підґрунтя її функціонування. Саме тому необхідно закріпити викладені вище положення внесенням змін до нормативно-правових актів, які

регламентують діяльність установ на різних сегментах фінансового ринку. Зокрема, пропонується внести зміни до Законів України «Про банки і банківську діяльність» [202], «Про цінні папери та фондовий ринок» [214], «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» [212], «Про кредитні спілки» [208], «Про недержавне пенсійне забезпечення» [210] у частині пропозицій, що стосуються відповідних сегментів фінансового ринку, а також до Закону України «Про захист прав споживачів» [207] у частині пропозицій, що стосуються забезпечення прав споживачів фінансових послуг.

Варто зазначити, що формування попиту на фінансовому ринку України характеризується, в тому числі, й наявністю інституційних диспропорцій (зокрема, у дослідженому періоді зафіксовано недостатній обсяг попиту на фінансові активи з боку домашніх господарств та переважання попиту сектору суб'єктів господарювання), причиною виникнення яких можна вважати обмежені можливості доступу домогосподарств до фінансових активів.

Розширення меж участі домашніх господарств у формуванні попиту на фінансовому ринку, на нашу думку, можна досягти за умов ефективного функціонування на ньому комерційних та некомерційних мікрофінансових організацій, які спеціалізуються на наданні фінансових послуг малозабезпеченим верствам населення. Спектр послуг, які надаються зазначеними установами, включає кредити, депозити, грошові перекази тощо. До переліку мікрофінансових установ належать неурядові організації, комерційні (небанківські) фінансові компанії, фінансові кооперативи, комерційні банки, кредитні фонди тощо.

Варто відзначити присутність зазначених установ на фінансовому ринку України, однак, аналізуючи їх діяльність, слід констатувати переважання спекулятивних мотивів в їх функціонуванні, в тому числі – внаслідок невідповідності системи регулювання їх діяльності вимогам міжнародних стандартів. Саме тому доцільним є удосконалення основних аспектів, що стосуються двох компонентів системи регулювання діяльності досліджуваних структур: пруденційного та непруденційного регулювання.

Метою пруденційного регулювання є підтримка фінансової стабільності установ, функціонування яких регламентується. Дотримуючись положення про необхідність встановлення вимог пруденційного нагляду для мікрофінансових організацій з використанням принципів, ідентичних для інших фінансових структур, було розроблено ряд пропозицій, які стосуються основних критеріїв забезпечення фінансової стабільності. Вони систематизовані у табл. 2.8.

Незважаючи на дотримання загальноприйнятих принципів діяльності, в процесі розробки вимог щодо регулювання мікрофінансових організацій слід враховувати їх специфічні особливості. Зокрема, потреба мікрофінансових організацій у підтримці підвищеного рівня ліквідності зумовлена неможливістю виходу даних установ на ринок для поповнення запасу ліквідності, як це здійснюють банки.

Таблиця 2.8 – Основні положення здійснення пруденційного регулювання мікрофінансових установ

Напрямок регулювання	Умови встановлення обмежень
Мінімальний розмір капіталу	Сума показника має бути достатньою для безперервного здійснення фінансової діяльності та забезпечувати покриття загальних і адміністративних витрат у початковий період діяльності
Видача незабезпечених кредитів та формування резервів	Нормативи встановлюються у відповідності з загальними засадами регулювання кредитних послуг
Управління ризиком ліквідності	Підвищені вимоги до рівня ліквідності, порівняно з іншими фінансовими установами
Управління валютним ризиком	Проведення операцій в іноземній валюті має здійснюватись лише за умови наявності системи відповідного ризик-менеджменту
Кредитна документація	Вимоги до подання пакету документів на отримання кредиту є менш жорсткими, ніж для інших установ
Кредитування інсайдерів	Не допускається, за винятком незначних соціальних кредитів
Орган нагляду	Установа, яка здійснює нагляд над комерційними банками

Аналізуючи можливості даних установ щодо управління валютним ризиком, акцентуємо, що незначні обсяги їх активів можуть викликати досить вагомі збитки в результаті несприятливої динаміки валютних курсів, запобігання чому вимагає наявності ефективної системи ризик-менеджменту.

Враховуючи досить вузький перелік клієнтів мікрофінансової установи, доцільним є пом'якшення вимог до складу кредитної документації, яка у випадках повторного надання кредиту клієнту може навіть не містити оцінки його кредитоспроможності.

Звертаючи увагу на той факт, що діяльність макрофінансових установ переважно включає кредитні та депозитні операції, регулювання даного сектору варто включити до компетенції регулятора банківської системи (НБУ).

Іншим напрямком нагляду за діяльністю мікрофінансових організацій виступає непруденційне регулювання, метою застосування якого є забезпечення захисту прав споживачів, інформаційної прозорості та створення сприятливих умов для їх функціонування. Основні пропозиції щодо даної підсистеми регулювання узагальнено в табл. 2.9.

Таблиця 2.9 – Основні положення здійснення непруденційного регулювання мікрофінансових установ

Напрямок регулювання	Умови встановлення обмежень
Захист прав споживачів	У відповідності до національного законодавства
Практика кредитування та повернення коштів	Обмеження щодо жорстких умов повернення кредиту
Конфіденційність інформації про клієнта	Дотримання вимог національного законодавства
Можливість оскарження клієнтами діяльності установ	Встановлення на безкоштовній основі в межах компетенції наглядової установи

Аналізуючи основні положення непруденційного регулювання даних установ, варто відзначити, що умови щодо захисту прав споживачів не можуть бути пом'якшені, на відміну від стандартів інформаційної прозорості функціонування (у діяльності мікрофінансових організацій надання інформації клієнтам може не регламентуватися умовою обов'язкової публічності). Але варто звернути увагу на той факт, що деякі організації провадять політику «нульової терпимості» щодо несвоєчасного повернення кредитних коштів, що викликає необхідність внесення змін в контексті пом'якшення зазначених умов.

Незважаючи на той факт, що нерозголошення інформації про клієнтів з негативними кредитними історіями у сфері мікрофінансування може привести

до зростання заборгованості клієнта, дана позиція регламентується виключно вимогами нормативно-правових актів. Також клієнтам установ має бути забезпечена можливість подання скарг у випадку порушення умов укладених угод фінансовою установою до компетентної організації.

Реалізація розроблених пропозицій щодо удосконалення системи регулювання попиту на фінансовому ринку України є передумовою для усунення виявлених диспропорцій та забезпечення економічного зростання.

## Висновки до розділу 2

У другому розділі дисертації обґрунтовано комплексний підхід до виявлення структурних диспропорцій при формуванні попиту на фінансовому ринку, поглиблено інструментарій його оцінювання, розроблено концепцію його структурного регулювання.

За результатами розділу зроблено наступні висновки:

1. Дослідження поточних тенденцій формування попиту на фінансовому ринку України виявило наявність цілого ряду структурних деформацій, зокрема: 1) невідповідність функціональної залежності попиту на фінансові активи від ВВП постулатам класичної економічної теорії; 2) нееластичність попиту до змін норми відсотка через високий рівень інфляційних очікувань; 3) невідповідність існуючої в Україні інфраструктури фінансового ринку потребам економічних суб'єктів щодо зберігання коштів у фінансових активах; 4) наявність валютних диспропорцій в структурі попиту; 5) значний обсяг позаринкового обігу капіталу внаслідок зменшення рівня довіри економічних агентів до фінансових посередників, низького рівня транспарентності їх діяльності та значного обсягу тіньового сектору економіки країни.

2. З метою відстеження поточних тенденцій формування попиту на фінансовому ринку та своєчасного виявлення структурних диспропорцій

запропоновано впровадити систему моніторингу ринкових процесів, пов'язаних з формуванням попиту на фінансові активи, яка ґрунтується на національній методології складання грошово-кредитної статистики. Критеріальна база зазначеної системи включає перелік індикаторів, бальна оцінка яких дозволяє визначити рівень структурних диспропорцій. Дана система повинна забезпечити ранню діагностику наступних ключових видів структурних диспропорцій у формуванні попиту на фінансовому ринку:

- валютних, обумовлених переважанням попиту економічних суб'єктів на фінансові активи в іноземній валюті. Параметр моніторингу – валюта формування попиту: національна та іноземна;

- строкових, пов'язаних з домінуванням короткострокового попиту на фінансові активи. Параметр моніторингу – часовий горизонт формування попиту: коротко- (до 1 року), середньо- (від 1 до 5 років) та довгостроковий (більше 5 років);

- інституційних, що викликані домінуванням попиту з боку окремих економічних суб'єктів. Параметр моніторингу – сектор економіки, в межах якого формується попит: сектор державного управління, домогосподарства, фірми та фінансовий сектор;

- галузевих, що викликані домінуванням попиту з боку суб'єктів, що здійснюють різні види економічної діяльності. Параметр моніторингу – галузева структура ВВП (частки ВВП, що забезпечуються промисловістю, сільським господарством, сферою послуг тощо);

- функціональних, що обумовлені спрямованістю попиту на поточне споживання чи задоволення інвестиційних потреб суб'єктів економіки. Параметр моніторингу – цільовий характер формування попиту.

3. Результати проведеного моніторингу ринкових процесів, пов'язаних з формуванням попиту на фінансові активи (на прикладі кредитного сегменту фінансового ринку) за період 2005 р. – II півріччя 2013 р., свідчать про наявність в Україні всіх визначених вище структурних диспропорцій, узагальнена оцінка яких дозволяє стверджувати, що в сукупності їх рівень може

бути ідентифікований як критичний. Так, індикатор загального рівня структурних диспропорцій (сума балів за результатами оцінювання всіх видів диспропорцій) збільшився з 24 балів (суттєвий рівень) в докризовому періоді (2005-2008 рр.) до 27 балів (критичний рівень) в кризовому (2008-2009 рр.) та посткризовому періодах (2009-2013 рр.). Результати проведених розрахунків вказують на наявність критичних валютних диспропорцій у формуванні попиту на фінансовому ринку, що обумовлено надмірним рівнем його валютизації та є свідченням як недостатнього рівня довіри до національної валюти, так і переважанням спекулятивних мотивів при укладанні угод на фінансовому ринку. Крім того, мають місце строкові та функціональні диспропорції на фінансовому ринку, пов'язані з переважанням короткострокового попиту спекулятивного характеру. Виявлені також і інституційні диспропорції, пов'язані з низькою часткою платоспроможного попиту на фінансові активи з боку домогосподарств як пріоритетних користувачів фінансових активів.

4. Враховуючи критичний рівень структурних диспропорцій в процесі формування попиту на фінансовому ринку України, особливої актуальності сьогодні набуває побудова адекватної моделі оцінювання його залежності від ключових параметрів розвитку основних сегментів фінансового ринку. Для вирішення цієї задачі запропоновано використовувати апарат причинного моделювання, який базується на використанні латентних змінних, що характеризують попит на фінансовому ринку в цілому (ендогенна змінна) та на його окремих сегментах (екзогенні змінні). Розроблений підхід дозволив: 1) формалізувати тісноту та напрямок взаємозв'язку між попитом на фінансові активи та рівнем економічного зростання України (в роботі вимірюється рівнем ВВП); 2) визначити детермінанти розвитку кожного сегменту фінансового ринку, враховуючи вплив на нього попиту на фінансовому ринку в цілому та на його сегментах зокрема; 3) обґрунтувати причинно-наслідкові зв'язки між параметрами формування попиту в межах окремих сегментів фінансового ринку.

5. За результатами моделювання попиту на фінансовому ринку України отримано наступні висновки:

– виявлено обернено пропорційну залежність між попитом на фінансовому ринку та рівнем економічного зростання: збільшення попиту на фінансові активи на 1% обумовлює зменшення величини ВВП на 378,60 млн. грн. Це підтверджує зроблений висновок про спекулятивність попиту на фінансовому ринку України, тобто процес купівлі – продажу фінансових активів не завжди супроводжується спрямуванням фінансових ресурсів у реальний сектор економіки та відповідно – не призводить до зростання ВВП;

– виявлено, що збільшення на 1% факторів, що визначають сукупний попит на фінансовому ринку, призводить до зростання обсягів угод на депозитно-кредитному сегменті фінансового ринку на 25,94 млн. грн., до зростання обсягів угод на валютному сегменті на 0,55 млн. грн., до зменшення обсягів угод на фондовому сегменті на 8,89 млн. грн. Це дозволяє стверджувати, що із всіх сегментів фінансового ринку України найбільш чутливим до зміни тенденцій формування попиту є депозитно-кредитний сегмент (внаслідок банкоцентричності вітчизняного фінансового ринку), а найменш чутливим – валютний (внаслідок того, що визначальні мотиви торгівлі валютою в Україні мають не загальноекономічне, а спекулятивне підґрунтя);

– використання можливостей моделювання латентних змінних дозволило визначити наступні причинно-наслідкові зв'язки між параметрами розвитку окремих сегментів фінансового ринку. Так, наприклад, зростання попиту на валютному сегменті фінансового ринку на 1% призводить до зростання курсу гривні до 100 євро на 0,53 грн. Середнє значення валютних коливань за умови сталості попиту на валюту знаходиться в межах: для курсу гривні по відношенню до 100 доларів США – 0,57 грн., до 100 євро – 0,92 грн. Також підтверджено дестимулюючий вплив попиту на валютному сегменті фінансового ринку України на рівень експорту – його зростання на 1% обумовлює зниження експорту на 71,48 млн. грн.



6. Формалізація взаємозв'язків між попитом на фінансові активи та рівнем економічного зростання країни дозволила обґрунтувати необхідність трансформації концептуальних засад його регулювання в напрямку переходу від традиційного підходу (спрямований на стимулювання зростання його обсягу) до структурного регулювання, що здійснюється шляхом реалізації різновекторних заходів з усунення ряду структурних диспропорцій, які в сукупності забезпечують оптимізацію структури попиту на фінансовому ринку. В роботі доведено, що в Україні цільовим орієнтиром такого регулювання має бути зменшення спекулятивних мотивів придбання фінансових активів та розширення можливостей доступу домогосподарств до них.

7. В контексті усунення найбільш стійкої диспропорції при формуванні попиту на фінансовому ринку України – валютної, розроблено ряд пропозицій щодо регулювання позабіржового ринку, валютообмінних операцій відповідно до вимог Директиви Євросоюзу «Про ринки фінансових інструментів». В першу чергу, пропозиції стосуються впровадження стандартів здійснення угод з позабіржовими фінансовими інструментами, а саме цінових (котирувальних) та часових механізмів їх реалізації. Крім того, в роботі пропонується наділити саморегулювальні організації на позабіржовому ринку повноваженнями щодо розробки та впровадження регламентів інформаційної прозорості (якості внутрішніх систем ризик-менеджменту торговців, обов'язкових елементів реклами з метою недопущення конфлікту інтересів клієнтів, диференціації умов надання послуг залежно від профілю клієнта). Розроблено ряд пропозицій щодо Стратегії реформування системи захисту прав споживачів на ринках фінансових послуг на 2012-2017 роки, зокрема – принципи та мінімальні вимоги до ліцензування учасників позабіржового ринку валютообмінних операцій з огляду на офшорний статус основних торговців ринку та відтік за кордон доходів від торговельної діяльності на валютному сегменті фінансового ринку.

8. В контексті усунення строкових та функціональних диспропорцій, пов'язаних з переважанням короткострокового попиту спекулятивного

характеру, обґрунтовано необхідність створення Служби інвестиційного омбудсмена під контролем саморегулювальних організацій на фінансовому ринку та фінансуванням за рахунок їх щорічних внесків. Її діяльність має бути спрямована на забезпечення: 1) захисту від використання інсайдерської інформації на фінансовому ринку з метою обмеження маніпулювання ринком та поширення рейдерських захоплень; 2) захисту прав та інтересів фізичних осіб, які зазнали збитків внаслідок неправомірних дій учасників фінансового ринку, шляхом створення спеціалізованих компенсаційних фондів; 3) захисту прав та інтересів міноритарних акціонерів тощо. В роботі розроблено організаційний механізм, основні завдання та пріоритетні напрямки роботи Служби інвестиційного омбудсмена, пропозиції щодо внесення змін до існуючої нормативно-правової бази з метою забезпечення законодавчого підґрунтя її діяльності.

9. Подолання інституційних диспропорцій під час формування попиту на фінансовому ринку, а саме обмежених можливостей доступу домогосподарств до фінансових активів, стає можливим за умови ефективного функціонування на ньому комерційних та некомерційних мікрофінансових організацій, які спеціалізуються на наданні фінансових послуг малозабезпеченим верствам населення. Незважаючи на існування цих установ на вітчизняному фінансовому ринку, слід констатувати переважання спекулятивних мотивів в їх діяльності, в тому числі – внаслідок невідповідності системи регулювання їх діяльності міжнародним стандартам. В роботі розроблено низку пропозицій щодо пруденційного (з метою підтримання фінансової стабільності мікрофінансових організацій) та непруденційного регулювання (з метою забезпечення захисту прав споживачів, інформаційної прозорості мікрофінансових організацій, створення сприятливих умов для їх діяльності).

Основні положення даного розділу дисертаційної роботи опубліковано в роботах [281, 2, 5, 6, 9, 11, 13, 18, 21, 26, 30, 33, 39, 43, 53, 55, 56].

## РОЗДІЛ 3

ПРОПОЗИЦІЯ НА ФІНАНСОВОМУ РИНКУ УКРАЇНИ: РОЗВИТОК  
МЕТОДОЛОГІЇ ФОРМУВАННЯ, ОЦІНЮВАННЯ ТА РЕГУЛЮВАННЯ

3.1 Канали формування пропозиції на фінансовому ринку: теоретичні узагальнення та практичні особливості визначення

Обґрунтована в попередніх розділах дисертаційного дослідження необхідність трансформації поглядів на визначення товару на фінансовому ринку обумовлює потребу в перегляді ключових положень формування пропозиції на ньому. Пропозицією на фінансовому ринку слід вважати обсяг не фінансового капіталу (ресурсів), а фінансових активів, які суб'єкти ринку бажають та мають можливість запропонувати за різною ціною в кожний конкретний момент часу. Крім того, традиційно вважається, що у вартісному виразі пропозиція на фінансовому ринку є еквівалентною фактичній масі грошей в обігу, що обумовлює її залежність виключно від одного суб'єктивного та екзогенного чинника – політики центрального банку країни. Проте, з нашої точки зору, такий підхід є справедливим лише у випадку, коли об'єктом економічних відносин, які формуються на фінансовому ринку, є фінансові ресурси, тоді як за умови трактування фінансових активів як об'єкта купівлі-продажу даний підхід значною мірою втрачає свою адекватність.

В межах авторського підходу пропозицію на фінансовому ринку слід розглядати значно ширше та не обмежувати її обсяг фактичною масою грошей в обігу. За умов поширення практики використання похідних фінансових інструментів під час укладання угод на фінансовому ринку та, як наслідок, перевищення обсягу фінансових активів над реальним фінансовим капіталом, регулювання окремих параметрів зміни пропозиції на фінансовому ринку виходить з переліку виключної компетенції НБУ.

Однак, в зв'язку з тим, що науковці головним чином визначають пропозицію на фінансовому ринку не з позиції фінансових активів, а через призму грошового капіталу, виникає необхідність ідентифікації ролі основних груп суб'єктів, що здійснюють свою діяльність на фінансовому ринку з деталізацією їх значення в процесі формування пропозиції на ньому, а також конкретизації чинників, що впливають на пропозицію саме фінансових активів, а не фінансового капіталу.

В класичному розумінні головними продуцентами пропозиції на фінансовому ринку виступають домогосподарства та підприємства, які розміщують свої тимчасово вільні грошові кошти на фінансовому ринку, причому основний акцент робиться саме на ролі домогосподарств та дослідженні їх мотивів в процесі формування пропозиції фінансового капіталу. При цьому фінансово-кредитні установи виступають посередниками в процесі залучення та перерозподілу фінансових ресурсів. Можемо констатувати, що дослідженню їх впливу на кон'юнктуру фінансового ринку приділяється недостатньо уваги [88, 135]. Разом з тим, для вітчизняного фінансового ринку характерним є незначний вплив домогосподарств на зміну рівня пропозиції, адже невисокі доходи населення, низька питома вага заощаджень та нерозвинутість інфраструктури фінансового ринку не дозволяє стверджувати про вагомість домогосподарств як суб'єкта формування пропозиції на фінансовому ринку. Тоді як фінансово-кредитні установи, особливо банківський сектор, є доміантними учасниками економічних відносин на фінансовому ринку, а стрімкий розвиток кредитно-депозитного сегменту в порівнянні з фондовим, цілком виправдовує авторський підхід до трансформації уявлень про об'єкт купівлі-продажу на фінансовому ринку, адже банки, виступаючи продуцентами кредитів та депозитів (тих фінансових активів, що користуються найбільшим попитом серед вітчизняних суб'єктів економічних відносин) мають визначальний вплив і на його пропозицію на фінансовому ринку України, а підприємства та домогосподарства, в свою чергу, стають головним покупцями, а не продавцями на фінансовому ринку.

Тому в контексті даного дослідження виникає об'єктивна необхідність в уточненні факторів і, як наслідок, згрупованих на їх основі каналів, через які відбувається формування пропозиції на фінансовому ринку.

З метою реалізації поставленого в рамках даного пункту завдання, на основі представлених у вільному доступі офіційних аналітичних даних було сформовано масив статистичних показників, які відображають динаміку зміни основних факторів формування пропозиції на фінансовому ринку (19 факторів) протягом 2005 р. – I півріччя 2013 р. (табл. 3.1).

З огляду на зазначене вище, виникає об'єктивна необхідність агрегування представленого масиву статистичних даних, що відображають динаміку чинників, які характеризують канали формування пропозиції на фінансовому ринку, оскільки в межах сформованої сукупності факторів є мультиколінеарні величини, які, з метою зменшення розмірності вибірки, можуть бути об'єднані в певні групи, що є менш корельованими (відповідно до розробленого підходу, фактори, які між собою мають вищий рівень кореляції, утворюють певний канал формування пропозиції на фінансовому ринку). Проведені перетворення дають можливість зберегти інформацію щодо причинно-наслідкових зв'язків, які характеризують досліджуване явище чи процес і не впливають на точність отриманих результатів. Математичною основою агрегування факторів за каналами формування пропозиції є метод головних компонент.

Ключовою метою методу головних компонент є визначення прихованих взаємозв'язків між ознаками, що характеризують певне явище, що, власне, і дозволяє здійснити агрегування цих ознак у групи. В основі даного методу закладено декілька припущень: по-перше, припущення про те, що розмірність вхідного масиву параметрів може бути ефективно скорочена; по-друге, теза про те, що найбільш інформативним є фактор, який характеризується максимальним показником дисперсії [172].

Таблиця 3.1 – Динаміка основних факторів формування пропозиції на фінансовому ринку України у 2005-2013 р.

[64, 84]

Показник	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Грошова маса (агрегат М3), млн. грн.	194071,0	261063,0	396156,0	515727,0	487298,0	597872,0	685515,0	773199,0	850779,0
Загальний баланс ділових очікувань підприємств України, %	-2,5	-4,3	-17,2	-26,2	41,9	13,8	0,6	-8,1	-6,5
Кількість зареєстрованих безробітних (на кінець періоду), тис. осіб	1600,8	1515,0	1417,6	1425,1	1958,8	1785,6	1732,7	1657,2	451,5
Грошова (монетарна) база, млн. грн.	82759,7	97214,2	141901,1	186670,9	194965,3	225691,8	239884,8	255283,4	278889,1
Облікова ставка НБУ, %	9,5	8,5	8,0	12,0	10,25	7,75	7,75	7,5	6,5
Норма обов'язкових резервів за строковими депозитами нефінансових корпорацій та домашніх господарств в національній валюті, %	6,0	0,5	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Норма обов'язкових резервів за строковими депозитами нефінансових корпорацій та домашніх господарств в іноземній валюті, %	6,0	4,0	4,0	3,0	4,0	4,0	5,0	6,0	7,0
Норма обов'язкових резервів за коштами на поточних рахунках та депозитами на вимогу нефінансових корпорацій та домашніх господарств в національній валюті, %	8,0	1,0	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Норма обов'язкових резервів за коштами на поточних рахунках та депозитами на вимогу нефінансових корпорацій та домашніх господарств в іноземній валюті, %	8,0	5,0	5,0	5,0	7,0	7,0	8,0	10,0	12,0
Вартість кредитів у національній валюті, %	12,0	13,1	14,5	19,2	16,6	13,5	14,7	21,7	14,9
Вартість кредитів в іноземній валюті, %	11,5	12,1	13,2	13,6	19,2	6,4	14,2	11,3	9,5
Проценті ставки за залученими депозитами в національній валюті, %	6,2	6,2	8,7	10,9	11,5	8,2	11,1	15,3	10,6
Проценті ставки за залученими депозитами в іноземній валюті, %	6,7	6,7	6,7	9,1	6,6	6,6	5,3	8,0	6,9
Заощадження населення, млн. грн.	45651,0	44203,0	47779,0	52011,0	80377,0	156358,0	39647,0	104620,0	12263,0
Готівкові кошти поза банками (агрегат М0), млн. грн.	60231,0	74984,0	111119,0	154759,0	157029,0	182990,0	192665,0	203245,0	224364,0
Активи банківської системи, млн. грн.	134347,0	213877,0	340179,0	599396,0	926086,0	880302,0	942088,0	1054280,0	1232433,0
Дефіцит бюджету	7806,3	3700,9	7671,4	14183,1	37258,1	64684,9	23057,9	50785,7	57844,7
Рентабельність підприємств, %	4,9	5,8	5,4	3,9	3,3	4,0	5,9	5,0	3,3
Темп інфляції, %	10,3	11,6	16,6	22,3	12,3	9,1	4,6	-0,2	-0,2



Загалом, слід відмітити, що метод головних компонент дозволяє суттєво спрости дослідження причинно-наслідкових зв'язків між чинниками, що впливають на певне соціально-економічне явище без загрози для адекватності отриманих в результаті дослідження результатів, а тому виступає одним з найбільш ефективних методів вирішення зазначеної проблеми.

Переходячи до практичного застосування методу головних компонент, варто відмітити, що статистичні дані, представлені у табл. 3.1, мають різні одиниці виміру, тому набуває актуальності є їх нормалізація. Так, нормалізація базового масиву статистичних показників здійснюється за формулою:

$$N_i = \frac{X_i - \bar{X}}{\delta}, \quad (3.1)$$

де  $N_i$  – нормалізоване значення показника в році  $i$ ;

$X_i$  – ненормалізоване значення показника в році  $i$ ;

$\bar{X}$  – середнє значення показника за період, що аналізується;

$\delta$  – середньоквадратичне відхилення показника за період, що аналізується.

Нормалізовані значення факторів, які характеризують канали формування пропозиції на фінансовому ринку, представлені в табл. 3.2.

Наступним етапом ідентифікації каналів формування пропозиції на фінансовому ринку за допомогою методу головних компонент є визначення тісноти зв'язку між досліджуваними факторами, що, в свою чергу, дозволяє підтвердити гіпотезу про високий рівень колінеарності між досліджуваними чинниками. З метою реалізації поставленого в рамках даного етапу завдання необхідно побудувати кореляційну матрицю (табл. 3.3).

На основі табл. 3.3 можна констатувати, що між досліджуваними факторами формування пропозиції на фінансовому ринку існує як позитивний, так і негативний зв'язок.

Таблиця 3.2 – Нормалізовані значення основних факторів формування пропозиції на фінансовому ринку України у 2005-2013 р.

Показник	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Грошова маса (агрегат М3)	-1,51	-1,20	-0,60	-0,06	-0,19	0,31	0,70	1,10	1,45
Загальний баланс ділових очікувань підприємств України	-0,08	-0,17	-0,83	-1,29	2,19	0,75	0,08	-0,37	-0,28
Кількість зареєстрованих безробітних (на кінець періоду)	0,22	0,02	-0,20	-0,18	1,05	0,65	0,53	0,35	-2,44
Грошова (монетарна) база	-1,54	-1,33	-0,68	-0,04	0,08	0,53	0,73	0,95	1,29
Облікова ставка НБУ	0,50	-0,12	-0,43	2,06	0,97	-0,59	-0,59	-0,74	-1,06
Норма обов'язкових резервів за строковими депозитами нефінансових корпорацій та домашніх господарств в національній валюті	2,65	-0,14	-0,14	-0,39	-0,39	-0,39	-0,39	-0,39	-0,39
Норма обов'язкових резервів за строковими депозитами нефінансових корпорацій та домашніх господарств в іноземній валюті	0,94	-0,60	-0,60	-1,37	-0,60	-0,60	0,17	0,94	1,71
Норма обов'язкових резервів за коштами на поточних рахунках та депозитами на вимогу нефінансових корпорацій та домашніх господарств в національній валюті	2,63	-0,04	-0,04	-0,42	-0,42	-0,42	-0,42	-0,42	-0,42
Норма обов'язкових резервів за коштами на поточних рахунках та депозитами на вимогу нефінансових корпорацій та домашніх господарств в іноземній валюті	0,23	-1,02	-1,02	-1,02	-0,18	-0,18	0,23	1,06	1,90
Вартість кредитів у національній валюті	-1,15	-0,80	-0,35	1,17	0,33	-0,67	-0,28	1,97	-0,22
Вартість кредитів в іноземній валюті	-0,24	-0,07	0,25	0,36	1,96	-1,69	0,53	-0,30	-0,81
Проценті ставки за залученими депозитами в національній валюті	-1,27	-1,27	-0,40	0,36	0,57	-0,57	0,43	1,89	0,26
Проценті ставки за залученими депозитами в іноземній валюті	-0,24	-0,24	-0,24	2,04	-0,34	-0,34	-1,57	0,99	-0,05
Заощадження населення	-0,44	-0,48	-0,39	-0,30	0,34	2,17	-0,58	0,88	-1,19
Готівкові кошти поза банками (агрегат М0)	-1,58	-1,32	-0,70	0,06	0,10	0,55	0,72	0,90	1,27
Активи банківської системи	-1,44	-1,24	-0,92	-0,26	0,57	0,45	0,61	0,89	1,34
Дефіцит бюджету	0,93	1,10	0,93	0,66	-0,32	-1,49	0,28	-0,90	-1,20
Рентабельність підприємств	0,28	1,17	0,78	-0,70	-1,29	-0,60	1,27	0,38	-1,29
Інфляція	0,09	0,27	0,94	1,71	0,36	-0,07	-0,67	-1,32	-1,32





Причому між деякими факторами встановився досить тісний позитивний зв'язок (наприклад, між грошовою масою та грошовою базою; грошовою масою та готівковими коштами поза банками; грошовою базою та готівковими коштами поза банками тощо) чи сильний негативний зв'язок (між грошовою масою та дефіцитом бюджету; готівковими коштами поза банками та грошовою масою та ін.). Разом з тим, слід зазначити, що між деякими показниками зв'язок є несуттєвим, зокрема, між грошовою масою та загальним балансом ділових очікувань підприємств України; обліковою ставкою НБУ та загальним балансом ділових очікувань підприємств України тощо.

На наступному етапі дослідження відбувається визначення сукупності головних компонент. Перш за все, проводиться ідентифікація нульової головної компоненти як умовного центру сукупності, що також виступає початком нової системи координат. Далі через дві точки у цій системі координат проводиться пряма, вздовж якої зміна досліджуваних параметрів має бути максимальною, що, власне, і буде першою головною компонентою.

Точки, які значно відхиляються від побудованої нової осі, можна вважати несуттєвими факторами, однак, перш ніж виключити їх із досліджуваної сукупності, необхідно здійснити перевірку цих факторів на наявність важливої частини даних, для чого здійснюється побудова нової осі (другої головної компоненти). Ітерацію даної операції необхідно здійснювати до тих пір, поки залишки не будуть формувати хаотичний набір параметрів.

Після ідентифікації головних компонент постає необхідність визначення їх оптимальної кількості в рамках даного дослідження. Відбір головних компонент буде проводитися за методом Кайзера, відповідно до якого для реалізації наступних етапів необхідно залишити головні компоненти, значення яких є більшими за 1. Саме тому, на даному етап розрахуємо характеристики головних компонент з використанням надбудови XLStat до програми Excel (табл. 3.4, рис. 3.1).

Таблиця 3.3 – Кореляційна матриця ідентифікації рівня тісноти зв'язку між факторами формування пропозиції на фінансовому ринку України

	V <sub>1</sub>	V <sub>2</sub>	V <sub>3</sub>	V <sub>4</sub>	V <sub>5</sub>	V <sub>6</sub>	V <sub>7</sub>	V <sub>8</sub>	V <sub>9</sub>	V <sub>10</sub>	V <sub>11</sub>	V <sub>12</sub>	V <sub>13</sub>	V <sub>14</sub>	V <sub>15</sub>	V <sub>16</sub>	V <sub>17</sub>	V <sub>18</sub>	V <sub>19</sub>
V <sub>1</sub>	1	-0,004	-0,374	0,988	-0,450	-0,630	0,411	-0,661	0,699	0,526	-0,218	0,766	0,068	0,117	0,984	0,950	-0,779	-0,345	-0,633
V <sub>2</sub>	-0,004	1	0,473	0,111	-0,014	-0,062	-0,036	-0,078	0,108	-0,182	0,345	0,034	-0,479	0,397	0,107	0,294	-0,378	-0,365	-0,188
V <sub>3</sub>	-0,374	0,473	1	-0,279	0,307	0,079	-0,524	0,076	-0,502	0,071	0,367	0,024	-0,164	0,587	-0,273	-0,233	0,171	0,284	0,283
V <sub>4</sub>	0,988	0,111	-0,279	1	-0,391	-0,649	0,334	-0,683	0,656	0,511	-0,175	0,762	0,038	0,204	0,999	0,976	-0,820	-0,412	-0,585
V <sub>5</sub>	-0,450	-0,014	0,307	-0,391	1	0,174	-0,605	0,165	-0,552	0,214	0,523	-0,076	0,540	-0,077	-0,359	-0,358	0,451	-0,293	0,788
V <sub>6</sub>	-0,630	-0,062	0,079	-0,649	0,174	1	0,320	0,998	0,023	-0,474	-0,085	-0,536	-0,108	-0,196	-0,666	-0,616	0,418	0,170	0,074
V <sub>7</sub>	0,411	-0,036	-0,524	0,334	-0,605	0,320	1	0,301	0,914	-0,045	-0,319	0,200	-0,218	-0,286	0,299	0,365	-0,375	-0,055	-0,846
V <sub>8</sub>	-0,661	-0,078	0,076	-0,683	0,165	0,998	0,301	1	-0,009	-0,494	-0,082	-0,564	-0,116	-0,211	-0,700	-0,652	0,451	0,202	0,094
V <sub>9</sub>	0,699	0,108	-0,502	0,656	-0,552	0,023	0,914	-0,009	1	0,174	-0,298	0,455	-0,115	-0,104	0,630	0,696	-0,668	-0,325	-0,885
V <sub>10</sub>	0,526	-0,182	0,071	0,511	0,214	-0,474	-0,045	-0,494	0,174	1	0,236	0,894	0,681	0,187	0,519	0,479	-0,275	-0,211	-0,077
V <sub>11</sub>	-0,218	0,345	0,367	-0,175	0,523	-0,085	-0,319	-0,082	-0,298	0,236	1	0,247	-0,053	-0,335	-0,167	-0,072	0,430	-0,014	0,343
V <sub>12</sub>	0,766	0,034	0,024	0,762	-0,076	-0,536	0,200	-0,564	0,455	0,894	0,247	1	0,329	0,159	0,759	0,754	-0,491	-0,233	-0,388
V <sub>13</sub>	0,068	-0,479	-0,164	0,038	0,540	-0,108	-0,218	-0,116	-0,115	0,681	-0,053	0,329	1	0,088	0,059	-0,018	-0,005	-0,359	0,361
V <sub>14</sub>	0,117	0,397	0,587	0,204	-0,077	-0,196	-0,286	-0,211	-0,104	0,187	-0,335	0,159	0,088	1	0,210	0,208	-0,544	-0,172	-0,035
V <sub>15</sub>	0,984	0,107	-0,273	0,999	-0,359	-0,666	0,299	-0,700	0,630	0,519	-0,167	0,759	0,059	0,210	1	0,973	-0,814	-0,428	-0,552
V <sub>16</sub>	0,950	0,294	-0,233	0,976	-0,358	-0,616	0,365	-0,652	0,696	0,479	-0,072	0,754	-0,018	0,208	0,973	1	-0,851	-0,502	-0,621
V <sub>17</sub>	-0,779	-0,378	0,171	-0,820	0,451	0,418	-0,375	0,451	-0,668	-0,275	0,430	-0,491	-0,005	-0,544	-0,814	-0,851	1	0,586	0,619
V <sub>18</sub>	-0,345	-0,365	0,284	-0,412	-0,293	0,170	-0,055	0,202	-0,325	-0,211	-0,014	-0,233	-0,359	-0,172	-0,428	-0,502	0,586	1	-0,026
V <sub>19</sub>	-0,633	-0,188	0,283	-0,585	0,788	0,074	-0,846	0,094	-0,885	-0,077	0,343	-0,388	0,361	-0,035	-0,552	-0,621	0,619	-0,026	1

Примітки: V<sub>1</sub> – грошова маса; V<sub>2</sub> – загальний баланс ділових очікувань підприємств України; V<sub>3</sub> – кількість зареєстрованих безробітних; V<sub>4</sub> – грошова (монетарна) база; V<sub>5</sub> – облікова ставка НБУ; V<sub>6</sub> – норма обов'язкових резервів за строковими депозитами нефінансових корпорацій та домашніх господарств в національній валюті; V<sub>7</sub> – норма обов'язкових резервів за строковими депозитами нефінансових корпорацій та домашніх господарств в іноземній валюті; V<sub>8</sub> – норма обов'язкових резервів за коштами на поточних рахунках та депозитами на вимогу нефінансових корпорацій та домашніх господарств в національній валюті; V<sub>9</sub> – норма обов'язкових резервів за коштами на поточних рахунках та депозитами на вимогу нефінансових корпорацій та домашніх господарств в іноземній валюті; V<sub>10</sub> – вартість кредитів у національній валюті; V<sub>11</sub> – вартість кредитів в іноземній валюті; V<sub>12</sub> – процентні ставки за залученими депозитами в національній валюті; V<sub>13</sub> – процентні ставки за залученими депозитами в іноземній валюті; V<sub>14</sub> – заощадження населення; V<sub>15</sub> – готівкові кошти поза банками (агрегат M<sub>0</sub>); V<sub>16</sub> – активи банківської системи; V<sub>17</sub> – дефіцит бюджету; V<sub>18</sub> – рентабельність підприємств; V<sub>19</sub> – інфляція.



Таблиця 3.4 – Статистичні характеристики головних компонент формування пропозиції на фінансовому ринку України

Характеристика	F1	F2	F3	F4	F5	F6	F7	F8
Власне значення	8,042	3,765	2,337	1,660	1,550	1,258	0,296	0,092
Частка загальної дисперсії, %	42,328	19,813	12,302	8,735	8,159	6,620	1,560	0,482
Кумулятивна дисперсія, %	42,328	62,142	74,443	83,179	91,338	97,958	99,518	100,000

На основі табл. 3.4 можна констатувати, що в рамках дослідження факторів формування пропозиції на фінансовому ринку України було виділено вісім головних компонент, які характеризують 100 % загальної дисперсії ознак.

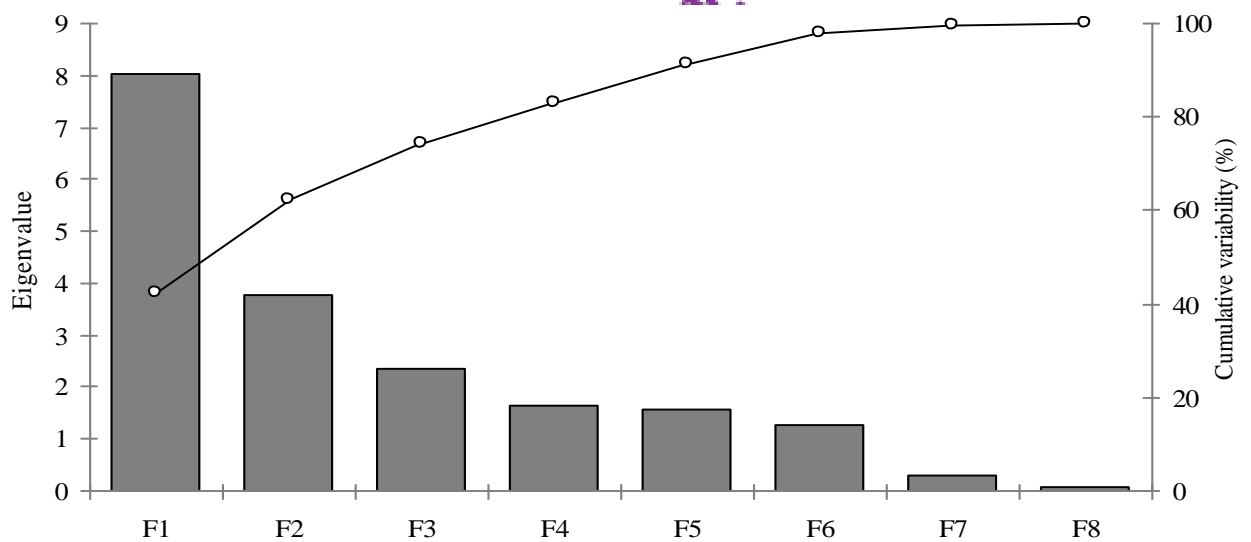


Рисунок 3.1 – Графічна інтерпретація характеристик головних компонент формування пропозиції на фінансовому ринку України

Зважаючи на незначний вплив 5-8 головних компонент, виключимо їх із загальної сукупності і всі подальші розрахунки та перетворення будемо проводити з 1-4 головними компонентами, які є найбільш значимими і пояснюють понад 83% загальної дисперсії.

На наступному етапі дослідження необхідно сформувати матрицю факторних навантажень для відібраних головних компонент, що параметри якої

характеризують рівень кореляції вихідних факторів з головною компонентою (табл. 3.5).

Таблиця 3.5 – Матриця факторних навантажень головних компонент формування пропозиції на фінансовому ринку України

Показник	F1	F2	F3	F4
Грошова маса (агрегат М3)	<b>0,977</b>	-0,026	-0,112	0,108
Загальний баланс ділових очікувань підприємств України	0,146	-0,063	<b>0,832</b>	-0,372
Кількість зареєстрованих безробітних (на кінець періоду)	-0,325	-0,430	<b>0,668</b>	-0,056
Грошова (монетарна) база	<b>0,975</b>	-0,096	-0,001	0,053
Облікова ставка НБУ	0,481	<b>-0,653</b>	-0,218	-0,459
Норма обов'язкових резервів за строковими депозитами нефінансових корпорацій та домашніх господарств в національній валюті	<b>-0,604</b>	0,548	-0,066	-0,497
Норма обов'язкових резервів за строковими депозитами нефінансових корпорацій та домашніх господарств в іноземній валюті	0,453	<b>0,795</b>	-0,204	-0,228
Норма обов'язкових резервів за коштами на поточних рахунках та депозитами на вимогу нефінансових корпорацій та домашніх господарств в національній валюті	<b>-0,635</b>	0,551	-0,070	-0,463
Норма обов'язкових резервів за коштами на поточних рахунках та депозитами на вимогу нефінансових корпорацій та домашніх господарств в іноземній валюті	<b>0,748</b>	0,558	-0,127	-0,292
Вартість кредитів у національній валюті	0,514	<b>-0,604</b>	-0,359	-0,108
Вартість кредитів в іноземній валюті	-0,223	-0,482	0,062	-0,118
Проценті ставки за залученими депозитами в національній валюті	0,761	-0,391	-0,159	-0,060
Проценті ставки за залученими депозитами в іноземній валюті	0,051	-0,533	<b>-0,646</b>	-0,326
Заощадження населення	0,218	-0,307	<b>0,621</b>	-0,148
Готівкові кошти поза банками (агрегат М0)	<b>0,968</b>	-0,130	-0,006	0,052
Активи банківської системи	<b>0,973</b>	-0,086	0,100	-0,068
Дефіцит бюджету	<b>-0,869</b>	-0,064	-0,288	0,232
Рентабельність підприємств	-0,422	0,241	0,030	<b>0,689</b>
Інфляція	<b>-0,696</b>	-0,613	-0,132	-0,028

На основі даних табл. 3.5 можна відмітити, що перша головна компонента має зв'язок із 9 факторами, друга – з 3, третя – з 4, а четверта – лише з одним фактором формування пропозиції на фінансовому ринку України.

Графічне відображення розподілу зв'язку факторів з головними компонентами представлено на рис. 3.2.

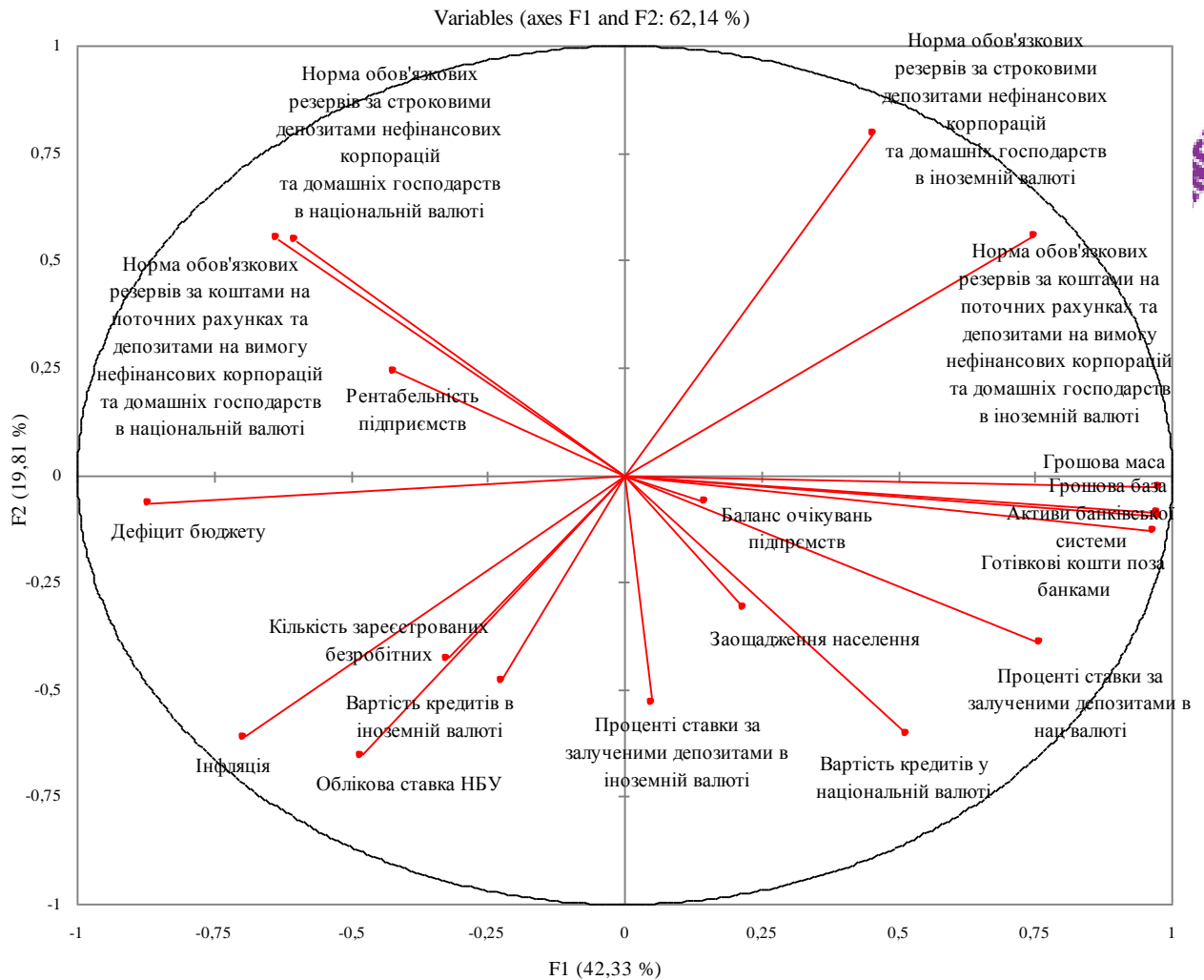


Рисунок 3.2 – Графічна інтерпретація розподілу початкових змінних між головними компонентами формування пропозиції на фінансовому ринку України

На наступному етапі, з використанням значень показника факторного навантаження формується перелік змінних, які характеризуються значним впливом на досліджуване явище, тобто їх коефіцієнт кореляції є більшим за граничне значення (0,7). Сутнісне дослідження сформованої сукупності параметрів є основою для виявлення узагальнюючого показника, який пояснює закономірності розвитку факторів, що до нього тяжіють і є носієм та ідентифікатором виявленої властивості.

Оскільки аналізована сукупність є багатфакторною, а змістовне дослідження параметрів вибірки дозволило виявити існування декількох

головних компонент, виникає необхідність здійснення процедури обертання, яка дозволить охарактеризувати зміст тих головних компонент, що визначають домінуючу частку загальної дисперсії. Крім того, обертання дозволяє сформувати найпростішу для інтерпретації факторну структуру.

Найбільш поширеним обчислювальним методом обертання є Varimax обертання, за якого досліджувані параметри є незалежними відносно один одного [108].

Для реалізації процедури Varimax обертання скористаємося надбудовою XLStat у пакеті MS Excel. Обернена матриця з новими агрегованими показниками представлена у табл. 3.6.

Таблиця 3.6 – Обернена матриця факторних ознак

Агреговані показники	D1	D2	D3
D1	0,892	-0,451	0,026
D2	-0,450	-0,892	-0,028
D3	-0,036	-0,014	0,999

Слід відмітити, що після проведення обертання матриці факторних ознак, отримані параметри є не головними компонентами, а узагальнюючими ознаками. Статистичні характеристики агрегованих показників та головних компонент для оберненої матриці представлені у табл. 3.7

Таблиця 3.7 – Статистичні характеристики агрегованих показників та головних компонент оберненої матриці

Показник	D1	D2	D3	F4	F5	F6	F7	F8
Питома вага загальної дисперсії, %	37,723	24,392	12,328	8,735	8,159	6,620	1,560	0,482
Кумулятивна дисперсія, %	37,723	62,115	74,443	83,179	91,338	97,958	99,518	100,000

На основі даних, представлених в табл. 3.7, можна констатувати, що вдалося досягти реалізації поставленого в рамках даного етапу завдання, а саме: отримана матриця має значно простішу факторну структуру. Варто також

відмітити, що значення показника кумулятивної дисперсії для узагальнюючих параметрів, представлених у табл. 3.7 та головних компонент, відображених у табл. 3.4 дещо відрізняються (але несуттєво). Значення коефіцієнта факторизації для узагальнюючих показників становить 0,74443, тобто за допомогою даних параметрів можна пояснити понад 74 % загальної дисперсії.

На наступному етапі дослідження необхідно з'ясувати ступінь взаємозв'язку між агрегованими показниками та факторами формування пропозиції на фінансовому ринку України, для чого побудуємо матрицю факторних навантажень (табл. 3.8).

Таблиця 3.8 – Матриця факторних навантажень агрегованих показників формування пропозиції на фінансовому ринку України

Показник	D1	D2	D3
Грошова маса (агрегат М3)	<b>0,887</b>	-0,416	-0,086
Загальний баланс ділових очікувань підприємств України	0,129	-0,021	<b>0,837</b>
Кількість зареєстрованих безробітних (на кінець періоду)	-0,121	0,521	<b>0,671</b>
Грошова (монетарна) база	<b>0,913</b>	-0,354	0,027
Облікова ставка НБУ	-0,127	<b>0,803</b>	-0,212
Норма обов'язкових резервів за строковими депозитами нефінансових корпорацій та домашніх господарств в національній валюті	<b>-0,783</b>	-0,216	-0,097
Норма обов'язкових резервів за строковими депозитами нефінансових корпорацій та домашніх господарств в іноземній валюті	0,054	<b>-0,911</b>	-0,214
Норма обов'язкових резервів за коштами на поточних рахунках та депозитами на вимогу нефінансових корпорацій та домашніх господарств в національній валюті	<b>-0,812</b>	-0,204	-0,102
Норма обов'язкових резервів за коштами на поточних рахунках та депозитами на вимогу нефінансових корпорацій та домашніх господарств в іноземній валюті	0,421	<b>-0,834</b>	-0,123
Вартість кредитів у національній валюті	<b>0,744</b>	0,312	-0,328
Вартість кредитів в іноземній валюті	0,015	0,530	0,070
Процентні ставки за залученими депозитами в національній валюті	<b>0,861</b>	0,008	-0,128
Процентні ставки за залученими депозитами в іноземній валюті	0,309	0,461	-0,629
Заощадження населення	0,310	0,168	<b>0,635</b>
Готівкові кошти поза банками (агрегат М0)	<b>0,922</b>	-0,320	0,023
Активи банківської системи	<b>0,903</b>	-0,364	0,128
Дефіцит бюджету	<b>-0,736</b>	0,453	-0,309
Рентабельність підприємств	-0,487	-0,025	0,012
Інфляція	-0,340	<b>0,863</b>	-0,133

Дані табл. 3.8 ілюструють, що з першим узагальнюючим показником корелює найбільша кількість факторів – 9, з другим – 4, а з третім – 2. Так, перший агрегований показник корелює з такими факторами формування пропозиції на фінансовому ринку України як грошова маса, грошова база, норма обов'язкових резервів за строковими депозитами та коштами на поточних рахунках нефінансових корпорацій і домогосподарств в національній валюті, процентні ставки за кредитами та депозитами у національній валюті, готівкові кошти поза банками, активи банківської системи та дефіцит бюджету. Серед представленої групи параметрів найбільш релевантним фактором позитивного впливу є готівкові кошти поза банками, а негативного – норма обов'язкового резервування за строковими депозитами в національній валюті. Враховуючи природу показників, що входять до складу даного агрегованого індикатора, доцільно визначити його як грошово-кредитний канал формування пропозиції на фінансовому ринку України.

З другим агрегованим показником найбільший рівень кореляції мають такі фактори як: облікова ставка НБУ, норма обов'язкових резервів за строковими депозитами та коштами на поточних рахунках нефінансових корпорацій та домогосподарств в іноземній валюті, інфляція. Даний канал формування пропозиції можна назвати ринковим, оскільки фактори, що його формують, суттєво визначають процес ціноутворення на фінансові активи.

З третім агрегованим показником корелює найменше факторів, а саме три наступні: загальний баланс ділових очікувань підприємств України, кількість зареєстрованих безробітних та заощадження населення. Найбільш релевантним є перший з приведених факторів, що може пояснюватися його комплексністю. Варто також зазначити, що усі фактори позитивно впливають на агрегований показник. Канал, сформований даною групою чинників, визначає загальні параметри середовища функціонування комерційних установ, а тому його було названо каналом бізнес-середовища.

Разом з тим, такі фактори, як вартість кредитів та депозитів в іноземній валюті, а також рентабельність підприємств є несуттєвими для представлених



агрегованих показників (каналів формування пропозиції). Таким чином, можна зазначити, що три ключові канали формування пропозиції на фінансовому ринку, в межах яких згруповані виділені раніше фактори, в сукупності пояснюють майже 75% дисперсії ознак. Більш детальна інформація щодо частки загальної дисперсії каналів та окремих факторів представлена у табл. 3.9.

Таблиця 3.9 – Результати застосування методу головних компонент в контексті обґрунтування каналів формування пропозиції на фінансовому ринку України

Головна компонента (канал формування пропозиції) та фактори її формування	Роки									ЧЗДО* / факторне навантаження
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	
<b>Грошово-кредитний канал</b>										<b>0,38</b>
Обсяг грошової маси, млн. грн.	194,1	261,1	396,2	516,7	487,3	597,9	685,5	773,2	850,8	0,89
Обсяг монетарної бази, млн. грн.	82,8	97,2	141,9	186,7	195,0	225,7	239,9	255,3	278,9	0,91
Норма обов'язкових резервів за строковими депозитами нефінансових корпорацій та домашніх господарств у національній валюті, %	6,0	4,0	4,0	3,0	4,0	4,0	5,0	6,0	7,0	-0,78
Норма обов'язкових резервів за коштами на поточних рахунках та депозитами на вимогу нефінансових корпорацій та домашніх господарств у національній валюті, %	8,0	1,0	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,81
Вартість кредитів у національній валюті, %	12,0	13,1	14,5	19,2	16,6	13,5	14,7	21,7	14,9	0,74
Вартість депозитів у національній валюті, %	6,2	6,2	8,7	10,9	11,5	8,2	11,1	15,3	10,6	0,86
Активи банківської системи, млн. грн.	134,3	213,9	340,2	599,4	926,1	880,3	942,1	1054,3	1232,4	0,90
Дефіцит бюджету, млн. грн.	7,8	3,7	7,7	14,2	37,3	64,7	23,1	50,8	57,8	-0,74
Готівкові кошти поза банками, млн. грн.	60,2	75,0	111,1	154,8	157,0	183,0	192,7	203,2	224,4	0,92
<b>Ринковий канал</b>										<b>0,24</b>
Рівень інфляції, %	10,3	11,6	16,6	22,3	12,3	9,1	4,6	-0,2	-0,2	0,86
Облікова ставка НБУ, %	9,5	8,5	8,0	12,0	10,3	7,8	7,8	7,5	7,0	0,80
Норма обов'язкових резервів за строковими депозитами нефінансових корпорацій та домашніх господарств в іноземній валюті, %	6,0	4,0	4,0	3,0	4,0	4,0	5,0	6,0	7,0	-0,91
Норма обов'язкових резервів за коштами на поточних рахунках та депозитами на вимогу нефінансових корпорацій та домашніх господарств в іноземній валюті, %	8,0	5,0	5,0	5,0	7,0	7,0	8,0	10,0	12,0	-0,83
<b>Канал бізнес-середовища</b>										<b>0,12</b>
Індекс ділових очікувань підприємств України, %	-2,5	-4,3	-17,2	-26,2	41,9	13,8	0,6	-8,1	-6,5	0,84
Кількість зареєстрованих безробітних, млн. осіб	1,6	1,5	1,4	1,4	2,0	1,8	1,7	1,7	0,5	-0,67
Обсяг заощаджень населення, млн. грн.	45,7	44,2	47,8	52,0	80,4	161,9	39,6	104,6	122,6	0,64

\* Примітка: ЧЗДО – частка загальної дисперсії ознак, яку пояснює канал.

Аналізуючи дані, представлені у табл. 3.9, можна відзначити, що грошово-кредитний канал, пояснюючи 37,72% загальної дисперсії всіх факторів впливу, залишається ключовим з позиції впливу на пропозицію фінансових активів, що є наслідком банкоцентричної моделі організації фінансового ринку України, за якої основними фінансовими посередниками, які обслуговують обіг фінансових активів виступають банки, та домінування в обігу фінансових інструментів, емітованих банками, які, у свою чергу, обслуговують кругообіг готівкових коштів. Відповідно до постулатів економічної теорії цей канал мав би охоплювати лише фактори, зміна яких знаходиться у регулятивному полі центрального банку як інституту, на який покладено завдання реалізації ефективної грошово-кредитної політики. В той же час, як свідчать дані табл. 3.9, одним з факторів формування цієї головної компоненти виявився дефіцит бюджету (негативний вплив, факторне навантаження становить  $-0,74$ ), що, в свою чергу, підтверджує наявність процесів інфляційної монетизації економіки України шляхом використання банківської системи і, зокрема, можливостей Національного банку України щодо покриття дефіциту бюджету (через механізм квазіфіскальних операцій тощо).

Суттєвий вплив на формування пропозиції на фінансовому ринку України здійснює також ринковий канал (пояснює 24% загальної дисперсії факторів), пов'язаний з волатильністю цільових (ринкових) орієнтирів вартості фінансових активів в країні, оскільки в його основу закладено ключові інструменти індикативного регулювання діяльності банків, а саме – облікова ставка НБУ та норми обов'язкового резервування. Так, наприклад, відповідно до закону пропозиції, суб'єкт буде прагнути продати більшу кількість фінансових активів за вищого рівня цін, а тому зростання облікової ставки буде призводити до збільшення ціни на кредит як фінансовий актив, і банки будуть прагнути збільшити обсяги продажів. Разом з тим, збільшення норм обов'язкового резервування буде негативно відзначатися на обсягах пропозиції фінансових активів, оскільки фактично це призведе до зростання собівартості банківського продукту (фінансового активу) для банку. Окрім облікових

механізмів, які впливають на зміну вартості фінансових активів, їх номінальна ціна може зростати також під тиском інфляційних процесів, а тому невисокі темпи інфляції у короткостроковому періоді також призводять до зростання пропозиції фінансових активів на фінансовому ринку.

Найменший вплив на формування пропозиції на фінансовому ринку має канал бізнес-середовища – 12,33%. В свою чергу, в структурі досліджуваного каналу найбільш вагомим є фактор загального балансу ділових очікувань підприємств. Зазначений показник розраховується на основі опитування керівників корпоративного сектору економіки щодо їх прогнозів з приводу динаміки поточної та майбутньої ділової активності, інфляційних та курсових очікувань, волатильності економічної ситуації в країні та ін., тобто фактично даний фактор відображає бачення суб'єктами бізнесу перспектив розвитку національної економіки, а тому цілком закономірно, що такий комплексний та змістовний, хоча і значною мірою суб'єктивний показник є основоположним фактором каналу бізнес-середовища. Не менш важливим фактором, який позитивно впливає на пропозицію на фінансовому ринку, є заощадження населення, оскільки домогосподарства, маючи запас тимчасово вільних фінансових ресурсів, можуть інвестувати їх у різноманітні інструменти фінансового ринку, разом з тим, наприклад, кожен залучений окремим банком депозит дає можливості для здійснення кредитної експансії, тобто розширення пропозиції кредитів як фінансових активів. Порівняно невисокий коефіцієнт кореляції даного показника визначається частково нерозвиненістю фондового ринку та невисокою лояльністю до банківського сектору, особливо в посткризовий період. Вирішення зазначених проблем дозволить суттєво збільшити ступінь кореляції між досліджуваним фактором та каналом.

Підсумовуючи вище викладене, можна констатувати, що в рамках подальших досліджень виникає об'єктивна необхідність дослідження проблем функціонування каналів формування пропозиції з метою удосконалення їх кількісних та якісних параметрів, що, в свою чергу, дозволить оптимізувати взаємодію ключових елементів кон'юнктури фінансового ринку України.

### 3.2 Розвиток методології оцінювання пропозиції на фінансовому ринку України

Дослідження системоутворюючих складових та взаємозв'язків, притаманних фінансовому ринку, дозволяє стверджувати, що він виступає складною динамічною системою. Основні елементи формування фінансового ринку (валютний сегмент, кредитний, депозитний сегменти та сегмент цінних паперів), в свою чергу, також є системами різного роду складності із властивими для них функціональними зв'язками. Саме тому формалізація функції пропозиції фінансового ринку вимагає використання такого інструментарію економіко-математичного моделювання, який дозволить визначити співвідношення, змінними якого можуть виступати складні функції від ряду інших параметрів. Переліченим вище вимогам відповідає інструментарій причинного моделювання (моделювання структурними рівняннями), який пропонується застосувати у даному підрозділі.

Побудуємо науково-методичний підхід до оцінки пропозиції на фінансовому ринку, що передбачає створення моделі (функціональної залежності), яка дозволить врахувати характеристики даного показника за допомогою системи структурних рівнянь, оцінити невідомі параметри моделі і визначити, наскільки адекватно модель описує структуру вхідних даних, крім того, на основі отриманих результатів сформулювати перспективні напрямки розвитку фінансового ринку в розрізі оцінки пропозиції на ньому на найближчий період. Сутність запропонованої методики полягає у проведенні ряду послідовних етапів, реалізація яких дозволяє виконати поставлені завдання.

Таким чином, 1 етап передбачає формування вихідного масиву статистичних даних, який дозволить максимально вичерпно та об'єктивно охарактеризувати тенденції розвитку пропозиції на фінансовому ринку, що передбачає визначення основних показників оцінки зазначеної результативної

ознаки у розрізі сегментів, які виступають його системоутворюючими складовими (табл. 3.10), а також формалізацію змінних управління шляхом надання ним умовних позначень.

Таблиця 3.10 – Інформаційний масив характеристики пропозиції на фінансовому ринку в розрізі його структурних сегментів

Показники / Роки	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Валютний сегмент</b>								
Офіційні валютні резерви НБУ, млн. грн.	97303	110308	160505	162187	198624	264410	242146	266287
Імпорт товарів і послуг, млн. грн.	185188	227445	306121	450532	353978	482026	658189	737023
<b>Кредитний сегмент</b>								
Грошова база, млн. грн.	82760	97214	141901	186671	194965	225692	239885	266073
Активи банку, скориговані на резерви під активні операції, млн. грн.	127199	204732	339797	598816	924923	879193	941409	1077111
<b>Депозитний сегмент</b>								
Заощадження населення, млн. грн.	45651	44203	47779	52011	80377	161867	113925	125304
МЗ, млн. грн.	194071	261063	396156	515727	487298	597872	685515	767422
<b>Сегмент боргових цінних паперів</b>								
Випуск облігацій підприємств, млн. грн.	12750	22070	44480	31350	10110	9490	35910	39770
Випуск облігацій місцевих позик, млн. грн.	350	84	156	974	370	0	585	624
<b>Сегмент пайових цінних паперів</b>								
Випуск акцій, млн. грн.	24810	43540	50000	46140	101070	40590	58160	63718
Випуск інвестиційних сертифікатів ПФ, млн. грн.	23060	16610	31120	65370	47210	36600	75750	84532
Випуск акцій КІФ, млн. грн.	0	0	0	0	3900	8870	8770	10232
<b>Сегмент похідних цінних паперів</b>								
Випуск опціонів, млн. грн.	161	17	34	0	7	3	3	2
Ринкова капіталізація компаній, які знаходяться у лістингу, млн. грн.	127992	216492	564372	128296	130817	313119	203638	216246

В рамках даного етапу, перш за все необхідно здійснити обґрунтування вибору параметрів, які характеризують пропозицію кожного із структурних компонентів фінансового ринку. Таким чином, обсяг пропозиції у валютному сегменті можна охарактеризувати за допомогою двох показників - офіційних валютних резервів НБУ, оскільки їх достатність визначає ефективність валютного регулювання та є основним його інструментом, та імпорту товарів та послуг, визначеного на основі платіжного балансу, адже динаміка імпорту є

тим параметром, який безпосередньо визначає ринковий обсяг пропозиції на валютному сегменті.

Для характеристики кредитного сегмента також відібрано два індикатори: грошова база як основний показник, за допомогою якого НБУ здійснює регулювання грошової маси та обсяг активів, скорегований на суму резервів за активними операціями, як ключовий параметр, що визначає максимальний потенційний обсяг фінансових ресурсів, який комерційний банк може надати у формі кредитів без загрози його фінансовій стійкості.

Пропозицію на депозитному сегменті доцільно описувати за допомогою наступних параметрів: заощадження населення, що відображають потенційні можливості домогосподарств як найпотужнішого вкладника, та грошовий агрегат МЗ, що дозволяє охарактеризувати як потенційні депозитні ресурси, так і ті кошти, що вже зосереджені на поточних та ощадних рахунках.

Пропозицію у сегменті цінних паперів доцільно охарактеризувати за допомогою показників випуску цінних паперів, операції з якими мають найбільшу питому вагу у загальному обсязі укладених угод. Крім того, як агрегуючий показник пропозиції ринку цінних паперів було використано ринкову капіталізацію компаній, що знаходяться у лістингу, оскільки динаміка цього показника дозволяє оцінити ємність та динаміку сегменту цінних паперів.

На основі даних таблиці 3.10 пропонується ввести наступні умовні позначення, які в подальшому будуть використовуватися для опису структурних рівнянь (послідовність наведених змінних визначає їх пріоритетність, тобто першим наводиться найбільш впливовий показник, останнім – найменш вагомий):

– в межах валютного сегменту: *Imp* – імпорт товарів і послуг, млн. грн.; *Res* – офіційні валютні резерви НБУ, млн. грн.;

– в межах кредитного та депозитного сегментів: *Assets* – активи банку, скореговані на резерви під активні операції, млн. грн.; *Mon* – грошова база, млн. грн.; *M3* – обсяг грошової маси, млн. грн.; *Sav* – заощадження населення, млн. грн.;

– в межах сегменту цінних паперів (включаючи сегменти боргових, пайових та похідних цінних паперів): *b1* – випуск облігацій підприємств, млн. грн.; *b2* – випуск облігацій місцевих позик, млн. грн.; *p1* – випуск акцій, млн. грн.; *p2* – випуск інвестиційних сертифікатів пайових інвестиційних фондів, млн. грн.; *p3* – випуск акцій корпоративних інвестиційних фондів, млн. грн.; *r1* – випуск опціонів, млн. грн.; *Cap* – ринкова капіталізація компаній, які знаходяться у лістингу, млн. грн.; *Sec* – випуск цінних паперів.

Визначені вище показники пропонується розглянути в якості факторних ознак функції пропозиції на фінансовому ринку, оскільки саме вони пояснюють можливі тенденції, властиві розглянутому об'єкту дослідження. Крім того, визначені факторні ознаки виступають параметрами функціональної залежності кількісної характеристики пропозиції на фінансовому ринку, тобто величинами, які визначають рівень пропозиції, але не підлягають корегуванню. В свою чергу, результативною ознакою моделі пропонується обрати такий макроекономічний показник, як ВВП, масив даних в розрізі якого представлений на рис. 3.3.

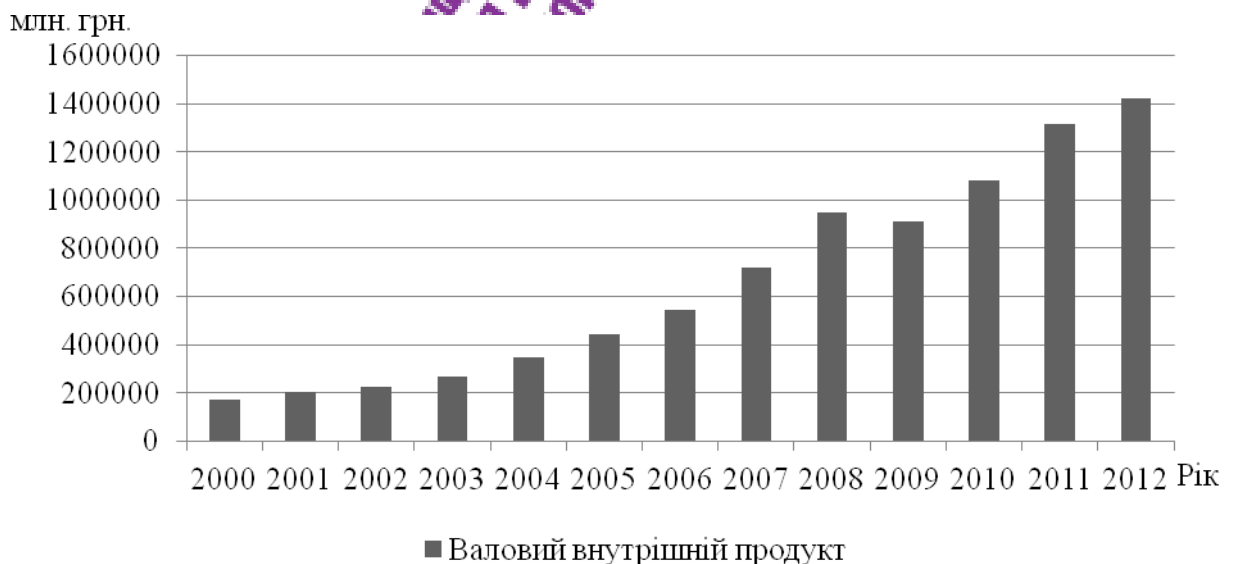


Рисунок 3.3 – Динаміка ВВП України у 2000-2012 рр., млн. грн.

Останнім, але не менш важливим аспектом формування інформаційного масиву характеристики пропозиції на фінансовому ринку в розрізі його структурних елементів, виступає ідентифікація змінної управління, тобто такого показника, значення якого може варіюватися в залежності від прийнятої стратегії розвитку ринку, тобто підлягає постійному нагляду та корегуванню наглядовими органами. В даному випадку змінною управління пропонується визначити облікову ставку НБУ, варіація якої представлена на рис. 3.4.

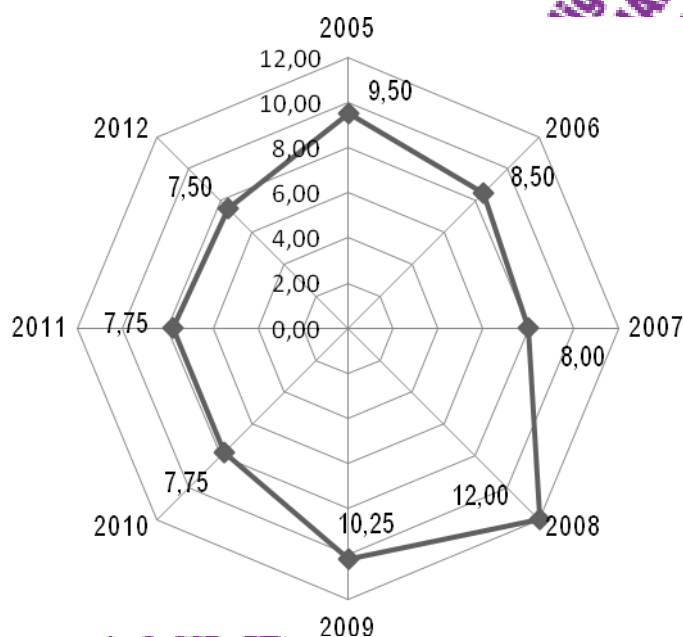


Рисунок 3.4 – Варіація облікової ставки НБУ у 2005-2012 рр., %

2 етап. На цьому етапі розробки науково-методичного підходу до визначення пропозиції на фінансовому ринку проводиться фільтрація та агрегування показників масиву статистичних даних, які було відібрано та проранжовано за їх вагомістю для кожного зі структуроутворюючих сегментів ринку в рамках попереднього етапу, що дозволить отримати адекватні результати без зайвого ускладнення моделі. Отже, з урахуванням перетворень, проведених зі статистичними показниками, наведеними у табл. 3.10, вхідні дані



для реалізації запропонованого науково-методичного підходу представимо у вигляді табл. 3.11.

Таблиця 3.11 – Інформаційний масив пріоритетних параметрів характеристики пропозиції на фінансовому ринку в розрізі формуючих його сегментів та результативного показника

Роки	<i>Res</i>	<i>Imp</i>	<i>Mon</i>	<i>Assets</i>	<i>Sav</i>	<i>M3</i>	<i>Sec</i>	<i>Cap</i>	<i>GDP</i>
2005	97303	185188	82760	127199	45651	194071	61131	127992	441452
2006	110308	227445	97214	204732	44203	261063	82320	216492	544153
2007	160505	306121	141901	339797	47779	396156	125791	564372	720731
2008	162187	450532	186671	598816	52011	515727	143834	128296	948056
2009	198624	353978	194965	924923	80377	487298	162667	130817	913345
2010	264410	482026	225692	879193	161867	597872	95553	313119	1082569
2011	242146	658189	239885	941409	113925	685515	179178	203638	1316600
2012	266287	737023	266073	1077111	125304	767422	198853	216246	1420830

3 етап. Розробка математичної моделі пропозиції на фінансовому ринку методом причинного моделювання у вигляді системи структурних рівнянь передбачає реалізацію наступних етапів:

3.1. Введення ендогенної латентної змінної «*SUP*», що характеризує рівень розвитку фінансового ринку з точки зору оцінки обсягу його пропозиції, а також визначення зв'язку між змінною «*SUP*» та оцінкою рівня пропозиції – макроекономічного показника ВВП у вигляді:

$$GDP = s_1 \cdot SUP + \text{delta}1, \quad (3.2)$$

де *GDP* – ВВП, млн. грн.;

$s_1$  – константа, що ілюструє, як зміниться темп приросту ВВП при зростанні (зменшенні) темпу приросту рівня пропозиції на фінансовому ринку;

*SUP* – ендогенна латентна змінна «Supply», що характеризує рівень розвитку фінансового ринку в контексті оцінки пропозиції на даному ринку;

*delta1* – константа, що визначає значення ВВП при досягненні рівнем пропозиції на фінансовому ринку нульової величини.

3.2. Введення екзогенної латентної змінної «*FOR*», яка показує рівень розвитку валютного сегменту, а також визначення регресійних рівнянь взаємозв'язку між визначальними показниками оцінки фінансового ринку в розрізі його складової – валютного сегменту та їх впливу на введену латентну змінну, що передбачає формування системи:

$$\begin{cases} \text{Re } s = FOR + \text{epsilon}1 \\ \text{Im } p = s_2 FOR + \text{epsilon}2 \end{cases} \quad (3.3)$$

де  $\text{Re } s$  – офіційні валютні резерви НБУ, млн. грн.;

$FOR$  – екзогенна латентна змінна, яка ілюструє рівень розвитку валютного сегменту; константа «1» перед змінною «*FOR*» свідчить про пропорційну зміну рівня розвитку валютного сегменту та варіації офіційних валютних резервів НБУ (даний факт виступає припущенням даної моделі);

$\text{epsilon}1$  – константа, що визначає рівень офіційних валютних резервів НБУ, якщо валютний сегмент не розвивається;

$\text{Im } p$  – імпорт товарів і послуг, млн. грн.;

$s_2$  – константа, що ілюструє, як зміниться обсяг імпорту товарів і послуг при зростанні (зменшенні) рівня розвитку валютного сегменту;

$\text{epsilon}2$  – константа, що визначає обсяг імпорту товарів і послуг, якщо валютний сегмент не розвивається.

3.3. Визначення екзогенних латентних змінних «*CR*» і «*DEP*», які відображають оцінку рівня розвитку кредитного та депозитного ринків і можуть бути записані у вигляді регресійних рівнянь, згрупованих в систему:

$$\begin{cases} \text{Mon} = CR + \text{epsilon}3 \\ \text{Assets} = s_3 CR + \text{epsilon}4 \\ \text{Sav} = DEP + \text{epsilon}5 \\ M3 = s_4 DEP + \text{epsilon}6 \end{cases} \quad (3.4)$$

де  $\text{Mon}$  – грошова база, млн. грн.;

$CR$  – екзогенна латентна змінна оцінки рівня розвитку кредитного сегменту; коефіцієнт перед даною змінною набуває одиничного значення, що свідчить про пропорційне зростання (зменшення) латентної змінної та грошової бази (припущення побудованої економіко-математичної моделі);

$\epsilon_3$  – константа, що відповідає рівню грошової бази при нульовому значенні рівня розвитку кредитного сегменту;

$Assets$  – активи банку, скориговані на резерви під активні операції, млн. грн.;

$s_3$  – константа, рівень якої ілюструє, на скільки відсотків збільшаться (зменшаться) активи банку, скориговані на резерви під активні операції, при відповідній зміні рівня розвитку кредитного сегменту;

$\epsilon_4$  – постійна величина, що характеризує активи банку, скориговані на резерви під активні операції, при умові нульового рівня розвитку кредитного сегменту;

$Sav$  – заощадження населення, млн. грн.;

$DEP$  – екзогенна латентна змінна, яка ілюструє рівень розвитку депозитного ринку; константа «1» перед змінною « $DEP$ » свідчить про пропорційну зміну рівня розвитку кредитного сегменту та варіації заощаджень населення (даний факт виступає припущенням даної моделі);

$\epsilon_5$  – константа, що відповідає рівню заощаджень населення при нульовому значенні рівня розвитку кредитного сегменту;

$M3$  – грошова маса ( $M3$ ), млн. грн.;

$s_4$  – константа, що ілюструє, як зміниться обсяг  $M3$  при зростанні (зменшенні) рівня розвитку депозитного сегменту;

$\epsilon_6$  – константа, що відповідає рівню  $M3$  при нульовому значенні рівня розвитку депозитного сегменту.

3.4. Опис взаємозв'язків сегменту цінних паперів, що ілюструють лінійні регресійні рівняння залежностей між екзогенною латентною змінною « $SM$ »

(рівнем розвитку даного сегменту) та параметрами функціонування сегментів боргових, пайових та похідних цінних паперів:

$$\begin{cases} Sec = SM + \epsilon_7 \\ Cap = s_5 SM + \epsilon_8 \end{cases} \quad (3.5)$$

де  $Sec$  – випуск цінних паперів;

$SM$  – рівень розвитку сегменту цінних паперів, представлений екзогенною латентною змінною;

$\epsilon_7$  – константа, що відповідає випуску цінних паперів, якщо сегмент цінних паперів не розвивається;

$Cap$  – ринкова капіталізація компаній, які знаходяться у лістингу, млн. грн.;

$s_5$  – постійна величина, яка ілюструє кількісну оцінку впливу рівня розвитку сегменту цінних паперів на ринкову капіталізацію компаній;

$\epsilon_8$  – константа, що відповідає ринковій капіталізації компаній, якщо сегмент цінних паперів не розвивається.

3.5. Побудова аналітичних співвідношень формалізації взаємозв'язків та взаємообумовленості рівня пропозиції на фінансовому ринку та рівнів розвитку його складових: валютного, кредитного, депозитного сегментів та сегменту цінних паперів і виявлення ступеня впливу між ними, що пропонується представити у вигляді системи:

$$\begin{cases} FOR = s_6 SUP + \zeta_1 \\ CR = s_7 SUP + \zeta_2 \\ DEP = s_8 SUP + \zeta_3 \\ SM = s_9 SUP + \zeta_4 \end{cases} \quad (3.6)$$

де  $s_6, s_7, s_8, s_9$  – константи, які виступають кількісною оцінкою взаємозв'язку між пропозицією на фінансовому ринку та рівнем розвитку його складових – валютного, кредитного, депозитного сегментів та сегменту цінних

паперів; оскільки наведені постійні величини відображують зв'язок між пропозицією на фінансовому ринку та рівнем розвитку його складових, тобто ілюструють зв'язок між латентними змінними, а тому вони свідчать, яким чином темп зміни пропозиції на фінансовому ринку вплине на темпи зміни пропозиції відповідних сегментів;

$zeta1, zeta2, zeta3, zeta4$  – постійні величини, значення яких свідчать про кількісні показники функціонування та розвитку відповідно валютного, кредитного, депозитного сегментів та сегменту цінних паперів, якщо пропозиція на фінансовому ринку залишається на постійному рівні, тобто темпи приросту дорівнюють нулю.

4 етап. Після визначення загального математичного алгоритму побудови теоретико-методологічного апарату дослідження пропозиції на фінансовому ринку, доцільно здійснити адаптацію розробленої на попередніх етапах дослідження математичної моделі у відповідності до умов його функціонування та, відповідно, формування пропозиції на фінансові активи на ньому, що пропонується провести на основі використання можливостей інструментального засобу Statistica, що, в свою чергу, дозволяє вирішити наступні завдання:

- виявити взаємозв'язок між найбільш впливовими та менш пріоритетними параметрами оцінки механізму формування пропозиції на фінансового ринку в цілому та в розрізі його системоутворюючих складових (валютного, депозитного, кредитного сегментів та сегменту цінних паперів);
- ідентифікувати залежність між змінною управління (обліковою ставкою) та значимими параметрами регресійної моделі.

Результати проведення статистичної обробки вхідних даних, що формує інформаційний масив, який, в свою чергу, відображає особливості формування пропозиції на фінансовому ринку України, представлено у табл. 3.12.

Таблиця 3.12 – Параметри моделі взаємозв'язку пропозиції на фінансовому ринку та параметрів валютного, кредитного, депозитного сегментів та сегменту цінних паперів, що впливають на формування результативного показника

	Model Estimates (Spreadsheet1propoz.sta)			
	Parameter Estimate	Standard Error	T Statistic	Prob. Level
(SUP)-1->[GDP]	6365,643	623,772	10,205	0,000
(DELTA1)-->[GDP]				
(DELTA1)-2-( DELTA1)	1566672,009	783344,550	2,000	0,046
(FOR)-->[Res]				
(FOR)-3->[Imp]	1632,267	112,724	14,480	0,000
(CR)-->[Mon]				
(CR)-4->[Assets]	3135,202	216,517	14,480	0,000
(DEP)-->[Sav]				
(DEP)-5->[M3]	1916,177	0,000		
(SM)-->[Sec]				
(SM)-6->[Cap]	228,734	15,864	14,418	0,000
(EPSILON1)-->[Res]				
(EPSILON2)-->[Imp]				
(EPSILON3)-->[Mon]				
(EPSILON4)-->[Assets,]				
(EPSILON5)-->[Sav]				
(EPSILON6)-->[M3]				
(EPSILON7)-->[Sec]				
(EPSILON8)-->[Cap]				
(EPSILON1)-7-(EPSILON1)	51938,238	25969,122	2,000	0,046
(EPSILON2)-8-( EPSILON2)	13729,716	0,000		
(EPSILON3)-9-( EPSILON3)	50493,904	25246,966	2,000	0,046
(EPSILON4)-10-( EPSILON4)	277439,629	4814536,088	0,058	0,954
(EPSILON5)-11-( EPSILON5)	18240,374	9120,188	2,000	0,046
(EPSILON6)-12-( EPSILON6)	2020,083	0,000		
(EPSILON7)-13-( EPSILON7)	26572,147	13286,085	2,000	0,046
(EPSILON8)-14-( EPSILON8)	1184,520	0,000		
(ZETA1)-->(FOR)				
(ZETA2)-->(CR)				
(ZETA3)-->(DEP)				
(ZETA4)-->(SM)				
(ZETA1)-15-(ZETA1)	0,500	0,000		
(ZETA2)-16-(ZETA2)	0,500	0,000		
(ZETA3)-17-(ZETA3)	0,608	0,304	1,998	0,046
(ZETA4)-18-(ZETA4)	3,650	1,907	1,914	0,056
(SUP)-19->(FOR)	816,551	0,000		
(SUP)-20->(CR)	743,976	0,000		
(SUP)-21->(DEP)	8,458	0,646	13,093	0,000
(SUP)-22->(SM)	103,925	0,000		

Наведена таблиця акумулює оцінки параметрів регресійної моделі, що пов'язують чинники *SUP*, *FOR*, *CR*, *DEP*, *SM* (кількісні оцінки фінансового

ринку, а також валютного, кредитного, депозитного сегментів і сегменту цінних паперів), що є інформаційною основою для реалізації процесу моделювання.

За результатами моделювання було отримано трирівневу систему структурних рівнянь, які формалізують вплив пропозиції на фінансовому ринку в цілому на: 1) рівень ВВП (макрорівень); 2) пропозицію на окремих сегментах фінансового ринку (мезорівень); 3) окремі параметри розвитку кожного сегменту досліджуваного ринку (мікрорівень).

Так, зокрема, структурне рівняння першого рівня підтвердило стимулюючий вплив збільшення пропозиції фінансових активів на зростання ВВП країни (її зростання на 1 % обумовлює збільшення ВВП на 6365,64 млн. грн.):

$$GDP = 6365,64SUP + 1566672,01 \quad (3.7)$$

Структурні рівняння другого рівня представлені наступним чином:

$$\begin{cases} FOR = 816,55SUP + 0,50 \\ CR = 743,98SUP + 0,50 \\ DEP = 8,46SUP + 0,61 \\ SM = 103,93SUP + 3,65 \end{cases} \quad (3.8)$$

В контексті сегментних особливостей формування пропозиції на вітчизняному фінансовому ринку слід зазначити наступне:

– найбільші обсяги пропозиції фінансових активів продукують валютний та кредитний сегменти ринку (зростання пропозиції на фінансовому ринку на 1% призводить до зростання валютних активів на 816,55 млн. грн., а кредитних – на 743,98 млн. грн.);

– найменший обсяг пропозиції фінансових активів продукує депозитний сегмент (при зростанні на 1% пропозиції на фінансовому ринку в цілому обсяг депозитів збільшується лише на 8,46 млн. грн.).

Таким чином, емпірично підтверджено переважання зовнішніх джерел формування пропозиції на фінансовому ринку (в основному за рахунок

кредитів в іноземній валюті) та недостатній рівень розвитку внутрішніх, зокрема – національних заощаджень. В умовах зниження інвестиційної привабливості України та обмеженого доступу вітчизняних суб'єктів до зовнішніх ринків капіталу це ставить фінансовий ринок України в залежність від кон'юнктури міжнародних ринків.

У табл. 3.13 представлено структурні рівняння третього рівня, які дозволяють виявити тенденції розвитку в межах кожного сегменту фінансового ринку України.

Таблиця 3.13 – Результати моделювання пропозиції на основних сегментах фінансового ринку України (за даними 2005-2012 рр.)

Сегмент фінансового ринку	Отримані структурні рівняння
Валютний	$Res = FOR + 51938,24$
	$Imp = 1632,27FOR + 13729,72$
Кредитний	$Mon = CR + 50493,90$
	$Assets = 3135,20CR + 277439,63$
Депозитний	$Sav = DEP + 18240,37$
	$M3 = 1916,18DEP + 2020,08$
Фондовий	$Sec = SM + 26572,15$
	$Cap = 228,73SM + 1184,52$

Аналіз структурних рівнянь, представлених у табл. 3.13, дозволяє зробити наступні висновки:

– зростання пропозиції на валютному сегменті фінансового ринку України призводить до зростання імпорту на 1632,27 млн. грн., що є свідченням імпортозалежності вітчизняної економіки;

– збільшення пропозиції на кредитному сегменті фінансового ринку України супроводжується зростанням активів банків на 3135,20 млн. грн., що підтверджує концентровану структуру активів банків (переважно у вигляді кредитних вкладень);

– підвищення пропозиції на депозитному сегменті фінансового ринку України призводить до збільшення грошової маси на 1916,18 млн. грн., що обумовлено її структурою;



– зростання пропозиції на фондовому сегменті фінансового ринку України призводить до підвищення ринкової капіталізації компаній, які знаходяться в лістингу, на 228,73 млн. грн., що пояснюється недостатнім рівнем довіри інвесторів до вітчизняних фінансових інструментів.

Наступним кроком виступає визначення взаємозв'язку між найбільш впливовими параметрами оцінки пропозиції фінансового ринку України та його складових (валютного, депозитного, кредитного сегментів та сегменту цінних паперів) та менш пріоритетними, а також залежності між змінною управління (обліковою ставкою) та значимими параметрами регресійної моделі, які набувають вигляду:

$$\begin{aligned} Cap &= 226317,16 - 29,92b_1 - 5303,63b_2 - 14,00p_1 + 101,76p_2 - 314,25p_3 + 874,11r1 \\ Im p &= -146887,26 + 2,70Re s + 7391,27os \end{aligned}, \quad (3.9)$$

де  $os$  – облікова ставка НБУ;

$Im p$  – імпорт товарів і послуг, млн. грн.;

$b_1$  – випуск облігацій підприємств, млн. грн.;

$b_2$  – випуск облігацій місцевих позик, млн. грн.;

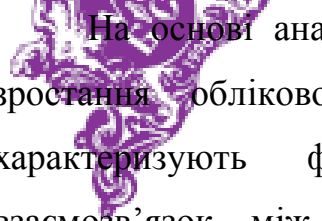
$p_1$  – випуск акцій, млн. грн.;

$p_2$  – випуск інвестиційних сертифікатів пайових інвестиційних фондів, млн. грн.;

$p_3$  – випуск акцій корпоративних інвестиційних фондів, млн. грн.;

$r1$  – випуск опціонів, млн. грн.;

$Cap$  – ринкова капіталізація компаній, що перебувають у лістингу, млн. грн.



На основі аналізу регресійних рівнянь (3.9) можна стверджувати, що зростання облікової ставки призведе до збільшення показників, які характеризують функціонування валютного сегменту. Розглядаючи взаємозв'язок між ринковою капіталізацією компаній та параметрами

функціонування сегментів боргових, пайових та похідних цінних паперів, зазначимо, що зростання результативної ознаки відбувається за рахунок зменшення параметрів сегменту боргових цінних паперів та зростання параметрів сегменту похідних фінансових інструментів. Для сектору пайових цінних паперів характерні: однонаправлені зміни ринкової капіталізації компаній та випуску інвестиційних сертифікатів пайових інвестиційних фондів; різнонаправлені зміни результативної ознаки та випуску акцій.

5 етап. Перевірка адекватності побудованої моделі. Ітераційний процес зійшовся успішно, значення ICSF Criterion та ICS Criterion близькі до нуля, значення функції незгоди (Discrepancy Functions) незначне, значення максимуму косинуса залишків (Maximum Residual Cosine), максимальна по модулю компонента градієнта (Maximum Absolute Gradient) близькі до нуля. Критерій Стюдента набуває фактичних значень, що перевищують критичний рівень з імовірністю 0,95 для всіх параметрів, крім  $zeta4$  (постійна величина, значення якої свідчить про кількісні показники функціонування та розвитку сегменту цінних паперів, якщо пропозиція на фінансовому ринку залишається на постійному рівні), де імовірність значимості параметрів рівняння регресії виконується і приймає значення 0,9. Незначимим виявився лише один  $epsilon4$  (постійна величина, що визначає активи банку, скориговані на резерви під активні операції, при умові нульового рівня розвитку кредитного сегменту). Отже, всі перераховані чинники свідчать про адекватність побудованої моделі.

Узагальнюючи результати дослідження, представлені в даному пункті дисертаційного дослідження, можна відмітити наявність ряду проблем у формуванні кон'юнктури фінансового ринку України, зокрема: недостатній рівень довіри економічних суб'єктів до фінансових інструментів та посередників, низький рівень диверсифікації активних операцій банків, імпортоорієнтованість при використанні фінансових активів, що загострює проблему забезпечення вітчизняного реального сектору економіки інвестиціями та послаблює роль фінансового ринку України в посткризовому відновленні національного господарства.

### 3.3 Обґрунтування напрямів стратегічного регулювання пропозиції на фінансовому ринку України в розрізі основних каналів її формування

Обґрунтування каналів формування пропозиції на фінансовому ринку є передумовою для розробки інструментарію її стратегічного регулювання у розрізі виокремлених каналів. Як було зазначено вище, ключове значення при формуванні пропозиції фінансових активів має грошово-кредитний канал, який охоплює, передусім, показники, що стосуються діяльності центрального банку. Однак, при цьому було виявлено показник дефіциту державного бюджету в якості фактору формування грошово-кредитного каналу, що свідчить про присутність в економіці України такого явища, як монетарне фінансування дефіциту бюджету та державного боргу, що суперечить постулатам економічної теорії та свідчить про існування впливу уряду на діяльність Національного банку України.

Незалежність центрального банку від органів державної влади набуває особливої актуальності в контексті його участі в розвитку фінансового ринку як емісійного центру країни та органу, який розробляє грошово-кредитну політику, реалізація якої через канали трансмісійного механізму передбачає вплив на ціноутворення у фінансовому секторі, що впливає на переміщення капіталу та детермінує зміну обсягів пропозиції фінансових активів на різних сегментах національного фінансового ринку [263, 315].

Теоретичні засади визначення незалежності центрального банку країни передбачають проведення розрахунку інтегральних індексів на підставі норм національного законодавства, які регламентують його функціонування. Розроблені агреговані індекси переважно включають показники, що відображають політичні та економічні критерії впливу уряду на діяльність центрального банку. Узагальнені характеристики найбільш поширених індексів, що використовуються в процесі визначення незалежності центрального банку, наведені у табл. 3.14.

Таблиця 3.14 – Характеристика індексів оцінки незалежності центрального банку країни (побудовано автором за даними [148, 223, **Ошибка!** **Источник ссылки не найден.**])

Назва індексу	Показники, що формують індекс	Максимальне значення індексу
Індекс Цукермана	16 факторів, об'єднаних в чотири групи: кадрова автономія, розробка грошово-кредитної політики, цілі грошово-кредитної політики, обмеження на фінансування державного бюджету	16 балів
GMT-індекс	15 бінарних показників, згрупованих у два компоненти, які відображають політичну (8 критеріїв) та економічну (7 критеріїв) незалежність центрального банку країни	16 балів
Індекс Ейффінгера-Шалінга	Три фактори: незалежність центрального банку при визначенні грошово-кредитної політики, участь представників уряду в органах управління центральним банком, частка членів органів управління центрального банку, які призначаються урядом	5 балів

Наведені у таблиці індекси відображають основні норми, що стосуються діяльності центрального банку, які можна розділити за трьома ключовими напрямками: по-перше, склад органів управління центральним банком, по-друге, вплив уряду на формування грошово-кредитної політики, по-третє, фінансування державних витрат за рахунок коштів центрального банку. В числовому вираженні зазначені індекси характеризуються бальною оцінкою, максимальне значення якої відображає високий рівень незалежності центрального банку.

Найбільш часто в процесі оцінки незалежності центрального банку використовується GMT-індекс, запропонований В. Гріллі, Д. Маскіандаро та Д. Табелліні, що пов'язано з включенням до його складу показників, інформація для розрахунку яких є доступною. Індекс включає два агреговані показники, які характеризують політичну та економічну незалежність центрального банку країни. Складові компоненти політичної незалежності включають умови, що стосуються функціонування органів управління центрального банку, розробки грошово-кредитної політики та вирішення

конфліктів з урядом, тоді як критерії економічної незалежності описують умови кредитування уряду центральним банком. Окрім того, відповідно до методики розрахунку індексу вважається, що виконання центральним банком функції нагляду за банківським сектором зменшує його незалежність, оскільки зростає вразливість центрального банку до політичного тиску та з'являється можливість монетизації боргів збанкрутілих банків. Результати розрахунку GMT-індексу для України у 1996 та 2010 рр. наведені у табл. 3.15.

Таблиця 3.15 – Результати розрахунку GMT-індексу незалежності Національного банку України у 1996 та 2010 рр. (побудовано автором за даними [148, **Ошибка! Источник ссылки не найден.**])

Критерії оцінки незалежності	Рік	
	1996	2010
Політична незалежність		
Голова центрального банку призначається без втручання уряду	1	1
Голова центрального банку призначається на термін більше 5 років	0	0
Правління центрального банку призначається без участі уряду	1	1
Правління центрального банку здійснює керівництво банком протягом більш ніж 5 років	0	0
Відсутня необхідність обов'язкової участі представників уряду в складі правління	1	0
Відсутня необхідність схвалення урядом рішень центрального банку у сфері грошово-кредитної політики	0	1
Законодавчо визначено стабільність цін як одну з пріоритетних цілей	0	1
Наявні законодавчі норми, спрямовані на захист інтересів центрального банку у випадку конфлікту з урядом	0	1
Економічна незалежність		
Відсутня процедура автоматичного кредитування уряду	1	0
У випадку існування можливості кредитування уряду кредит надається за ринковою ставкою	0	0
Кредити видаються уряду на обмежений термін	0	0
Існує обмеження розміру кредитів, що надаються уряду	0	0
Центральний банк не є учасником операцій первинного ринку, що стосуються державного боргу	0 <sup>1</sup>	1
Центральний банк самостійно встановлює власні відсоткові ставки (без узгодження з урядом)	1	1
Центральний банк не несе відповідальності за нагляд над банківським сектором або відповідальність розділена з іншим органом державної влади <sup>2</sup>	0	0
Сумарне значення індексу	5	7

Примітка: 1 – при проведенні розрахунків у 1996 р. було використано показник, що характеризує обов'язковість забезпечення прямих кредитів уряду цінними паперами; 2 –

даний критерій оцінюється в 2 бали у випадку відсутності функції нагляду центрального банку за банківським сектором або в 1 бал у випадку розподілу відповідальності

Розраховані у різний період показники свідчать, що в 2010 р. порівняно з 1996 р. відбулося зростання індексу, що характеризує розвиток вітчизняного законодавства щодо Національного банку України, в напрямку зростання його незалежності від дій уряду. Аналізуючи позитивні зміни критеріїв, які формують політичну незалежність НБУ, варто відзначити, що зміни, які відбулися протягом досліджуваного періоду у нормативно-правових актах, передбачають визначення стабільності цін в якості однієї з ключових цілей, відмову від необхідності схвалення урядом розробленої НБУ грошово-кредитної політики, а також формування законодавчої підтримки центрального банку у конфліктних ситуаціях з урядом. Однак, при цьому відбулися також зміни законодавства відносно присутності представників уряду в складі правління центрального банку, які викликали зниження бальної оцінки зазначеного критерію.

Варто зазначити, що зміни у національному законодавстві стосувалися також показників економічної незалежності НБУ, які, однак, не призвели до зміни результатного значення агрегованого компонента, оскільки зниження оцінки критерію, що стосується процедури автоматичного кредитування уряду, супроводжувалося запровадженням обмежень участі центрального банку в операціях, пов'язаних з обслуговуванням державного боргу на первинному ринку. При цьому у 1996 р. забезпечення кредитів уряду цінними паперами було обов'язковим, тоді як станом на сьогоднішній день, НБУ приймає участь в операціях купівлі-продажу облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) на вторинному ринку, що свідчить про його участь у фінансуванні державного боргу.

В цілому, аналізуючи законодавчі норми регламентації незалежності Національного банку України, варто відзначити досить непропорційні значення політичної та економічної складових. Так, рівень політичної незалежності НБУ становить 5 балів (максимальна оцінка компоненти складає 8 балів), що, згідно

дослідження, проведеного П. В. Труніним, Д. А. Князєвим та А. М. Сатдаровим для постсоціалістичних країн та країн Східної Європи [**Ошибка! Источник ссылки не найден.**] відповідає аналогічному показнику у Росії, Румунії, Сербії станом на 2010 р. Критеріями політичної незалежності, дотримання яких не визначено законодавством України, виступають строки, на які призначається голова та правління центрального банку, які є другорядними показниками, що відображають рівень політичного тиску на діяльність центрального банку, тому внесення змін до нормативно-правових актів, що регламентують дані характеристики, не є першочерговим завданням, яке необхідно реалізувати з метою зростання рівня незалежності НБУ.

При цьому підсумкове значення економічної компоненти складає лише 2 бали при максимально можливому в 8 балів, що, відповідно до зазначеного дослідження, є найнижчим показником серед розглянутих країн (аналогічним рівнем характеризується також економічна незалежність центрального банку Республіки Білорусь). Низький рівень економічної незалежності НБУ обумовлений, переважно, відсутністю обмежень кредитування уряду. Окрім цього, відповідно до використовуваної методології, негативний вплив на значення компоненти чинить також виконання Національним банком функцій банківського нагляду, однак, оскільки фактично його вплив є непрямим, то пріоритетного значення в процесі підвищення економічної незалежності НБУ набуває лімітування умов надання прямих кредитів уряду, зокрема, встановлення граничних меж обсягів та строків кредитування, а також здійснення операцій з кредитування уряду виключно на ринкових умовах.

Результати оцінки національного законодавства свідчать про існування загрози економічній незалежності Національного банку України у випадку надання прямих кредитів Уряду через недосконалість чинних норм регламентації даних операцій. Однак, окрім прямого кредитування, вітчизняним законодавством передбачено також участь НБУ в обслуговуванні державного боргу. Відповідно до Положення про порядок проведення операцій, пов'язаних з розміщенням облігацій внутрішніх державних позик [195],

Національний банк України приймає участь в процесі первинного розміщення ОВДП, реалізуючи повноваження щодо поширення повідомлення та збору заявок учасників, визначення обсягу розміщення облігацій і граничного рівня їх доходності та інформування учасників щодо визначених показників, а також депозитарний облік розміщених облігацій на рахунках учасників. При цьому Національний банк України в первинному розміщенні ОВДП приймає участь при поданні заявок за дорученням і за рахунок його клієнтів виключно неконкурентного характеру.

При цьому, окрім виконання функцій організатора при первинному розміщенні ОВДП, НБУ є також активним учасником вторинного ринку, реалізуючи операції купівлі-продажу облігацій від свого імені та за власний рахунок, що відображає його участь у фінансуванні державного боргу України. Дані щодо участі Національного банку України в обігу ОВДП наведено на рис. 3.5.

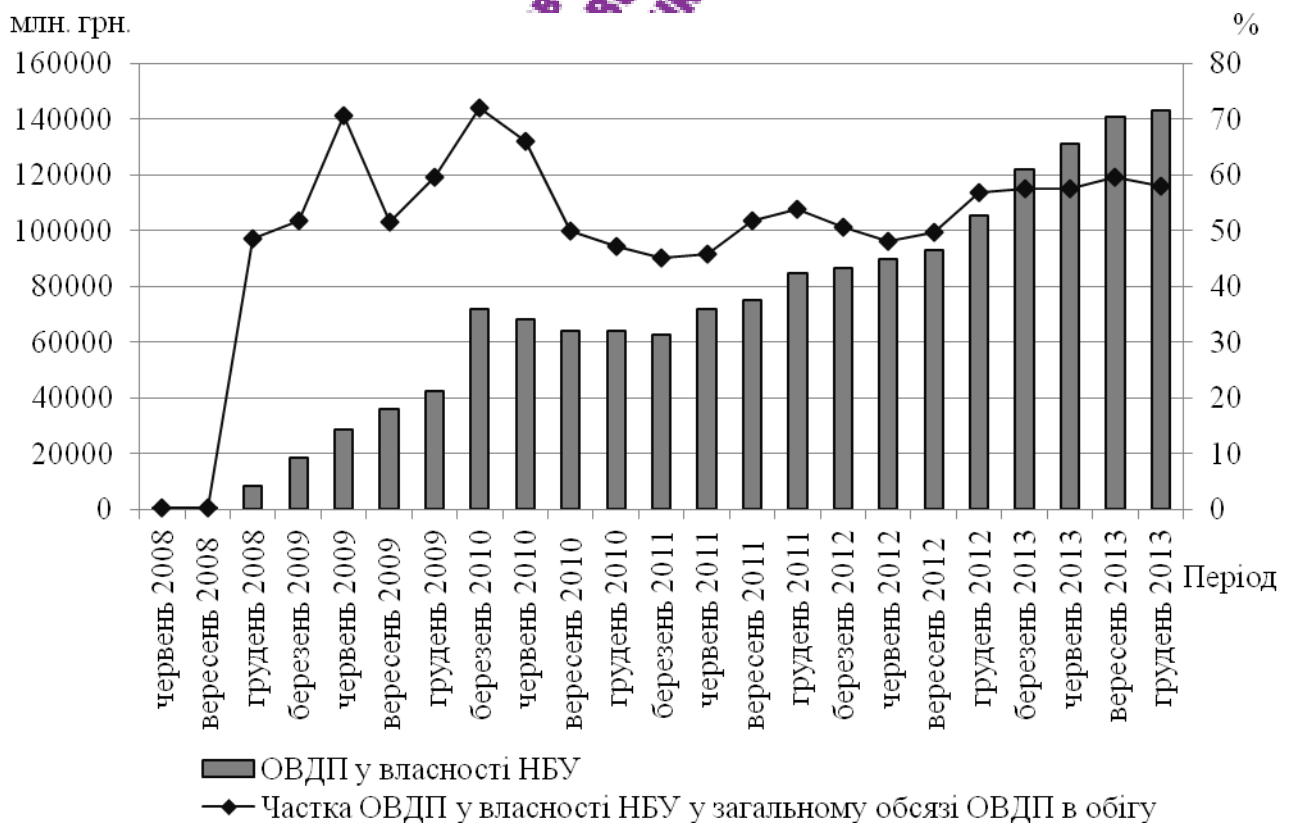




Рисунок 3.5 – Динаміка облігацій внутрішньої державної позики у власності Національного банку України за результатами операцій на вторинному ринку протягом 2008-2013 рр. (побудовано автором за даними [238])

Аналізуючи статистичні показники щодо суми ОВДП, які знаходяться у власності НБУ, варто відзначити, що до квітня 2008 р. центральний банк не здійснював операцій з купівлі-продажу зазначених фінансових активів, тоді як у подальшому періоді відбувається поступове нарощення суми основного боргу за облігаціями внутрішньої державної позики, що перебувають у власності НБУ. При цьому динаміка абсолютних показників свідчить про досить різке зростання суми ОВДП у власності НБУ на кінець березня 2010 р., порівняно з попереднім періодом, з поступовим зниженням значення показника до кінця березня 2011 р., починаючи з якого відбувається зміна тенденції у напрямку подальшого зростання суми ОВДП у власності НБУ, яка продовжується до кінця досліджуваного періоду. Показники враховуються наростаючим підсумком, тобто тенденція поступового збільшення дає змогу визначити, що обсяги сум придбання ОВДП Національним банком України перевищують обсяг погашення раніше випущених облігацій, що свідчить про постійне зростання сум фінансових ресурсів центрального банку, які спрямовуються на фінансування дефіциту державного бюджету.

Для більш детальної оцінки участі Національного банку України у фінансуванні державного боргу доцільно дослідити також динаміку питомої ваги ОВДП, що перебувають у його власності, в загальному обсязі даних активів у обігу. Наведені на рисунку дані свідчать, що найбільш різке зростання показника відбулося протягом кінця 2008 – першої половини 2009 рр., очевидно, під впливом фінансової кризи, яка зумовила скорочення попиту інших суб'єктів на державні цінні папери. Максимальний рівень даного індикатора було зафіксовано в березні 2010 р. (72,02%), тоді як в наступних періодах не можна визначити чіткої тенденції в динаміці частки ОВДП у власності НБУ, однак, її коливання на рівні 45-60% свідчать про значний рівень участі центрального банку у фінансуванні державних видатків, що є

негативною тенденцією, оскільки призводить до виникнення ряду несприятливих для фінансового сектору зокрема, та, в кінцевому підсумку, для національної економіки явищ.

По-перше, внаслідок відволікання коштів НБУ на фінансування державного боргу зменшується обсяг фінансових ресурсів у кредитному секторі економіки, відповідно, знижується обсяг пропозиції фінансових активів, що викликає зниження сум споживчого та інвестиційного кредитування реального сектору.

По-друге, перманентний характер монетарного фінансування дефіциту державного бюджету провокує зниження активності державної політики стосовно пошуку можливостей збалансування державного бюджету, що є передумовою подальшого зростання його дефіциту.

По-третє, фінансування дефіциту державного бюджету є чинником зниження ефективності монетарного трансмісійного механізму НБУ, зокрема, в розрізі його процентного каналу, оскільки зниження обсягу пропозиції кредитних ресурсів Національного банку України на міжбанківському ринку супроводжується зростанням їх вартості (процентних ставок), яке може бути не передбачене умовами грошово-кредитної політики, що в кінцевому підсумку може призвести до невідповідності функціонування фінансового сектору цілям монетарної політики.

По-четверте, зосередження значних сум фінансових ресурсів НБУ у формі державних цінних паперів детермінує зростання ризиків його діяльності, що може викликати порушення цінової стабільності на фінансовому ринку.

Результати досліджень законодавчих норм та статистичних показників свідчать, що функціонування грошово-кредитного каналу формування пропозиції на фінансовому ринку ускладнене низьким рівнем економічної незалежності Національного банку України, яке проявляється через значні обсяги фінансування державних витрат. З метою вирішення виявленої проблеми доцільним є запровадження ряду законодавчих обмежень щодо умов надання фінансових ресурсів НБУ уряду, які стосуватимуться, передусім,

обмеження загальної суми державних цінних паперів у власності НБУ та строків їх погашення, а також відсутність пільгового режиму кредитування операцій уряду. Реалізація зазначених норм на практиці призведе до суттєвого зниження суми коштів центрального банку, які відволікаються з обігу, а також посилення ефективності заходів НБУ при регулюванні пропозиції на фінансовому ринку, оскільки зростання його фінансових ресурсів розширює діапазон фінансових активів, які центральний банк може пропонувати на фінансовому ринку з метою задоволення сформованого на ньому обсягу попиту.

В процесі формування пропозиції фінансових активів важливе значення мають цінові показники, значення та динаміка яких відображають функціонування ринкового каналу. Варто зазначити, що встановлення цін на фінансові активи обумовлено, передусім, вартістю фінансових ресурсів, яка на сьогоднішній день в Україні встановлена на рівні 18-20% (при середньому показнику в країнах Європейського Союзу, 2-5%). Враховуючи експансійну стратегію розвитку фінансового ринку, важливого значення набуває зниження вартості фінансових ресурсів, що дозволить підвищити ефективність функціонування ринкового каналу формування пропозиції. До того ж, оптимальна вартість фінансових ресурсів забезпечує більш гнучку систему регулювання обсягів пропозиції уповноваженими органами, ніж це можливо за умов високого значення показника.

Одним з наслідків негативного впливу фінансової кризи на фінансовий сектор стало зниження ефективності монетарної політики, оскільки для даного періоду було характерним активне втручання держави у функціонування банківських систем, що, відповідно, стало причиною зменшення саморегулювального потенціалу фінансового ринку та погіршення результативності трансмісійного механізму. Саме тому в контексті стратегічного регулювання пропозиції фінансових активів набуває актуальності розширення інструментарію регулювання шляхом поєднання монетарної та фіскальної політик. Це дозволить скоординувати заходи, спрямовані на стабілізацію

цінових параметрів фінансового ринку та зниження рівня дефіциту державного бюджету, які, як було виявлено раніше, характеризуються наявністю зв'язку, тому комплексний підхід дозволить забезпечити паралельне досягнення зазначених цілей, тоді як диференціація регулюючих заходів може призводити до конфлікту цілей монетарної та фіскальної політик. При цьому основними інструментами грошово-кредитної політики залишаються встановлення процентних ставок і таргетування інфляції, а в розрізі фіскально-бюджетної політики важливого значення набуває таргетування дефіциту бюджету з боку уряду. В результаті узгодження стратегічних цілей монетарної та фіскальної політики забезпечується підвищення ефективності функціонування трансмісійного механізму, що забезпечує адекватність реакції фінансового та реального сектору економіки на впровадження регулятивних заходів, яке має здійснюватись на паритетних засадах центральним банком та урядом країни. При цьому реалізація квазіфіскальних операцій центрального банку (викуп ОВДП) має передбачати зміщення акцентів з монетизації дефіциту державного бюджету на управління обсягом грошової маси в обігу.

Враховуючи досить високий рівень ризику нестабільності, притаманний фінансовому сектору, варто відзначити також актуальність дотримання макропруденційних засад в процесі реалізації фіскальних та монетарних заходів, що передбачає включення до переліку їх стратегічних цілей підтримку стабільності фінансової системи, обмеження рівня прийнятих ризиків, згладжування фінансового циклу, що дозволить знизити рівень системних дисбалансів розвитку фінансового ринку [102, 346].

В процесі пошуку шляхів зниження вартості кредитів теоретиками та практиками з питань розвитку фінансового ринку було висунуто пропозицію, що стосується необхідності зменшення значення облікової ставки НБУ, яка є однією з ключових детермінант ціноутворення на кредитні активи. При цьому, встановлення облікової ставки на рівні 6,5% у серпні 2013 р. [84], характеризує найбільш низьке значення даного індикатора протягом періоду функціонування Національного банку України. Тому подальше зниження її рівня є недоцільним

до моменту фіксації зниження цін кредитів, які пропонуються банками на фінансовому ринку, обумовленого даними змінами, що виступить показником ефективності функціонування процентного каналу дії монетарного трансмісійного механізму, та задекларує результативність подальшого зниження рівня облікової ставки НБУ в контексті зменшення вартості фінансових активів.

На відміну від підходу, спрямованого на зниження облікової ставки, представники Асоціації «Український Кредитно-Банківський Союз» звернулись до НБУ з пропозицією пом'якшення законодавчих обмежень щодо встановлення змінної процентної ставки по кредитах [253]. На думку експертів зазначеної організації, заборона на встановлення «плаваючої» процентної ставки призводить до того, що при визначенні фіксованої ставки на момент видачі кредиту банки включають до неї не лише загальний рівень кредитного ризику, а й компенсацію можливих витрат, пов'язаних з ймовірними несприятливими тенденціями розвитку фінансового сектору та національної економіки, що особливо характерно при видачі довгострокових кредитів, тому запровадження у законодавстві можливості застосування при визначенні ціни кредиту змінної процентної ставки з використанням індексу сприятиме об'єктивному визначенню вартості кредитних ресурсів. При цьому встановлення діапазону волатильності процентної ставки за кредитами дозволить узгодити інтереси кредитора та позичальника при коливанні ринкової вартості фінансових ресурсів залежно від напрямку його зміни, що сприятиме усуненню безпідставного завищення банками відсоткових ставок за кредитами.

Важливим інструментом монетарної політики Національного банку України виступає встановлення нормативів обов'язкового резервування частини залучених комерційними банками фінансових ресурсів, в результаті якого забезпечується регулювання обсягів коштів банківської системи, що можуть вільно використовуватись в обігу на фінансовому ринку [72, 94]. Даний показник застосовується у вигляді ставки відсотка, диференційованої за

різними елементами залучених коштів в залежності від їх строків та валюти, а також від власника розміщених депозитних ресурсів, що дозволяє регулювати не лише обсяг грошової маси в обігу, а й її валютну структуру, а також встановлювати для банків пріоритети депозитної політики щодо розвитку клієнтської бази (зростання заощаджень домогосподарств чи нефінансових корпорацій). Враховуючи включення до пріоритетних цілей державної політики необхідності спрямування інвестицій у реальний сектор економіки, набуває актуальності питання розробки дієвих стимулів діяльності банківських установ в зазначеному напрямку, часткове вирішення якого може полягати у включенні до складу показників, за якими здійснюється диференціація нормативів обов'язкового резервування, ступеня активності банків у процесах фінансування інфраструктурних та інноваційних проектів [127, 245]. Відповідно, для банків, діяльність яких характеризується активною участю у впровадженні проектів розвитку реального сектору економіки, доцільним є зниження норм обов'язкового резервування, що, в свою чергу, забезпечує зменшення собівартості кредитних ресурсів та, відповідно, впливає на зниження ціни кредитів, пропонованих даними суб'єктами на фінансовому ринку, що призводить до посилення конкурентної позиції банків, порівняно з установами, діяльність яких не пов'язана з фінансуванням проектів соціально-економічного розвитку. Таким чином, запровадження даних змін в контексті політики обов'язкового резервування Національного банку України дозволить узгодити структуру пропозиції фінансових активів у відповідності до цілей державної стратегії розвитку національної економіки.

Іманентною характеристикою функціонування фінансових установ на кредитному сегменті фінансового ринку є прийняття певного рівня ризиків, пов'язаних з несвоєчасним поверненням кредиту або набуття позичальником ознак неплатоспроможності, що зумовлює необхідність розробки внутрішніх систем ризик-менеджменту кредитних організацій, а також імплементацію системи регулюючих заходів з боку уповноважених органів, спрямованих на управління ризиками та захист прав власності учасників кредитних відносин

[67, 312]. Важливим етапом системи управління кредитними ризиками виступає оцінка платоспроможності позичальника в процесі надання кредиту, при здійсненні якої можуть виникати проблеми, пов'язані з наданням недостовірної інформації від клієнта банку, а також врахуванням неповного переліку загроз платоспроможності внаслідок варіації факторів, що враховуються при використанні методик оцінки кредитоспроможності різними банками. В кінцевому підсумку на кредитному ринку виникає проблема асиметрії інформації, з метою нівелювання якої посилюється актуальність функціонування бюро кредитних історій, основним завданням якого є забезпечення обміну інформацією між кредитором та позичальником на добровільних засадах, що дозволяє підвищити рівень довіри контрагентів в рамках кредитних відносин.

Варто відзначити той факт, що станом на сьогоднішній день діяльність регуляторних органів зосереджена, переважно, на дотриманні фінансовими установами норм вітчизняного законодавства, які стосуються формальних аспектів їх діяльності в контексті забезпечення фінансової стійкості організацій – процедура ліцензування, показники достатності капіталу, виконання нормативів тощо. Проте, важливе значення в процесі формування пропозиції на фінансові активи має також трансфертне ціноутворення, що передбачає врахування показників конкурентів при визначенні вартості пропонованих фінансових активів. При цьому виникає об'єктивна необхідність зовнішнього контролю за характером конкурентних відносин на фінансовому ринку, оскільки дотримання ринкових засад при його функціонуванні має передбачати використання конкурентних переваг учасників при встановленні цінового діапазону. Саме тому діяльність наглядових органів фінансового ринку має поширюватися також на контроль за справедливістю ціноутворення та усунення недобросовісної конкуренції, що забезпечить зростання якості фінансових активів.

Окрім дотримання принципів ринкового ціноутворення, важливим аспектом регулювання пропозиції фінансових активів виступають заходи,

спрямовані на забезпечення мінімізації волатильності цін, що є характеристикою стабільності розвитку фінансового ринку. З метою уникнення різких коливань цінових показників доцільно використовувати системи раннього реагування, що дозволить відстежити значні зміни цін на різні види фінансових активів, визначити причини зазначеної динаміки, а також запобігти розповсюдженню виявлених тенденцій на інші сегменти фінансового ринку шляхом вирішення проблем, які призвели до значної волатильності.

Незважаючи на менш значний вплив каналу бізнес-середовища на формування пропозиції фінансових активів, порівняно з двома іншими структурними компонентами, не менш важливим є забезпечення його ефективного функціонування. Основним показником, на підвищення рівня якого можливо впливати шляхом застосування регуляторних заходів в контексті коригування обсягів пропозиції фінансових активів, виступають національні заощадження, які включають кошти домогосподарств, акумульовані фінансовими посередниками, та вільні фінансові ресурси суб'єктів господарювання.

Одним з напрямків, за яким може здійснюватись залучення додаткових фінансових ресурсів приватних структур у фінансування інвестиційних проектів, є розвиток державно-приватного партнерства, яке полягає в реалізації довгострокових програм соціально-економічного характеру у сферах національної економіки, що відповідають пріоритетам стратегічних цілей державної політики. Участь приватних партнерів відбувається на засадах прибутковості та розподілу ризику, що є досить вигідним варіантом інвестування.

Варто зазначити, що приватним партнером у реалізації зазначених проектів можуть виступати суб'єкти господарювання, інвестуючи власні фінансові ресурси, або фінансові посередники, використовуючи попередньо акумульовані кошти домашніх господарств. При цьому розподіл повноважень щодо управління проектом та організації його виконання може як розподілятися між партнерами, так і зосереджуватися в рамках діяльності



одного з них, тоді участь іншого обмежується фінансовою підтримкою та, відповідно, прийняттям частини ризиків. Участь в програмах державно-приватного партнерства характеризується існуванням ряду позитивних аспектів, порівняно з фінансуванням звичайних інвестиційних проектів, як для держави, так і для приватного партнера, основні з яких наведені на рис 3.6.



Рисунок 3.6 – Переваги державно-приватного партнерства для його учасників (побудовано автором за даними [104])

Відповідно до наведених на рисунку даних, позитивною характеристикою участі у реалізації проектів державно-приватного партнерства є розширення можливостей діяльності як державних, так і приватних структур внаслідок використання конкурентних переваг партнера. До того ж, зростання кількості створених робочих місць під час та внаслідок реалізації проектів державно-приватного партнерства має позитивний вплив також на зменшення показника

безробіття, який використовується при характеристиці каналу бізнес-середовища формування пропозиції на фінансовому ринку. Таким чином, з точки зору зростання ефективності державної політики доцільним є стимулювання приватних суб'єктів економіки до вкладання коштів у зазначені проекти, що може досягатися шляхом встановлення високої норми рентабельності на інвестований капітал. До того ж, надання державних гарантій знижує ризики втрат капіталу чи прибутку, що стимулює здійснення довгострокових інвестицій саме в дану сферу.

В процесі формування пропозиції фінансових активів за рахунок зростання обсягів національних заощаджень важливого значення набуває побудова досконалої системи каналів інформаційного забезпечення, що дозволить, з одного боку, забезпечити прозорість діяльності фінансових посередників, а з іншого - забезпечити зростання рівня фінансової грамотності населення, що є передумовою активізації взаємодії суб'єктів фінансового ринку.

Також набуває актуальності застосування регуляторних заходів щодо захисту інтересів суб'єктів, які постачають фінансові активи на ринок. Розвиток зазначеного інструментарію має бути спрямований на управління ринковими ризиками, які виникають в процесі здійснення операцій на фінансовому ринку. Передусім, основними ризиками, що характеризують формування пропозиції фінансових активів, виступають ризик неплатежу та ризик волатильності цін. При цьому управління ціновими ризиками відбувається з використанням фінансових методів, тоді як нівелювання ризику неплатежу, притаманного діяльності постачальників фінансових активів, можна реалізувати за рахунок впровадження адміністративних методів, зокрема, регламентації на законодавчому рівні відповідальності суб'єктів, діяльності органів розгляду конфліктних ситуацій. Окрім того, важливого значення набуває функціонування системи контролю за діяльністю учасників фінансового ринку, призначеної для усунення їх недобросовісної поведінки в процесі формування пропозиції фінансових активів.

Застосування визначеної системи інструментів стратегічного регулювання пропозиції на фінансовому ринку забезпечує зростання ефективності функціонування каналі її формування та дозволяє привести її структуру у відповідність з цілями державної стратегії розвитку фінансового ринку та задовольнити існуючі потреби суб'єктів економіки щодо попиту на фінансові активи.

### Висновки до розділу 3

У третьому розділі дисертації ідентифіковано основні канали формування пропозиції на фінансовому ринку, оцінено її рівень на основі трьохрівневої системи структурних рівнянь, обґрунтовано стратегічні напрямки її регулювання в межах виокремлених каналів.

За результатами розділу зроблено наступні висновки:

1. Необхідність трансформації поглядів на визначення товару на фінансовому ринку обумовлює потребу в перегляді ключових положень формування пропозиції на ньому. Так, зокрема, пропозицією на фінансовому ринку слід вважати обсяг не фінансового капіталу (ресурсів), а фінансових активів, який суб'єкти ринку бажають та мають можливість запропонувати за різною ціною та на певний термін. Крім того, традиційно вважається, що пропозиція на фінансовому ринку дорівнює фактичній масі грошей в обігу, що обумовлює її залежність виключно від одного суб'єктивного та екзогенного чинника – політики центробанку. Такий підхід є справедливим при трактуванні фінансових ресурсів як об'єкта купівлі – продажу на фінансовому ринку, але коли товаром на фінансовому ринку вважаються фінансові активи, він втрачає свою адекватність. В межах авторського підходу пропозицію на фінансовому ринку слід розглядати значно ширше та не обмежувати її обсяг фактичною масою грошей в обігу. За умов поширення практики використання похідних

фінансових інструментів під час укладання угод на фінансовому ринку та, як наслідок, перевищення обсягу фінансових активів над реальним фінансовим капіталом вплив на пропозицію на фінансовому ринку виходить з переліку виключної компетенції НБУ. З урахуванням вищезазначених положень, виникає необхідність в уточненні каналів, через які відбувається формування пропозиції на фінансовому ринку.

2. Сформовано масив статичних даних, який відображає динаміку зміни основних факторів формування пропозиції на фінансовому ринку (19 факторів) протягом 2005 р. – I півріччя 2013 р. та нормалізовано їх значення (для нівелювання різноманітності). За розробленою пропозицією їх згруповано за суб'єктами, що є потенційними постачальниками фінансових активів на ринок (НБУ, фінансові посередники, домогосподарства, нефінансові корпорації та сектор державного управління). З метою нівелювання впливу об'єктивних взаємозв'язків між групами факторів та виявлення найбільш релевантних з них використано метод головних компонент. За результатами його застосування виокремлено три головних компоненти – ключові канали впливу на пропозицію на фінансовому ринку України: грошово-кредитний, ринковий та канал бізнес-середовища, в межах яких згруповані фактори, які в сукупності пояснюють майже 75% дисперсії ознак.

3. Обґрунтовано, що грошово-кредитний канал, пояснюючи 37,72% загальної дисперсії всіх факторів впливу, залишається ключовим з позиції впливу на пропозицію фінансових активів, що є наслідком банкоцентричності фінансового ринку України та переважанням готівки в структурі всіх фінансових активів. Відповідно до постулатів економічної теорії, цей канал мав би охоплювати лише фактори, вплив на які знаходиться виключно в межах компетенції центробанку як емісійного центру країни. В той же час, одним з факторів формування цієї головної компоненти виявився дефіцит бюджету (негативний вплив, факторне навантаження становить  $-0,74$ ). Це підтверджує наявність процесів інфляційної монетизації економіки України шляхом використання емісії грошей з метою покриття дефіциту бюджету країни.

Суттєвий вплив на формування пропозиції на фінансовому ринку України здійснює також ринковий канал, пов'язаний з волатильністю цільових (ринкових) орієнтирів вартості фінансових активів у країні. Зокрема, зростання вартості фінансових активів (в тому числі за рахунок інфляційних процесів) здійснює стимулюючий вплив на пропозицію на фінансовому ринку. Водночас вплив каналу бізнес-середовища є незначним (12,33%).

4. В контексті обґрунтування стратегічних напрямків регулювання пропозиції на фінансовому ринку України важливого значення набуває адекватне оцінювання її поточного рівня з урахуванням сегментних особливостей її формування. Враховуючи неможливість встановлення єдиного узагальнюючого індикатора пропозиції на фінансовому ринку, який би відповідав умовам трактування автором фінансових активів як товару на фінансовому ринку, в роботі обґрунтовано доцільність використання латентної змінної (SUP) при побудові структурних рівнянь. Узагальнення статистичної інформації щодо індикаторів формування пропозиції на фінансовому ринку України за його основними сегментами в 2005-2012 рр. з подальшою фільтрацією даних з метою усунення несуттєвих параметрів моделі дало можливість залишити в якості вхідних даних для моделювання пропозиції на фінансовому ринку наступні індикатори:

- для фінансового ринку в цілому – рівень ВВП (GDP);
- для валютного сегменту (FOR) – офіційні валютні резерви НБУ (Res) та імпорт товарів та послуг (Imp);
- для кредитного сегменту (CR) – грошову базу (Mon) та активи банків, скориговані на резерви під активні операції (Assets);
- для депозитного сегменту (DEP) – заощадження населення (Sav) та обсяг грошової маси (M3);
- для фондового сегменту (SM) – ринкову капіталізацію компаній, які знаходяться в лістингу (Cap) та випуск цінних паперів (Sec).

5. За результатами моделювання було отримано трирівневу систему структурних рівнянь, які формалізують вплив пропозиції на фінансовому ринку

в цілому на: 1) рівень ВВП (макрорівень); 2) пропозицію на окремих сегментах фінансового ринку (мезорівень); 3) окремі параметри розвитку кожного сегменту фінансового ринку (мікрорівень).

6. Структурне рівняння першого рівня підтвердило стимулюючий вплив збільшення пропозиції фінансових активів на зростання ВВП країни (її зростання на 1 % обумовлює збільшення ВВП на 6365,64 млн. грн.)

7. В контексті сегментних особливостей формування пропозиції на вітчизняному фінансовому ринку слід зазначити наступне:

1) найбільші обсяги пропозиції фінансових активів продукують валютний та кредитний сегменти ринку (зростання пропозиції на фінансовому ринку на 1% призводить до зростання валютних активів на 816,55 млн. грн., а кредитних – на 743,98 млн. грн.);

2) найменший обсяг пропозиції фінансових активів продукує депозитний сегмент (при зростанні на 1% пропозиції на фінансовому ринку в цілому обсяг депозитів збільшується лише на 8,46 млн. грн.).

Таким чином, емпірично підтверджено переважання зовнішніх джерел формування пропозиції на фінансовому ринку (в основному за рахунок кредитів в іноземній валюті) та недостатній рівень розвитку внутрішніх, зокрема – національних заощаджень. В умовах зниження інвестиційної привабливості України та обмеженого доступу вітчизняних суб'єктів до зовнішніх ринків капіталу це ставить фінансовий ринок України в залежність від кон'юнктури міжнародних ринків.

8. Структурні рівняння третього рівня дозволяють виявити тенденції розвитку в межах кожного сегменту фінансового ринку України. Отримані результати вказують на наявність ряду проблем у функціонуванні кон'юнктури фінансового ринку України, зокрема: недостатній рівень довіри економічних суб'єктів до фінансових інструментів та посередників, низький рівень диверсифікації активних операцій банків, імпортоорієнтованість при використанні фінансових активів. Це загострює проблему забезпечення

вітчизняного реального сектору інвестиціями та послаблює роль вітчизняного фінансового ринку у посткризовому відновленні.

9. В Обґрунтовано інструментарій стратегічного регулювання пропозиції на фінансовому ринку в розрізі трьох основних каналів її формування – грошово-кредитного, ринкового та каналу бізнес-середовища. В контексті стратегічного регулювання формування пропозиції на фінансовому ринку через грошово-кредитний канал актуальності набуває вирішення проблеми монетарного фінансування дефіциту бюджету України шляхом здійснення операцій НБУ з цінними паперами на вторинному ринку, в тому числі – через інститут первинного дилерства. Наявність цієї проблеми призводить до: 1) виникнення «ефекту витіснення» (покриття бюджетного дефіциту за рахунок ОВДП обмежує кредитування банками реального сектору економіки); 2) посилення розбалансованості державного бюджету; 3) зниження ефективності монетарної політики НБУ (зокрема – процентного каналу трансмісійного механізму); 4) підвищення ризику втрати цінової стабільності та незалежності НБУ тощо. З метою забезпечення незалежності НБУ запропоновано введення обмежень його повноважень щодо кредитування державного сектора економіки шляхом лімітування обсягів умов та строків платежів за борговими зобов'язаннями держави.

10. Для підвищення ефективності функціонування ринкового каналу формування пропозиції на фінансовому ринку необхідним є зниження вартості фінансових ресурсів, яка в значній мірі визначає цінові характеристики фінансових активів (сьогодні в Україні вона складає 18-20%, тоді як в середньому для країн Євросоюзу - 2-5%). Основними напрямками стратегічного регулювання в контексті вирішення цього завдання вважаємо наступні: 1) узгодження монетарної та фіскальної політик, посилення координації дій в сфері фінансового регулювання на макропруденційних засадах (використання лише монетарних інструментів є неефективним з огляду на низьку результативність дії процентного каналу трансмісійного механізму в Україні); 2) введення НБУ диференційованих норм резервування для банків

залежно від їх активності у фінансуванні інфраструктурних та інноваційних проектів; 3) зниження кредитних ризиків шляхом застосування регулюючих заходів, спрямованих на підвищення захисту прав власності учасників кредитних угод та зменшення рівня асиметрії інформації на кредитному сегменті фінансового ринку; 4) перенесення уваги наглядовців з формального контролю за дотриманням законодавства на контроль за справедливістю ціноутворення на фінансові активи; 5) підвищення ефективності контролю за волатильністю цін на фінансові активи за допомогою систем раннього реагування тощо.

11. В контексті підвищення ефективності дії каналу бізнес-середовища при формуванні пропозиції на фінансовому ринку актуальним є посилення ролі національних заощаджень у фінансуванні реального сектору економіки. Зокрема, це потребує застосування регуляторних заходів щодо підвищення ефективності державно-приватного партнерства, прозорості діяльності фінансових посередників, фінансової грамотності населення, а також розвитку інструментарію захисту інтересів постачальників фінансових активів від ринкових ризиків тощо.

Основні положення даного розділу дисертаційної роботи опубліковано в роботах [281, 1, 3, 6, 8, 13, 16, 19, 25, 22, 29, 32, 37, 38, 40, 41, 43, 45, 48, 51, 57, 58].





## РОЗДІЛ 4

РОЗВИТОК ТА РЕГУЛЮВАННЯ КОНКУРЕНТНИХ ВІДНОСИН НА  
ОСНОВНИХ СЕГМЕНТАХ ФІНАНСОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ4.1 Дослідження особливостей розвитку конкурентних відносин на  
основних сегментах фінансового ринку України

Всебічному дослідженню проблем та перспектив розвитку фінансового ринку України в контексті конкурентних відносин, присвячено роботи багатьох вітчизняних та зарубіжних вчених, серед яких Алексеєнко Л. [61], Портер М. [197197], Школьник І. [274], Андрушків Н. [66], Науменкова С., Міщенко О. [161], Шелудько В. [272], Дубовик О., Бойко С., Вознюк М. [107107], Федулова Л., Волощук І. [257257], Суєтін О. [245], Хансон Дж., Хонохан П., Маджоні Дж. [97] та ін. Науковий доробок класичних шкіл економіки (Сміт А. [235235], Сей Ж.-Б. [361361], Мізес Л. [156], Маршалл А. [152152], Чемберлін Е. [268], Робінсон Дж. [219], Шумпетер Й. [275]) полягає у визначенні конкуренції як багатогранного суперництва між господарюючими одиницями; істотної ринкової характеристики; активно діючого елемента господарського механізму країни, рушійної сили економічного прогресу; доміанти, відповідно до якої визначається тип галузевого ринку тощо. Така багатомірність підходів свідчить про комплексний характер категорії, тому з метою визначення її сутності слід розглянути всі характеристики поняття в сукупності. У табл. Б.1 та на рис. Б.1 дод. Б представлено групування визначень поняття «конкуренція», поданих різними науковцями. Різноманітність трактувань економічної категорії «конкуренція» свідчить про фактичну відсутність єдиного, загальновизнаного підходу до розкриття її змісту та можливості акцентування уваги на різних аспектах даного поняття в залежності від контексту дослідження.

Існування на досліджуваному ринку значної кількості фінансових посередників, що надають клієнтам максимально повний спектр фінансових сервісів, призводить до поглиблення конкуренції між ними, і, як наслідок, до зниження вартості послуг. Відповідно, більш прогресивна структура фінансового ринку та вищий рівень конкуренції сприяють істотному зменшенню рівня винагороди фінансових посередників за надане обслуговування.

Присутність на ринку спеціалізованих посередників є важливою передумовою доступу власників капіталу до інструментів його оперативного розміщення у різноманітні фінансові активи та гарантії отримання прибутку від здійснених інвестицій. Реципієнти капіталу за рахунок фінансового посередництва отримують можливість залучати кошти за вартістю, яка відповідає займаній обслуговуючою фінансовою установою конкурентній позиції. Остання прямо впливає на ціну інвестицій: її зростання призводить до скорочення плати за використання фінансових сервісів, і навпаки. Особливі риси, притаманні конкуренції на фінансовому ринку представлено в табл. Б.2 дод. Б.

Таким чином, широкий спектр типів фінансового посередництва, з одного боку, позитивно впливає на кон'юнктуру фінансового ринку, розширення спектру фінансових послуг, та, відповідно, задоволення ширшого кола потреб клієнтів – суб'єктів ринку. З іншого боку, переважання конкретного типу фінансових посередників (зокрема, банків) у більшості сегментів фінансового ринку створює об'єктивні передумови до підвищення рівня концентрації та виникнення домінуючого положення. Виходячи із зазначеного, доцільно розглянути функції, які конкуренція здатна виконувати на фінансовому ринку (рис. 4.1).

Широкий спектр функціональних можливостей конкуренції на фінансовому ринку, як видно з рис. 4.1, сприяє її проникненню в усі сфери діяльності фінансових посередників, що обумовлює доцільність ідентифікації об'єкта конкурентної боротьби.

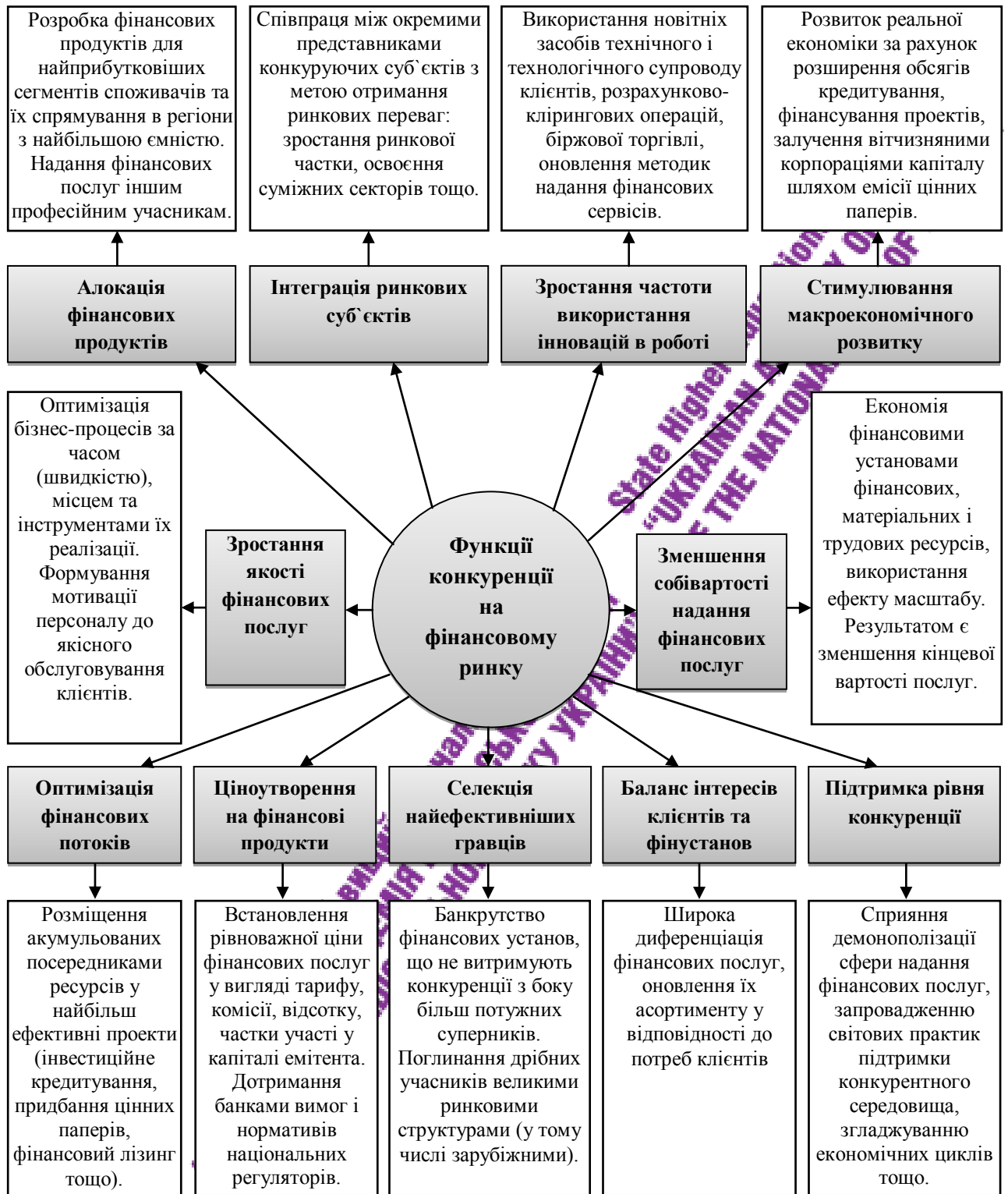


Рисунок 4.1 – Функції конкуренції на фінансовому ринку

Враховуючи особливості функціонування фінансового ринку, можна стверджувати про наявність суттєвих невідповідностей між теоретичними напрацюваннями у даному напрямку та вітчизняними практичними реаліями.

На сьогоднішній день в центрі конкурентних відносин на фінансовому ринку в цілому знаходяться вже не ресурси, як було за традиційного (класичного) розуміння і фінансового ринку, і конкуренції на ньому. Парадигма сучасної конкурентної боротьби змістилася в бік якісних фінансових активів.

Так, в класичному розумінні конкуренції як процесу, що протікає на фінансовому ринку, ключовим об'єктом є операції з купівлі-продажу фінансових ресурсів, що забезпечують ефективну та безперервну виробничу й фінансову діяльність посередників. Поряд з цим, розвиток економічних відносин та модернізація економічних процесів, розбудова інфраструктури фінансового ринку, все більша інтеграція у світовий фінансовий простір обумовлює появу нових напрямків конкурентної боротьби. Зміна, внаслідок останньої світової фінансово-економічної кризи, співвідношення попиту і пропозиції на користь ринку покупця передбачає переорієнтацію фінансових посередників в напрямку боротьби у площині послуг, які вони надають, а саме їх активних операцій. Так, наприклад, у банківському сегменті фінансового ринку спостерігається підвищення вибагливості клієнтів, що призводить до виникнення жорсткої конкурентної боротьби за активи, які:

- дозволяють в майбутньому отримати ресурси;
- надають можливість знизити ризики діяльності;
- приносять високі доходи.

Трансформації методів ведення конкурентної боротьби на фінансових ринках розвинених країн протягом останнього десятиліття значно розширили доступ до фінансування і сприяли зростанню соціального забезпечення домогосподарств. Зокрема, такі зміни призвели до формування нових форм банківського посередництва, в тому числі до просування багатьох інноваційних продуктів та підвищення рівня тінізації банківської системи. Тим не менш, деякі зміни, пов'язані з атрибутами взаємопов'язаності, концентрації, складності і непрозорості, призвели до зростання глобальних ризиків.

Вплив підвищеної концентрації банківського сегменту на розвиток кризових явищ є неоднозначним, натомість, очевидною є важливість таких

факторів, як взаємозв'язки інституцій-резидентів, ступінь глобалізації ринку, а також використання деяких видів похідних фінансових інструментів, які можуть загострити складність і взаємопов'язаність на ринку.

Найсуттєвіший вплив на зміну підходів до фінансового посередництва здійснюють досягнення у сфері інформаційних технологій (ІТ), що забезпечує можливість краще і швидше обробляти інформацію та здійснювати торгівлю фінансовими інструментами у значно ширшому діапазоні. За останні десять років зазначені зміни дозволили перенести ринкові відносини зі сфери двосторонніх переговорів у сферу фінансового посередництва, що, як наслідок, призвело до виникнення нових або розширених його форм:

- банки, які отримують переважний дохід з нетрадиційних джерел, залучають позики від небанківських фінансових установ та надають останнім кредити;
- розширення посередництва небанківських установ;
- впровадження нових фінансових продуктів, зокрема, забезпечених активами приватних та похідних цінних паперів.

Таким чином, банківські операції, які раніше були засновані на відносинах з клієнтами, втратили свої природні переваги, що обумовило підвищення рівня конкурентної боротьби для банків. Зміна підходів посередництва на ринку в напрямку провадження нетрадиційної банківської діяльності викликає ряд дисбалансів, що проявляються у виявленні нових ризиків.

Важливою зміною в структурі фінансового сектору стало відродження діяльності різних типів небанківських посередників, включаючи фонди грошового ринку, провідних брокерів-дилерів, а також позабалансові спеціальні структури, що фінансуються за рахунок банків. На сьогоднішній день процеси тінізації банківської системи підкріплюються кредитним посередництвом за рахунок діяльності окремих компаній або небанківських установ (за термінами розміщення фінансових ресурсів, трансформацією ліквідності або левериджем).

Світова фінансово-економічна криза 2008-2009 рр. обумовила різке падіння багатьох сегментів фінансового ринку й довела наявність та зростання системних ризиків в межах окремих типів фінансового посередництва. Наприклад, співпраця небанківських установ з банками призвела до перекладання частини ризиків з одних установ на інші та сприяла поширенню негативних процесів в межах функціонування обох секторів.

Стійкість небанківських організацій, зокрема, американських інвестиційних банків, була порушена недостатністю капіталу та відсутністю доступних каналів підтримки ліквідності. Банки використовували небанківські установи з метою переміщення свого ризику на позабалансові рахунки, наприклад, шляхом створення окремих компаній спеціального призначення (SPVs) і надання їм страхових послуг, які, в свою чергу, сприяли покриттю кредитного ризику та ризику ліквідності. Поряд з цим, дана схема уникнення ризиків не виявилася ефективною й під час кризи 2008-2009 рр. банки були вимушені від неї відмовитися з метою збереження власної репутації.

Таким чином, дослідження теоретичних засад конкуренції на фінансовому ринку дозволяє стверджувати про складність даного явища та його важливу роль у розвитку фінансового ринку. Зважаючи на великі функціональні можливості конкуренції на фінансовому ринку, постає необхідність уточнення складу учасників ринку, напрямків їх діяльності, впливу на макроекономічний розвиток країни тощо. Тому, на нашу думку, необхідним є дослідження та виокремлення специфічних рис конкуренції на фінансовому ринку в контексті перегляду її суб'єктно-об'єктного складу.

Традиційно, у світовій та вітчизняній наукових спільнотах за масштабами розвитку виділяють наступні види конкуренції:

- індивідуальна (фінансовий посередник прагне до більш вигідних умов купівлі / продажу послуг);
- місцева (змагання між посередниками, які надають однакові послуги в межах одного сегменту фінансового ринку);

- галузева горизонтальна (конкуренція за отримання максимального прибутку в галузі);
- міжгалузева вертикальна (боротьба між фінансовими посередниками різних сегментів ринку);
- національна (конкуренція на внутрішньому ринку);
- глобальна (конкуренція на світовому ринку)

Враховуючи авторський підхід до розуміння сутності поняття «фінансовий ринок» з точки зору залучення та реалізації фінансових активів, необхідним є переосмислення класичного підходу до розуміння сутності конкуренції. Так, відповідно до класиків економічної думки та теорії конкуренції, її сутність на фінансовому ринку полягає у суперництві суб'єктів за фінансові ресурси. Нами узагальнено та систематизовано ключові теоретико-методологічні підходи до розуміння змісту конкуренції на фінансовому ринку (додаток Б), що трактується як: 1) система; 2) процес; 3) суперництво; 4) співробітництво; 5) модель поведінки; 6) ринкова структура; 7) об'єкт управління / регулювання. Авторська пропозиція в контексті зазначеного полягає у суттєвому розширенні горизонтів трактування сутності конкуренції до виявлення її дуалістичного характеру (конкуренція і за активи, і за ресурси) та чотирьох рівнів взаємозв'язку суб'єктів на фінансовому ринку. Концептуальні засади авторського підходу до розкриття механізму конкуренції на фінансовому ринку представлено в табл. 4.1.

Запропонований в табл. 4.1 підхід дозволяє суттєво розширити сферу компетенції державних органів у напрямку регулювання конкурентного середовища на фінансовому ринку, виявити нові можливості щодо оцінювання конкуренції на ньому та ідентифікації ключових напрямків руху активів між суб'єктами фінансового ринку, а також врахувати стан реального сектору економіки та потоків фінансових активів, що сприяють зростанню національного багатства.

Таблиця 4.1 – Специфіка конкуренції на фінансовому ринку

Рівні конкуренції	Суб'єкти	Об'єкт	
		авторський	традиційний
конкуренція кінцевих споживачів	- суб'єкти господарювання; - домогосподарства; - фінансові посередники	- високодохідні та низько ризикові активи; - активи, що забезпечують можливість зниження ризику	
міжсекторальна конкуренція	- банки; - небанківські установи; - валютна біржа; - фондова біржа	- ресурси; - активи, що забезпечують отримання ресурсів в майбутньому	ресурси
конкуренція між конкретними типами фінансових посередників	фінансові посередники в межах кожного сегменту ринку	- ресурси; - високодохідні та низько ризикові активи; - активи, що забезпечують можливість зниження ризику	ресурси
конкуренція постачальників активів	- суб'єкти господарювання; - держава; - фінансові посередники	- ресурси; - активи, що забезпечують можливість зниження ризику; - активи, що надають можливість отримання ресурсів у майбутньому	ресурси

Відмінність авторського підходу від усталених в економічній теорії полягає у наступному:

1) класичне розуміння сутності конкурентної боротьби базується на ресурсному підході (об'єкт – ресурси), що на сьогоднішній день не відповідає реальній ситуації, яка склалася на фінансовому ринку, де боротьба ведеться за активи на всіх рівнях конкуренції;

2) змінюючи акцент на об'єкт конкурентних відносин з ресурсів на активи, слід акцентувати, що в традиційному розумінні поєднання двох об'єктів на жодному з рівнів конкуренції не спостерігається, що, на нашу думку, є неправомірним, оскільки лише на рівні кінцевих споживачів об'єктом виступають активи, в той час як на інших трьох рівнях об'єктом конкуренції є як активи, так і ресурси;

3) присутність фінансових посередників на всіх рівнях конкуренції, з одного боку, спрощує взаємовідносини покупця і продавця, проте, з іншого



боку, забезпечує здатність створення нових активів, які не передбачають еквівалентний рух ресурсів, що суттєво знижує їх якість, а також суттєво впливає як на попит, так і на пропозицію на ринку. Фінансові посередники, приймаючи участь у більшості операцій на фінансовому ринку, змінюють структуру конкурентної боротьби – ресурси виступають основою конкурентних відносин, проте не їх рушійною силою. Конкурентна боротьба зміщується у площину більш якісних активів та тих активів, які у майбутньому створюють можливості отримати ресурси, а також активів, що надають можливість зменшити ризики (фінансові деривативи);

4) парадигма сучасного фінансового ринку, враховуючи наслідки світової фінансово-економічної кризи 2008-2009 рр., спонукає до зміщення пріоритетів суб'єктів до конкуренції не за високодохідні активи, а за активи, які дозволяють мінімізувати ризики та активи, які діють змогу отримати додаткові ресурси в майбутньому;

5) сучасна теорія стверджує про поширення явища конвергенції різноманітних секторів фінансового ринку, зокрема у контексті реалізації активів. Ми не заперечуємо даний факт, проте стверджуємо про наявну конкуренцію між сегментами фінансового ринку як за трансформацію ресурсів у інвестиції, так і за можливість отримання активів.

Розглянемо більш детально конкуренцію на фінансовому ринку України на кожному з визначених у табл. 4.1 рівнів. Виходячи з того, що фондовий сегмент фінансового ринку з інституційної точки зору є найменш монополізованим, розглянемо його структуру з метою ідентифікації об'єкту для характеристики рівнів конкуренції на фінансовому ринку. На рис. 4.2 представлено обсяги біржових контрактів, укладених за останні три роки, у розрізі видів цінних паперів.

Найбільш поширеним інструментом біржових торгів є облігації внутрішньої державної позики (ОВДП), обсяги укладених договорів за якими значно перевищують контракти за іншими цінними паперами, тому даний тип

активу був обраний для забезпечення подальшого розкриття сутності авторського підходу до розуміння конкуренції на фінансовому ринку.

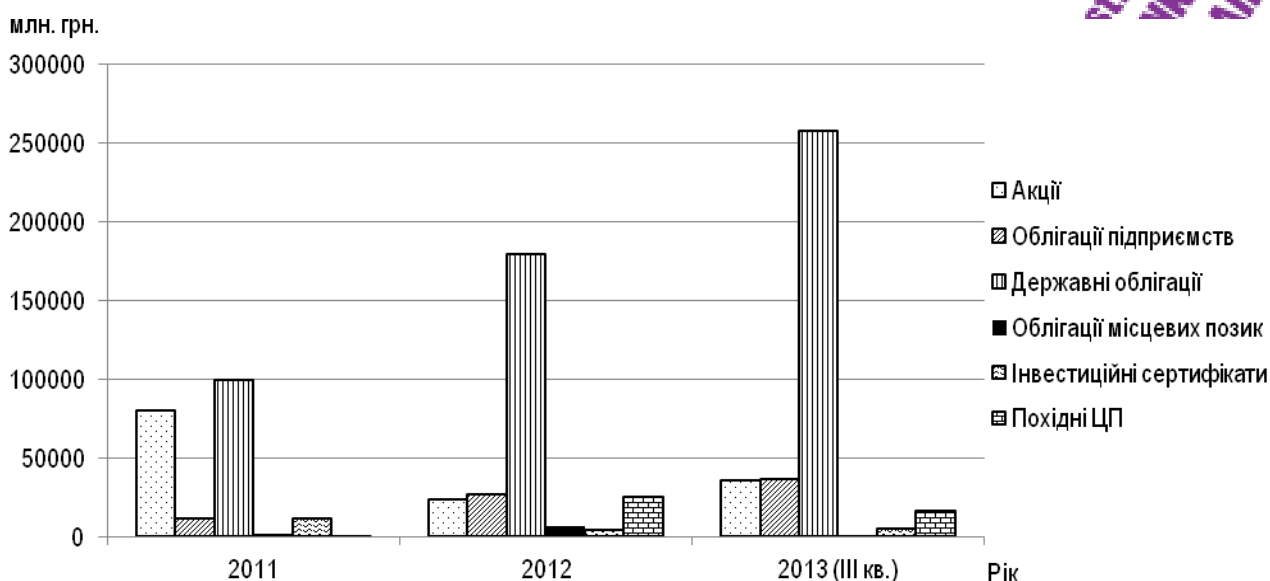


Рисунок 4.2 – Обсяг біржових контрактів за видами цінних паперів протягом 2011 – III кв. 2013 рр. (побудовано автором на основі даних [160, 164])

На першому рівні конкуренції на фінансовому ринку змагання за активи відбувається між суб'єктами господарювання, фінансовими посередниками та домогосподарствами. На прикладі ОВДП розглянемо структуру їх власників (рис. 4.3).

Дані рис. 4.3 дають підстави стверджувати, що основним власником ОВДП є Національний банк України, питома вага яких у його портфелі коливається від 25,87% (мінімальне значення зафіксовано станом на 01.02.2009 р.) до 70,21% (максимальне значення зафіксовано станом на 01.04.2010 р.). Друге місце за обсягом ОВДП належить комерційним банкам: питома вага коливається від 21,48% станом на 01.11.2009 р. до 62,70% станом на 01.02.2009 р. Станом на останню звітну дату (01.11.2013 р.) питома вага державних облігацій в портфелі НБУ становила 59,98%, у портфелі банків – 32,59%, інших учасників ринку – 5,97%, нерезидентів – 1,46%. Представлені розрахунки

підтверджують провідну роль банківського сектору на фондовому сегменті фінансового ринку.

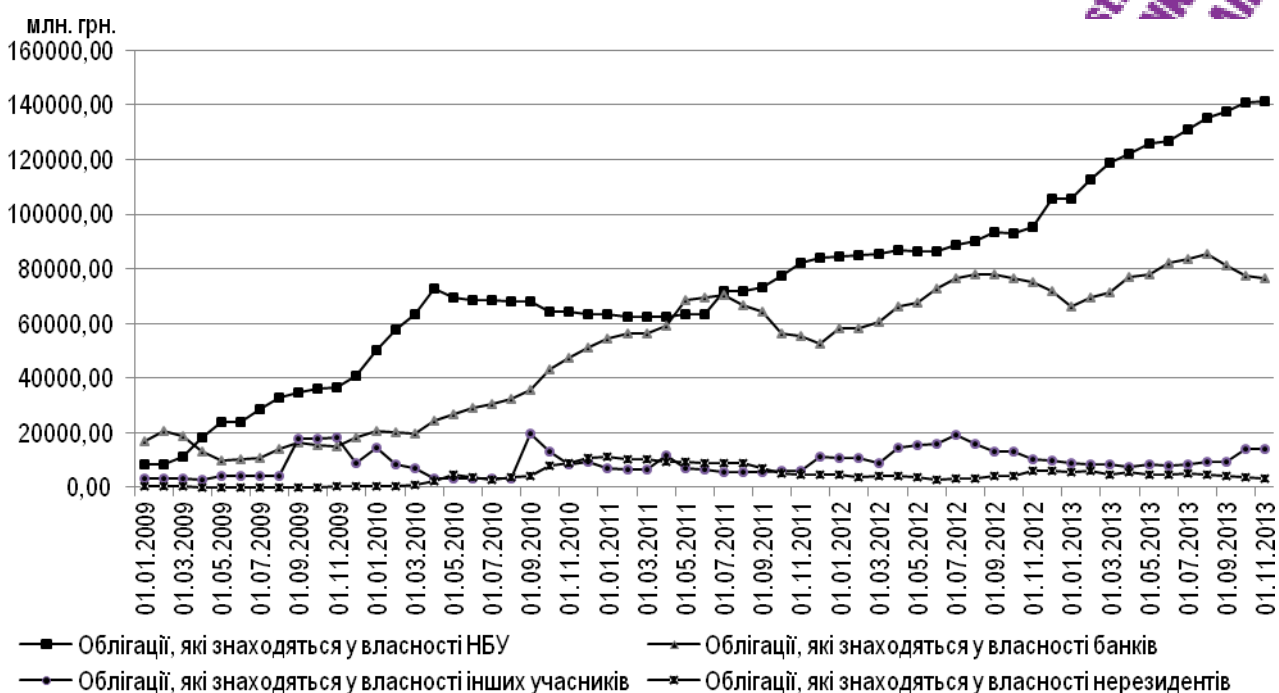


Рисунок 4.3 – Структура власників ОВДП в Україні за 2009 – III кв. 2013 рр.  
(побудовано автором на основі даних [165])

Державні облігації є ефективним та дієвим інструментом поповнення державного бюджету та регулювання грошової маси в обігу, що пояснюється механізмом їх дії, сутність якого полягає у вирішенні ряду завдань [188140]:

- неінфляційного фінансування поточного дефіциту бюджету;
- згладжування нерівномірності потоку податкових платежів;
- переоформлення цінних паперів, що були емітовані раніше;
- регулювання маси грошей;
- забезпечення ліквідними коштами фінансово-кредитні установи.

Для суб'єктів вторинного ринку ОВДП є найбільш надійним та найменш ризиковим об'єктом конкурентної боротьби. Як видно з рис. 4.3, на ринку спостерігається фактично монополія банківського сектору на операції з державними облігаціями. Отже, не складно пояснити суттєве збільшення

портфелю ОВДП НБУ, яке відбувалося внаслідок кризи ліквідності в країні й було спрямоване на рекапіталізацію банківської системи України, надаючи їй додаткові кредитні ресурси. Така велика частка ОВДП у портфелі НБУ пояснюється механізмом підтримки центральним банком вітчизняної банківської системи, зокрема, поповнення портфеля НБУ державними облигаціями можливе за рахунок розрахунків за кредити, надані Національним банком комерційним банкам, а також за рахунок розміщення ним власних резервів, які також формуються за рахунок комерційних банків. Таким чином, банківський сегмент фінансового ринку має суттєвий вплив та контроль над розміщенням цінних паперів на фондовому сегменті ринку.

Продовжуючи логіку викладу матеріалу, необхідно зауважити про інститут первинних дилерів, який описує третій рівень конкуренції – між конкретними типами фінансових посередників (між банками в межах даного прикладу).

Відповідно до Постанови Кабінету Міністрів України, починаючи з 2009 р. запроваджено інститут первинних дилерів на ринку державних цінних паперів [204, 138], сутність якого полягає у визначенні Міністерством фінансів України конкретного переліку банків, які мають зобов'язання перед Мінфіном щодо співпраці в контексті розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів, згідно з яким їм надається виключне право участі в операціях з ОВДП. Станом на 01.10.2013 р. сформовано наступний перелік банків – первинних дилерів [91]:

- ПАТ «Державний ощадний банк України»;
- ПАТ «Укресімбанк»;
- ПАТ «Ерсте Банк»;
- ПАТ «ВТБ Банк»;
- ПАТ «Укргазбанк»;
- АТ «СБЕРБАНК РОСІЇ»;
- АТ «УкрСиббанк»;
- ПАТ «ІНГ Банк Україна»;

- ПАТ «Райффайзен Банк Аваль»;
- ВАТ «УніКредит Банк»;
- ПАТ «Сітібанк»;
- ПАТ «Дельта Банк»;
- ПАТ «КБ НАДРА»;
- ПАТ «ОТП Банк»;
- ПАТ КБ «Хрещатик»;
- ПАТ «Універсал Банк».

Банк, внаслідок прийняття обов'язків первинного дилера, стає одним з маркетмейкерів на вторинному ринку й сприяє його активному розвитку, виходячи з вимог щодо котирувань ціни купівлі / продажу, а також викупу та подальшого перепродажу ОВДП. Все це позитивно впливає на збільшення ліквідності та обсягу торгів на вторинному ринку. З іншого боку, державні облигації за такого механізму розміщення виступають інструментом регулювання ризиків, що дозволяє зменшити ступінь спекуляцій на ринку. Поряд із зазначеним, інститут первинних дилерів забезпечує Міністерству фінансів стабільне джерело поповнення бюджету.

Темп росту обсягу торгів державними облигаціями на вторинному ринку внаслідок запровадження інституту первинних дилерів зріс на 59 % станом на 01.11.2013 р. у порівнянні з 01.05.2009 р. (порівняння відбувалося саме за зазначеною датою з огляду на те, що інститут первинних дилерів було запроваджено у квітні 2009 р.), що є позитивним зрушенням на шляху активізації та розвитку фондового сегменту фінансового ринку України.

Таким чином, між банками – первинними дилерами відбувається конкуренція за викуп державних облигацій та подальший їх перепродаж на вторинному ринку з метою отримання прибутку, підвищення власної ліквідності та хеджування ризиків.

У підтвердження зазначеного вище, розглянемо ступінь концентрації банківського сектору за 10 банками, які мають найбільший обсяг цінних паперів у портфелі на продаж (табл. 4.2).

Таблиця 4.2 – Концентрація 10 найбільших банків за обсягом цінних паперів у портфелі на продаж станом на 01.10.2013 р. (складено автором за даними [165])

Назва банку	Обсяг цінних паперів у портфелі банку на продаж	Рівень концентрації
АТ «Укрексімбанк»	33 987 753	0,311972557
АТ «Ощадбанк»	23 675 489	0,217316592
ПАТ «Райффайзен банк Аваль»	5 308 391	0,048725564
АТ «Укргазбанк»	5 269 931	0,048372541
ПАТ «Дельта Банк»	4 102 245	0,037654385
АТ «СБЕРБАНК РОСІЇ»	3 688 401	0,03385572
ПАТ «Промінвестбанк»	3 370 616	0,030938784
ПАТ «ПУМБ»	2 898 217	0,026602648
ПАТ «Укрсоцбанк»	2 439 283	0,022390107
ПАТ «ФІДОБАНК»	2 129 053	0,019542512
Усього	108 944 690	0,79737141

Дані табл. 4.2 ілюструють рівень концентрації за 10 банками, що мають найбільший обсяг портфелю цінних паперів на продаж станом на 01.10.2013 р. - 79,73 %. Можемо констатувати високий рівень концентрації даного портфелю в цілому по банківській системі та, відповідно, низький рівень конкуренції. Окремо слід акцентувати на значну питому вагу портфелів двох державних банків – АТ «Укрексімбанк» та АТ «Ощадбанк», частка яких в загальному портфелі цінних паперів на продаж складає 31,20 % та 21,73 % відповідно. На нашу думку, таку значну питому вагу даних банків можна пояснити їх участю в інституті первинних дилерів.

Основним конкурентом банківського сегменту у міжсекторальній боротьбі є фондовий сегмент фінансового ринку, що характеризується значним ступенем концентрації: даний показник за трьома найбільшими торговельними майданчиками України станом на 01.10.2013 р. складає 93,7 % (рис. 4.4).

Станом на 28.11.2013 р. в Україні діє десять торговельних майданчиків: ПАТ «Українська біржа», ПАТ «Східно-Європейська фондова біржа», ПАТ «ФБ «Перспектива», ПАТ «Українська міжбанківська валютна біржа», ПАТ «Українська міжнародна фондова біржа», ПАТ «Київська міжнародна фондова

біржа», ПАТ «ФБ ПФТС», ПАТ «Придніпровська фондова біржа», ПАТ «ФБ «ІННЕКС», ПАТ «Українська фондова біржа», ПАТ «Українська міжбанківська валютна біржа» (на рис. 4.6 не представлена з огляду на дуже низький обсяг торгів - 1,4 млн. грн. або 0,0003 %).

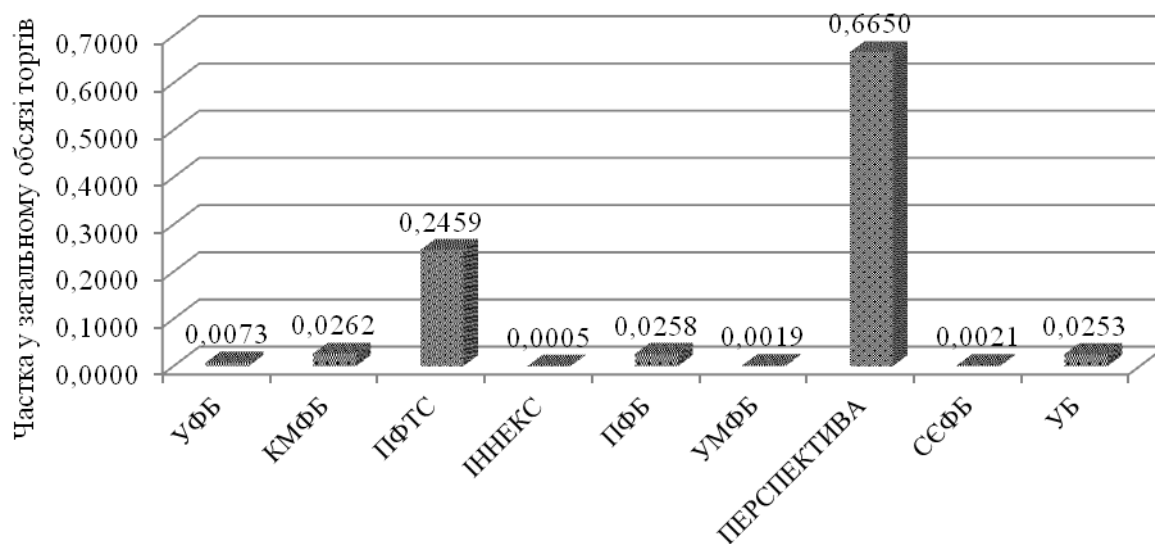


Рисунок 4.4 – Рівень концентрації на фондовому сегменті фінансового ринку за період січень-жовтень 2013 р. (побудовано автором на основі даних [164])

Виходячи з даних, представлених на рис. 4.4, на вітчизняному фондовому сегменті фінансового ринку спостерігається дуополія ПАТ «ФБ «Перспектива» з часткою 66,50 % та ПАТ «ФБ ПФТС» – з часткою на ринку 24,59 %. Також варто зауважити про можливість підвищення ступеня концентрації на фондовому сегменті фінансового ринку України внаслідок злиття двох бірж ПАТ «Українська біржа» та ПАТ «ФБ ПФТС», що мають одного власника ВАТ «ММВБ-РТС» (43 % та 50,02 % акцій у статутному фонді відповідно). Все це суттєво вплине на стан конкурентної боротьби не тільки серед торговельних майданчиків, а й серед сегментів фінансового ринку.

Другий рівень конкуренції на фінансовому ринку представлено міжсекторальною боротьбою за ресурси та активи, що забезпечують отримання ресурсів у майбутньому. В даному контексті доцільно проаналізувати обсяги

активів фінансових посередників з метою ідентифікації провідного сегменту (рис. 4.5).

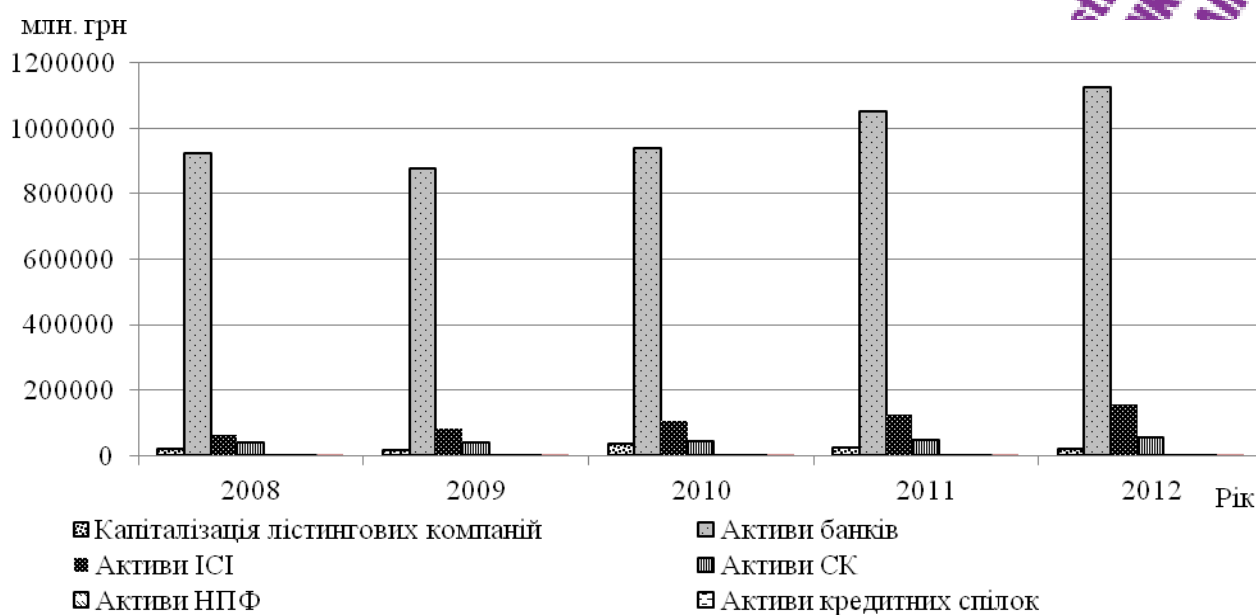


Рисунок 4.5 – Обсяг активів фінансових посередників на фінансовому ринку України за період 2008-2012 рр., млн. грн. (побудовано автором на основі даних [373, 160])

Як видно з рис. 4.5, загальний обсяг активів за період 2008-2012 рр. мав тенденцію до зростання за всіма видами посередників на фінансовому ринку, за виключенням кредитних спілок, їх обсяг активів за досліджуваний період зменшився на 3,4 млрд. грн. або на 56,2 %, що свідчить про зниження ролі даних посередників на фінансовому ринку. Також слід акцентувати на негативну тенденцію у змінах рівня капіталізації фондових бірж України починаючи з 2010 р., що свідчить про звуження спектру активних операцій на торговельних майданчиках.

Поряд із зазначеним, слід констатувати значний обсяг активів вітчизняних банків порівняно з іншими фінансовими посередниками, що підтверджує висновки про їх монопольне положення у міжсекторальній конкуренції та банкоцентричність фінансового ринку України.



На четвертому рівні конкуренції постачальників активів боротьба ведеться між такими суб'єктами: держава, суб'єкти господарювання, фінансові посередники. Враховуючи те, що основним постачальником ресурсів на фондовий сегмент фінансового ринку (первинне розміщення) є держава, доцільно проаналізувати кількість компаній, що пройшли процедуру лістингу й є потенційними постачальниками різних форм активів на ринок (вторинне розміщення).

У міжнародній статистиці запроваджено показник «кількість компаній у лістингу на 1 млн. осіб», ініціатором розрахунку якого виступає Всесвітній банк [373]. Даний показник дозволяє встановити мінімально необхідний обсяг суб'єктів на внутрішньому ринку для ефективного його розвитку та постачання оптимальної кількості активів. Зазначений індикатор враховує кількість вітчизняних акціонерних компаній, акції яких котируються на фондових біржах країни станом на кінець року за виключенням інвестиційних компаній, пайових інвестиційних фондів та інших компаній колективного інвестування по відношенню до 1 млн. осіб. Значення даного параметру для України представлено на рис. 4.6.

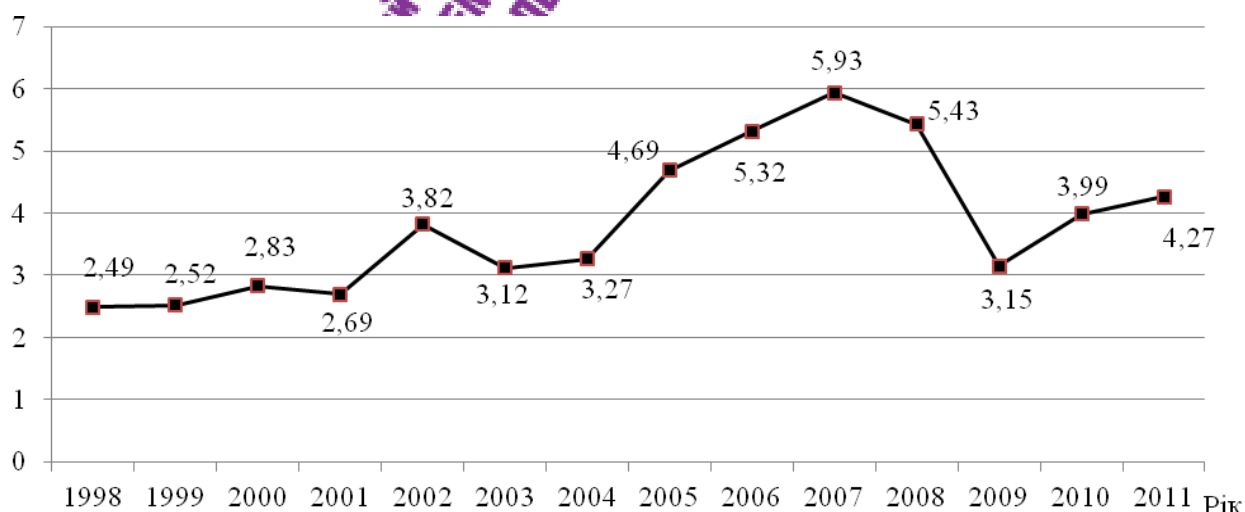


Рисунок 4.6 – Кількість компаній у лістингу на 1 млн. осіб за період 1998-2011 pp. (складено за даними [373])

Інформація, представлена на рис. 4.6, дозволяє стверджувати про волатильність показника кількості компаній у лістингу на 1 млн. осіб, зокрема, найбільше його значення було у 2007 р. – 5,93 од., що супроводжувалося активізацією діяльності бірж, підвищенням рівня їх капіталізації, а також в цілому піднесенням економіки України. В період розгортання світової фінансово-економічної кризи 2008-2009 рр. спостерігалось суттєве зниження показника до 3,15 од. у 2009 р. й поступове його збільшення до 4,27 од. у 2011 р., що відбувалося за рахунок відновлення економіки країни та покращення всіх економічних показників.

Фактично, даний показник описує фондовий сегмент фінансового ринку й його розрахунок для основного конкурента – банківського сегмента є дещо ускладненим та, на нашу думку, недоцільним. Тому, представимо дані щодо обсягів наданих кредитів та залучених депозитів в цілому по банківській системі (табл. 4.3), виходячи з суттєвого перевищення частки активів банків над активами інших фінансових посередників (рис. 4.7), що дозволить виявити їх потенційні можливості до підвищення ступеня монополізації ринку.

Таблиця 4.3 – Обсяг наданих кредитів та залучених депозитів в банківському сегменті за 2008-2012 рр., млн. грн. (складено за даними [165])

Параметр	01.01.2009	01.01.2010	01.01.2011	01.01.2012	01.01.2013
Залучені депозити	357147	325210	414771	492418	566553
Надані кредити	792244	747348	755030	825320	815327

Дані табл. 4.3 демонструють позитивну тенденцію у змінах обсягів як наданих кредитів, так і залучених депозитів. Поряд із цим, не можна обійти увагою незначне зниження обсягів даних показників станом на 01.01.2010 р. порівняно з 01.01.2009 р., що викликане кризовими подіями 2008-2009 років. Випереджаючими темпами зростає депозитний портфель банків України за період 01.01.2010-01.01.2013 рр. (на 241,3 млрд. грн. або на 74,2 %), що пов'язано зі стабілізацією банківської системи в цілому, відновленням довіри

до банків та активізацією конкурентних відносин між ними. Кредитний портфель, в свою чергу, за аналогічний період збільшився на 67,9 млрд. грн., або на 9,1 %. Таке несуттєве, порівняно з депозитним портфелем, зростання пояснюється високими процентними ставками на кредити, низьким рівнем доходів як фізичних, так і юридичних осіб. Проте, з іншого боку, дана ситуація сприяє загостренню конкуренції між банками та стимулює їх застосовувати методи як цінової, так і нецінової конкуренції.

В контексті зазначеного вище, доцільно представити інформацію щодо інституційної структури компаній, що знаходяться в лістингу на сьогоднішній день. На даному рівні конкуренції, як було зазначено вище, основним постачальником активів є держава (перший рівень лістингу), тому доцільність аналізу зазначених даних обумовлена можливістю виявлення інших постачальників активів (другий рівень лістингу). Враховуючи частку банків в операціях на фондовому сегменті фінансового ринку (зокрема, з ОВДП), визначимо їх кількість у біржових списках торговельних майданчиків України.

У табл. Г.1 дод. Г представлено перелік комерційних банків, що знаходяться в лістингу дев'яти бірж України. Незважаючи на велику кількість банків у вітчизняному банківському секторі (181 банк має ліцензію на провадження банківської діяльності), в біржових списках знаходиться лише 30 банків, причому, переважна їх більшість (20 банків) - в лістингу ПАТ «ФБ ПФТС». Таким чином, питома вага банків в загальному обсязі всіх учасників, що знаходяться в біржових списках десяти торговельних майданчиків, складає 7,03 %. При цьому загальна кількість суб'єктів господарювання, що знаходяться в лістингу – 427 компаній різних сфер господарювання та форм власності, що є доволі низьким показником.

Враховуючи високий рівень міжбанківської конкуренції, постає необхідність дослідити параметри конкурентної боротьби на даному сегменті фінансового ринку, що описується ключовими показниками міжнародної статистики, представленими в табл. 4.4.

Таблиця 4.4 – Показники рівня конкуренції на кредитно-депозитному сегменті фінансового ринку України за період 2007-2011 рр. (складено за даними [373])

Показник	Рік				
	2007	2008	2009	2010	2011
Концентрація для 5 найбільших банків, %	94,65	100	100	99,63	100
Індекс Херфіндаля-Хіршмана	0,03835	0,038827	0,038409	0,041669	0,042646
Кількість банківських рахунків на 1000 дорослих осіб	3012,46	3103,46	3216,12	3241,04	3335,09
Банківська концентрація (за 3 найбільшими банками), %	75,08	79,13	88,08	86,36	95,46
Індикатор Буна	-0,1729638	-0,1095503	0,3702182	-0,3293886	0,2719611
Індекс Лернера	0,253513	0,3512	0,097869	0,17019	-

Показники концентрації для 3 та 5 банків розраховано за активами (сума загального обсягу прибуткових активів, готівки та коштів в касах банків за виключенням нерухомості, основних засобів, нематеріальних активів, поточних та відстрочених податкових активів). Як підтверджують дані табл. 4.4, в банківській системі України спостерігається високий рівень концентрації.

Концентрація активів 3 та 5 найбільших банків в банківській системі України за період 2007-2011 рр. має тенденцію до зростання, що вказує на підвищення ролі системоутворюючих банків.

Індикатор Буна дозволяє встановити залежність між ступенем конкуренції на ринку та прибутковістю (ефективністю) діяльності банків й розраховується як співвідношення еластичності прибутку до граничних витрат. Чим більш від'ємним є індикатор Буна, тим вище ступінь конкуренції. Виходячи з даних, представлених в табл. 4.4, найвищий рівень конкуренції в банківському секторі було зафіксовано у 2010 р. (-0,3293886), проте найнижчий – у 2009 р. (0,3702182). Аналогічно індикатору Буна, індекс Лернера

встановлює обернену залежність між розрахунковим значенням та конкуренцією: чим вищим є значення параметру, тим меншим є рівень конкуренції на ринку. Так, за даним показником найнижчим за 4 роки (2007-2011 рр.) рівень конкуренції був у 2008 р.

Поряд із розглянутими показниками слід згадати про індекс Херфіндаля-Хіршмана, який дозволяє встановити рівень концентрації на ринку. Так, банківський сегмент фінансового ринку за весь період аналізу 2007-2011 рр. є висококонцентрованим, що потребує запровадження активних заходів конкурентної політики.

Підводячи підсумок, зазначимо, що авторський підхід до виявлення рівнів конкуренції на фінансовому ринку дозволяє змінити кут аналізу процесів, що відбуваються в межах різних сегментів, між різними групами суб'єктів та за різні групи об'єктів. Розроблений механізм конкуренції на фінансовому ринку дозволяє ідентифікувати чотири рівні конкурентних відносин:

- конкуренція між суб'єктами господарювання та домогосподарствами за високодохідні та малоризикові активи (безпосередньо активи, в яких можна розмістити отримані прибутки) з урахуванням фінансових посередників;
- міжсекторальна конкуренція фінансових посередників (через який саме із секторів проходить найбільша кількість потоків фінансових активів та ресурсів);
- конкуренція за ресурси та активи всередині кожного інституційного сегменту ринку (безпосередньо між банками, між небанківськими фінансово-кредитними установами, тощо);
- конкуренція між суб'єктами господарювання, державою та фінансовими посередниками за високодохідні та малоризикові ресурси.

Проведене дослідження конкуренції в межах кожного запропонованого рівня дозволяє зробити висновок про монополізацію банківським сегментом фінансового ринку, що підтверджується наведеними розрахунками. На

сьогоднішній день постає нагальна необхідність в активізації конкурентної політики держави, посилення ролі інших (небанківських) фінансових посередників, а також розвитку фондового сегменту фінансового ринку.

Отже, запропонований нами механізм конкуренції на фінансовому ринку дозволяє розмежувати конкуренцію за ресурси та за активи, виявити місце суб'єктів різних сегментів фінансового ринку на ньому, а також врахувати міжсекторальні зв'язки, що дозволить у подальшому ефективно регулювати питання збалансованості між ними та уникнення централізації фінансових потоків в межах одного сегменту ринку.

#### 4.2 Методичні засади інтегрального оцінювання конкурентних відносин на фінансовому ринку

Фінансовий ринок є основою забезпечення розвитку будь-якої національної економіки, а тому вивчення окремих аспектів його функціонування є важливим напрямком наукових досліджень. У попередніх розділах дисертації вже було розглянуто механізм формування попиту та пропозиції. Однак, ринкова кон'юнктура також визначається рівнем та масштабом конкуренції, а тому для забезпечення всебічності та цілісності даного дослідження, необхідно провести аналіз, оцінку та розробку науково-методичного підходу до оцінювання конкуренції на фінансовому ринку та його сегментах.

В загальному розумінні, конкуренція – це економічний процес взаємодії і боротьби між суб'єктами ринку з метою завоювання найбільш вигідних умов функціонування, отримання більшого розміру прибутку. Фактично, конкуренція має прояв у змаганні певних груп зацікавлених сторін за домінування у конкретному сегменті ринку, отримання максимальних вигід від функціонування на ньому. Проте, розуміння природи самого процесу

конкурентної боротьби не вирішує проблеми кількісної квантифікації даного явища (табл. 4.5).

Таблиця 4.5 – Індикатори конкуренції на фінансовому ринку(складено на основі [165, 185])

Назва показника	Сутність	Формула	Недоліки
Індекс Херфіндаля-Хіршмана	Розраховується як сума квадратів часток окремого показника діяльності банку у загальному обсязі діяльності по системі	$HHI = \sum_{i=1}^n X_i^2$ <p><math>n</math> – кількість суб'єктів на депозитному сегменті;  <math>X_i</math> – частка <math>i</math>-го суб'єкту в обсязі реалізованого в межах сегменту продукту, %.</p>	Чутливість до кількості компаній на ринку та розподілу ринкових часток (враховує відносний розмір компаній, а не їх абсолютну кількість)
Індекс Лінда	Встановлює ступінь нерівномірності розподілу часток на ринку серед його найбільших компаній; визначає межі олігополії на ринку	$L = \frac{1}{k(k-1)} \times \sum_{i=1}^k Q_i$ <p><math>k</math> – кількість великих компаній;  <math>Q_i</math> – співвідношення середньої частки ринку <math>i</math>-ї компанії до частки <math>k-1</math> компаній;  <math>i</math> – кількість провідних серед <math>k</math> великих компаній</p>	Розраховується лише для декількох найбільших компаній
Індекс Лернера	Демонструє відхилення цін від граничних витрат, пов'язаних із неефективним розміщенням ресурсів за умови монополії на ринку. Характеризує рівень ринкової влади конкретної компанії.	$L = [P - MC] / P$ <p><math>P</math> – ціна послуг;  <math>MC</math> – граничні витрати.</p>	Є допоміжним; не розраховується за умови вільної конкуренції на ринку; статичний показник; не дозволяє оцінити вплив ринкової влади на рівень конкуренції
Коефіцієнт концентрації	Ідентифікація сумарної частки декількох найбільших учасників фінансового ринку	$CR_i = \sum_{i=1}^n \frac{q_i}{q_i \text{ sum}} \times 100$ <p><math>\frac{q_i}{q_i \text{ sum}}</math> – частка <math>i</math>-го учасника на конкретному сегменті фінансового ринку;  <math>n</math> – кількість учасників ринку.</p>	Визначається лише для декількох (як правило, 5 найбільших компаній); не враховує конкурентну структуру та сегментацію фінансового ринку;

Назва показника	Сутність	Формула	Недоліки
Коефіцієнт Джині	Розкриває ступінь нерівномірності розподілу часток на ринку	$G = \frac{1}{nA_n} \sum_{i=1}^n  (i-1)A_i - iA_{i-1} $ $A_i$ – кумулятивне значення частки $i$ -найбільших компаній на ринку; $A_n$ – сума значень часток всіх компаній на ринку; $n$ – кількість компаній на ринку	Має обмежені можливості щодо розрахунку, характеризує нерівномірність ринкових часток розподілу, проте не чутливий до змін у кількості одиниць сукупності
Коефіцієнт Розенблюта	Враховує співвідношення загального розміру компаній – основних продуцентів фінансових послуг. Надає можливість ранжування компаній за ступенем їх значимості.	$HT = \frac{1}{2(\sum_{i=1}^n [(R_i)^2 - 1])}$ $R_i = 1, 2, 3, \dots$ – ранг $i$ -ї компанії на ринку (max $R=1$ ); $q_i$ – ринкова частка $i$ -ї компанії на ринку.	Чутливість до результатів впливу на показники діяльності лідерів ринку дрібних компаній.

Виходячи з даних, представлених в табл. 4.5, можна зробити висновок, що жоден із визнаних світовою науковою спільнотою показників не здатен адекватно вимірювати рівень конкуренції на фінансовому ринку. Крім того, на сьогоднішній день більшість державних структур, що регулюють конкурентні відносини, орієнтуються при вжитті конкретних заходів впливу на індекс Херфіндаля-Хіршмана, який, на нашу думку, не повністю відповідає сучасним бізнес-вимогам та ступеню розвитку фінансового ринку. Поряд з цим, серед наявних показників, даний індекс є найбільш наближеним до реалій функціонування світових фінансових ринків, що надає можливість порівнювати рівень конкуренції на визначених сегментах фінансового ринку у різних країнах.

Отже, виникає необхідність розробки певного математичного апарату для оцінки рівня конкуренції, який дозволяє здійснювати порівняння різних ринків за даним параметром або оцінювати стан конкуренції певного типу ринку в різних географічних регіонах, що, в свою чергу, дозволить виявити оптимальну



систему організації економічних відносин та, на основі інтегрування найбільш вдалої практики його організації, значно підвищити результативність функціонування відповідного ринку.

Саме тому, в межах дослідження конкуренції на фінансовому ринку, доцільно розглядати дане явище через призму оцінки концентрації суб'єктів, які на ньому функціонують, оскільки саме кількість суб'єктів, що акумулюють переважну більшість активів на фінансовому ринку, є однією з основних ознак, за якими проводиться класифікація типів конкуренції, що дозволяє врахувати специфічні особливості досліджуваного ринку.

Отже, перейдемо до більш детального розкриття особливостей моделі оцінювання конкуренції на фінансовому ринку України, яка представлена у вигляді алгоритму, що включає 7 послідовних та взаємопов'язаних етапів (рис. 4.7).

На першому етапі розробки моделі оцінювання конкуренції на фінансовому ринку України доцільно, насамперед, ідентифікувати параметри, за якими можна визначити рівень конкуренції на кожному з системоутворюючих сегментів. Необхідність врахування подібної деталізації зумовлена комплексністю фінансового ринку як економічної категорії, що визначає специфічний характер індикаторів результативності його функціонування, які в більшості випадків формуються у вигляді інтегрального показника, що відображає тенденції функціонування окремих його структурних елементів.

Виходячи із зазначеного, моделювання процесу оцінювання конкуренції на фінансовому ринку, в цілому, раціонально розпочати з оцінювання його системоутворюючих складових, конкретизованих на попередніх етапах дисертаційного дослідження (валютного, депозитного, кредитного та фондового сегментів фінансового ринку) в розрізі надання кількісної оцінки рівня їх конкуренції, що передбачає ідентифікацію відповідних показників, які відображають функціонування зазначених елементів, збір та обробку статистичних даних.

National Institute of Banking  
UNIVERSITY OF BANKING  
BANK OF UKRAINE

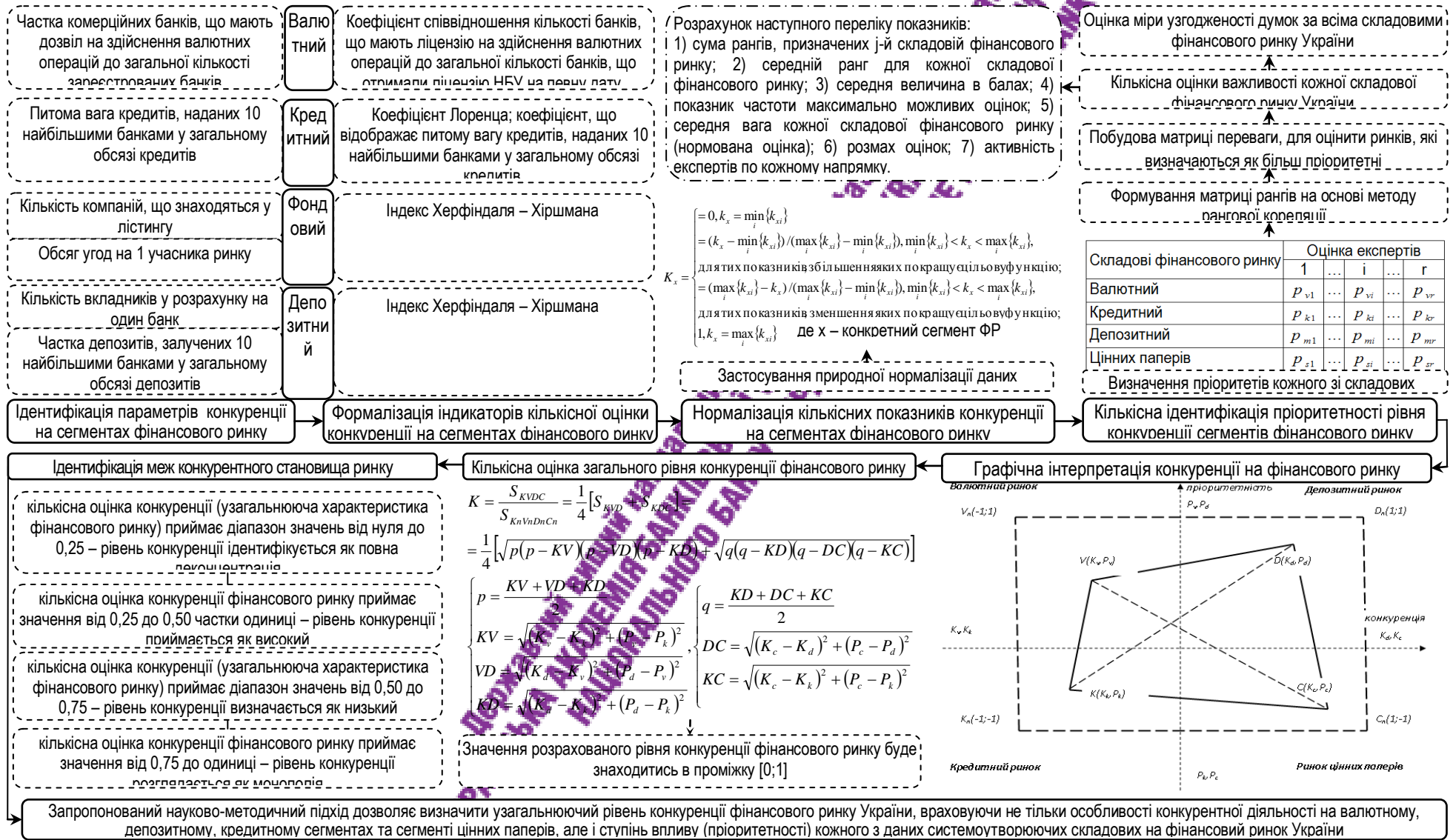
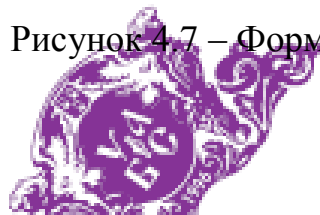


Рисунок 4.7 – Формалізація процесу оцінювання конкуренції на фінансовому ринку



Практична реалізація даного етапу набуває формалізації у вигляді таблиці 4.6, а також розрахунку похідних часових рядів (ланцюгових та базисних абсолютних приростів, темпів зростання, темпів приросту), представлених у табл. 4.7.

Таблиця 4.6 – Статистична інформація щодо кількісної оцінки рівнів конкуренції валютного, депозитного, кредитного та фондового сегментів фінансового ринку за певний часовий період

Сегмент, параметр	Числова характеристика	Сегмент, параметр	Числова характеристика
<b>Валютний сегмент</b>		<b>Депозитний сегмент</b>	
Частка комерційних банків, що мають дозвіл на здійснення валютних операцій до загальної кількості зареєстрованих комерційних банків	$v_1$	1. Кількість вкладників у розрахунку на один банк	$d_1$
		2. Питома вага депозитів, залучених 10 найбільшими банками у загальному обсязі депозитів	$d_2$
<b>Кредитний сегмент</b>		<b>Фондовий сегмент</b>	
Питома вага кредитів, наданих 10 найбільшими банками у загальному обсязі кредитів	$k_1$	1. Кількість компаній, що знаходяться у листингу	$c_1$
		2. Обсяг угод на 1 учасника ринку	$c_2$

Для ідентифікації рівня конкуренції на валютному сегменті фінансового ринку пропонується обрати показник частки банків, що мають дозвіл на здійснення валютних операцій до загальної кількості зареєстрованих банків. Виходячи із сучасної ситуації, що склалася на валютному сегменті (монополія банків на здійснення операцій з валютою), застосування даного показника є цілком обґрунтованим.

Депозитний сегмент, на нашу думку, необхідно оцінювати на основі двох показників. Зважаючи на монопольний стан суб'єктів, що надають послуги на даному сегменті фінансового ринку (залучення депозитів здійснюють лише банки), доцільно проаналізувати кількість вкладників у розрахунку на один банк. Даний показник дозволить виявити потенційну ємність ринку та

встановити ступінь його концентрації з ідентифікацією лідерів. Відповідно до аналітичних даних НБУ, зокрема його класифікації банків на чотири групи відповідно до розміру активів, домінуюче положення на депозитному сегменті фінансового ринку займають банки першої групи, що й обумовлює авторський підхід до визначення питомої ваги депозитів, залучених 10 найбільшими банками у загальному обсязі депозитів в якості індикатора стану конкурентної боротьби на ринку.

Аналогічна ситуація спостерігається і на кредитному сегменті фінансового ринку, що пояснює вибір в якості показника для оцінки конкуренції на даному ринку питомої ваги кредитів, наданих 10 найбільшими банками в загальному обсязі кредитів.

Фондовий сегмент фінансового ринку, на нашу думку, доцільно оцінювати двома наступними показниками. 1) кількість компаній, що знаходяться у лістингу – дозволяє ідентифікувати фактичну кількість гравців ринку; 2) обсяг угод на 1 учасника ринку – демонструє рівень успіху конкретних учасників ринку цінних паперів.

Показники рівня концентрації конкурентних сил на відповідному сегменті ринку, представлені у таблиці 4.6, є логічними та науково обґрунтованими, надають можливість в повній мірі оцінити рівень конкуренції на кожному окремому сегменті фінансового ринку. Крім того, дані показники не є абстрактними, а статистична інформація для їх розрахунку є доступною та відкритою.

В межах розробки науково-методичного підходу до визначення рівня конкуренції на фінансовому ринку України, особливого значення також набуває аналіз реальних суб'єктів, що формують конкурентні умови діяльності на валютному, депозитному, кредитному та фондовому сегментах. Так, на валютному сегменті функціонує лише одна група суб'єктів – комерційні банки, які формують пропозицію відповідного активу, а, отже, і конкуренція формується тільки серед даних суб'єктів.



Однак на кредитному та депозитному сегментах монополія комерційних банків не спостерігається, оскільки постачання фінансових ресурсів відбувається також за рахунок ломбардів, кредитних спілок та деяких інших фінансово-кредитних установ, крім того, окремі аспекти кредитних відносин можуть виникати й серед суб'єктів господарювання. В той же час, справедливо зазначити, що частка операцій небанківських фінансово-кредитних установ у загальному обсязі кредитних та депозитних послуг є незначною, що суттєво зменшує їх вплив на рівень конкуренції. Виходячи із зазначеного, при оцінюванні конкуренції на даних сегментах ринку врахування зазначених фінансових посередників є недоцільним.

Дещо інша ситуація спостерігається на вітчизняному фондовому сегменті фінансового ринку. Так, діяльність в даному сегменті провадять різні суб'єкти, серед яких: емітенти, індивідуальні та інституціональні інвестори, професійні учасники фондового ринку (андерайтери, брокери, дилери та ін.), торговці цінними паперами тощо. Причому виявити домінуюче положення окремого типу фінансово-кредитних установ та ідентифікувати частку операцій на даному ринку досить складно, оскільки, наприклад, комерційні банки можуть виступати і емітентами, і інвесторами, і торговцями тощо. Саме тому доцільно абстрагуватися від конкретних типів установ та зосередити увагу на кількісних показниках їх діяльності. Отже, виходячи з того, що на вітчизняному фондовому сегменті фінансового ринку переважають угоди, укладені саме за акціями, індикатором концентрації конкуренції серед суб'єктів, що функціонують на даному сегменті ринку, доцільно обрати динаміку кількості компаній, що знаходяться в лістингу, тоді як більш узагальненим показником може бути обсяг (вартість) угод на одного учасника ринку, тобто учасника, який приймав участь у реалізації такої угоди, незалежно від її природи.

Проведені розрахунки дозволять не лише визначити ключові чинники формування рівнів конкуренції валютного, депозитного, кредитного та фондового сегментів фінансового ринку, але й передбачити можливі зміни та причини зниження рівня конкуренції на кожному із зазначених сегментів.

З'ясувавши загальні параметри, за допомогою яких можна охарактеризувати рівень конкуренції відповідного сегменту фінансового ринку, необхідно ідентифікувати конкретні математичні інструменти, за допомогою яких буде здійснена квантифікація рівня концентрації на відповідному сегменті ринку. Таким чином, на другому етапі процесу моделювання конкуренції на фінансовому ринку відбувається визначення числових характеристик ідентифікованих системоутворюючих сегментів ринку.

В межах валютного сегменту ринку спостерігається монополія на легальні обмінні операції, зокрема, в межах діяльності комерційних банків, що суттєво спрощує розрахунок рівня концентрації даного ринку. Так, для отримання числового значення даного параметру необхідно використати коефіцієнт співвідношення кількості комерційних банків, що мають ліцензію на здійснення валютних операцій до загальної кількості комерційних банків, що отримали ліцензію НБУ на певну дату. Розрахунок обсягу конкуренції на депозитному сегменті фінансового ринку проводиться на основі двох показників (кількість вкладників в розрахунку на один банк; питома вага депозитів, залучених 10 найбільшими банками в загальному обсязі депозитів), що викликає необхідність застосування комплексного показника – індексу Херфіндаля-Хіршмана, який характеризує рівень конкуренції на ринку через призму його концентрації. Індекс Херфіндаля-Хіршмана приймає значення в діапазоні від нуля до 1000, характеризуючи зміну від повної деконцентрації до абсолютної монополії.

Практичну реалізацію етапу моделювання рівня конкуренції в межах кредитного сегменту ринку пропонується провести на основі застосування коефіцієнта Лоренца, який є відносним показником відображення ступеня нерівності розподілу досліджуваної ознаки на ринку. Даний показник визначається на основі застосування наступного співвідношення:

$$K_v = \frac{\sum_{i=1}^k |s_{xi} - s_{yi}|}{200} \cdot 100\% = \frac{\sum_{i=1}^k |s_{xi} - s_{yi}|}{2}, \quad (4.1)$$

де  $K_v$  – рівень конкуренції валютного сегменту;

$s_{xi}$  – частка  $i$ -ї групи в загальному обсязі сукупності;

$s_{yi}$  – частка  $i$ -ї групи в загальному обсязі ознаки.

Адекватність застосування коефіцієнта Лоренца для інтерпретації величини рівня конкуренції на кредитному сегменті фінансового ринку, розрахованого за формулою (4.1), обумовлюється тим, що даний індикатор дозволяє оцінити частку кредитів, наданих певною квантильною групою банків. Отже, якщо величина показника приймає значення 0, то це свідчить про повну рівність в розподілі, тобто кредитні ресурси надаються в однакових обсягах як потужними системоутворюючими, так і дрібними банками; у випадку прийняття 1 – абсолютну нерівність, тобто фактично дозволяє зробити висновок про монополізацію сегменту одним чи групою суб'єктів, адже найбільш потужна група комерційних банків здійснює постачання домінантної частки кредитних ресурсів, нейтралізуючи та унеможливаючи, таким чином, будь-яку конкурентну боротьбу. Поряд із коефіцієнтом Лоренца для характеристики рівня конкуренції на кредитному сегменті фінансового ринку доцільно застосовувати додатковий індикатор, що відображає питому вагу кредитів, наданих 10 найбільшими банками у загальному обсязі кредитів. Ідентифікація рівня конкуренції на фондовому сегменті фінансового ринку передбачає застосування математичного забезпечення, а саме, методики розрахунку індексу Херфіндаля–Хіршмана в якості кількісної оцінки рівня конкуренції на даному сегменті ринку, оскільки отримана таким чином оцінка є досить точною та адекватно відображає особливості формування конкурентного середовища фондового сегменту.

Результати впровадження другого етапу моделювання рівня конкуренції на фінансовому ринку з метою надання комплексної оцінки конкурентного



середовища в цілому та по кожній із системоутворюючих складових пропонується представити в узагальненому вигляді в табл. 4.8.

Таблиця 4.8 – Рівні конкуренції на валютному, депозитному, кредитному та фондовому сегментах фінансового ринку

Сегмент	Показник	Числова характеристика
Валютний	коефіцієнт співвідношення кількості КБ, що мають ліцензію на здійснення валютних операцій до загальної кількості КБ, що отримали ліцензію НБУ на певну дату.	$K_v$
Депозитний	індекс Херфіндаля – Хіршмана	$K_d$
Кредитний	коефіцієнт Лоренца; коефіцієнт, що відображає питому вагу кредитів, наданих 10 найбільшими банками у загальному обсязі кредитів.	$K_k$
Цінних паперів	індекс Херфіндаля – Хіршмана	$K_c$

Виходячи з того, що рівень конкуренції в межах кожної зі складових фінансового ринку України розглядався, як окрема складова та вимірювався за допомогою різних показників з відмінними одиницями виміру, з метою ідентифікації загального рівня конкуренції на фінансовому ринку на *третьому етапі*, необхідно їх привести у співставний вигляд. Вирішити дане завдання можна за рахунок застосування природної нормалізації даних (обчислення проводяться як в розрізі одного року, так і за весь досліджуваний проміжок часу в цілому). Отже, розглянемо особливості проведення нормалізації даних на кожній із системоутворюючих складових фінансового ринку України:

– валютний сегмент:

$$\begin{aligned}
 K_v &= 0, k_v = \min_i \{k_{vi}\} \\
 &= (k_v - \min_i \{k_{vi}\}) / (\max_i \{k_{vi}\} - \min_i \{k_{vi}\}), \min_i \{k_{vi}\} < k_v < \max_i \{k_{vi}\}, \text{ для тих показників,} \\
 &\text{збільшення яких покращує цільову функцію;} \\
 &= (\max_i \{k_{vi}\} - k_v) / (\max_i \{k_{vi}\} - \min_i \{k_{vi}\}), \min_i \{k_{vi}\} < k_v < \max_i \{k_{vi}\}, \text{ для тих показників,} \\
 &\text{зменшення яких покращує цільову функцію;} \\
 &1, k_v = \max_i \{k_{vi}\}
 \end{aligned} \tag{4.2}$$

– депозитний сегмент:

$$K_d = \begin{cases} = 0, k_d = \min_i \{k_{di}\} \\ = (k_d - \min_i \{k_{di}\}) / (\max_i \{k_{di}\} - \min_i \{k_{di}\}), \min_i \{k_{di}\} < k_d < \max_i \{k_{di}\}, \text{ для тих показників,} \\ \text{збільшення яких покращує цільову функцію;} \\ = (\max_i \{k_{di}\} - k_d) / (\max_i \{k_{di}\} - \min_i \{k_{di}\}), \min_i \{k_{di}\} < k_d < \max_i \{k_{di}\}, \text{ для тих показників,} \\ \text{зменшення яких покращує цільову функцію;} \\ 1, k_d = \max_i \{k_{di}\} \end{cases} \quad (4.3)$$

– кредитний сегмент:

$$K_k = \begin{cases} = 0, k_k = \min_i \{k_{ki}\} \\ = (k_k - \min_i \{k_{ki}\}) / (\max_i \{k_{ki}\} - \min_i \{k_{ki}\}), \min_i \{k_{ki}\} < k_k < \max_i \{k_{ki}\}, \text{ для тих показників,} \\ \text{збільшення яких покращує цільову функцію;} \\ = (\max_i \{k_{ki}\} - k_k) / (\max_i \{k_{ki}\} - \min_i \{k_{ki}\}), \min_i \{k_{ki}\} < k_k < \max_i \{k_{ki}\}, \text{ для тих показників,} \\ \text{зменшення яких покращує цільову функцію;} \\ 1, k_k = \max_i \{k_{ki}\} \end{cases} \quad (4.4)$$

– фондовий сегмент:

$$K_c = \begin{cases} = 0, k_c = \min_i \{k_{ci}\} \\ = (k_c - \min_i \{k_{ci}\}) / (\max_i \{k_{ci}\} - \min_i \{k_{ci}\}), \min_i \{k_{ci}\} < k_c < \max_i \{k_{ci}\}, \text{ для тих показників,} \\ \text{збільшення яких покращує цільову функцію;} \\ = (\max_i \{k_{ci}\} - k_c) / (\max_i \{k_{ci}\} - \min_i \{k_{ci}\}), \min_i \{k_{ci}\} < k_c < \max_i \{k_{ci}\}, \text{ для тих показників,} \\ \text{зменшення яких покращує цільову функцію;} \\ 1, k_c = \max_i \{k_{ci}\} \end{cases} \quad (4.5)$$

де  $K_v, (K_d, K_k, K_c)$  – нормалізоване значення показника кількісної оцінки конкуренції на конкретному сегменті фінансового ринку (валютний, депозитний, кредитний та фондовий відповідно);

$\max_i \{k_{vi}\} (\max_i \{k_{di}\}, \max_i \{k_{ki}\}, \max_i \{k_{ci}\})$  – максимальна величина показника кількісної оцінки конкуренції на конкретному сегменті фінансового ринку

(валютний, депозитний, кредитний ринок та фондовий відповідно) за весь досліджуваний проміжок часу проведення дослідження (з 1-го по n-ий роки);

$k_v(k_d, k_k, k_c)$  – вихідне значення статистичного показника кількісної оцінки конкуренції на конкретному сегменті фінансового ринку (валютний, депозитний, кредитний ринок та фондовий відповідно);

$\min_i \{k_{vi}\} (\min_i \{k_{di}\}, \min_i \{k_{ki}\}, \min_i \{k_{ci}\})$  – мінімально можливі значення кількісної оцінки конкуренції на конкретному сегменті фінансового ринку (валютний, депозитний, кредитний ринок та фондовий відповідно) за весь досліджуваний проміжок часу проведення дослідження (з 1-го по n-ий роки).

Розглянувши основні засади ідентифікації рівня конкуренції на валютному, депозитному, кредитному та фондовому сегментах, актуальності набуває визначення іншого параметру, необхідного для проведення кількісної оцінки загального рівня конкуренції на фінансовому ринку, а саме показника рівня пріоритетності. Необхідність встановлення та врахування даного параметру обумовлена тим, що на розвиток фінансового ринку сила впливу кожного з його сегментів є різною. Відповідно до зазначеного, і рівень конкуренції на валютному, депозитному, кредитному ринках та фондовому сегментах буде здійснювати різний вплив на інтегральний показник конкуренції на фінансовому ринку України.

В межах дослідження даного питання необхідно також зауважити, що рівень пріоритетності впливу на фінансову систему кожного з її сегментів залежить не тільки від форми організації фінансового ринку в країні, а й від ступеня її розвитку в конкретний період часу та фази економічного циклу (зростання або кризи). Так, за умови банкоцентричної моделі розвитку фінансового ринку визначальний вплив будуть здійснювати депозитний та кредитний ринки, а в фондоцентричній моделі переважна більшість операцій буде проводитись на ринку цінних паперів та валютному ринку (за умови існування валютної біржі). В той же час, зростання та різний характер фінансової нестабільності (банківська криза або криза на фондовому ринку) в

економіці може призводити до трансформації інфраструктури фінансового ринку та зміни в пріоритетності кожної з його складових.

Таким чином, на четвертому етапі науково-методичного підходу до ідентифікації рівня конкуренції на фінансовому ринку України, запропоновано використовувати авторську методику надання пріоритетності рівням конкуренції системоутворюючих складових фінансового ринку.

Зважаючи на той факт, що в сучасній науці не знайдено адекватного методу оцінки якісних факторів, окрім експертного методу, з метою практичної реалізації визначених завдань використаємо саме даний підхід, але з його трансформацією до кількісної інтерпретації результатів. Отже, реалізація даного етапу здійснюється на основі суб'єктивних думок експертів, кожен з яких надає бальну оцінку значимості рівням конкуренції на валютному, депозитному, кредитному та фондовому сегментах фінансового ринку у порівнянні один з одним і враховуючи можливий вплив та взаємозв'язки між ними.

Таким чином, зважаючи на результати, отримані від експертів щодо питомої ваги рівня конкуренції кожного з досліджуваних ринків, послідовність розрахунків кількісної формалізації даного процесу можемо представити у вигляді наступного алгоритму:

- побудова матриці рангів і переваг валютного, депозитного, кредитного та фондового сегментів фінансового ринку на основі відповідей, що надали експерти;
- ідентифікація показників порівняльної важливості складових фінансового ринку;
- оцінка ступеня узгодженості думок експертів шляхом розрахунку відповідних коефіцієнтів;
- надання загального висновку щодо результатів експертного опитування та пріоритетності рівня конкуренції валютного, депозитного, кредитного та фондового сегментів для фінансового ринку України в цілому.

З метою більш детального дослідження сутності кожного з представлених етапів кількісної оцінки визначення пріоритетності рівня конкуренції складових фінансового ринку проаналізуємо процес їх практичної реалізації та особливості графічної і математичної формалізації (рисунок 4.8).

Розглянувши особливості проведення етапів експертного аналізу, з метою виявлення пріоритетності складових фінансового ринку України, необхідно зауважити, що на більш детальну увагу заслуговує процес дослідження особливостей формалізації оцінки узагальненої міри узгодженості думок. Даний факт пов'язаний як з найбільшою складністю формалізації саме цього алгоритму, так і з його важливістю в процесі отримання адекватних результатів.

Таким чином, проведемо аналіз та представимо математичне обґрунтування всього комплексу показників, які використовуються для визначення ступеня узгодженості думок експертів:

1) Коефіцієнт конкордації:

$$K_{\text{кон}} = \frac{\sum_{j=1}^n d_j^2}{\frac{1}{12} \left[ m^2 (n^3 - n) - m \sum_{i=1}^m T_i \right]}, \quad (4.6)$$

де:

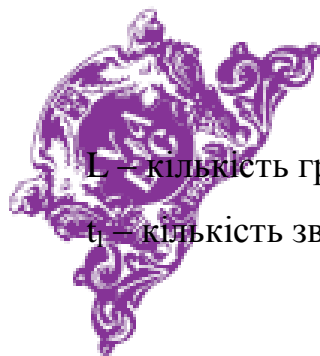
$$d_j = S_j - \frac{\sum_{j=1}^n S_j}{n} \quad (4.7)$$

$$S_j = \sum_{i=1}^m R_{ij} \quad (4.8)$$

$$T_i = \sum_{l=1}^L (t_l^3 - t_l) \quad (4.9)$$

$L$  – кількість груп зв'язаних (однакових) рангів;

$t_l$  – кількість зв'язаних рангів в кожній групі.



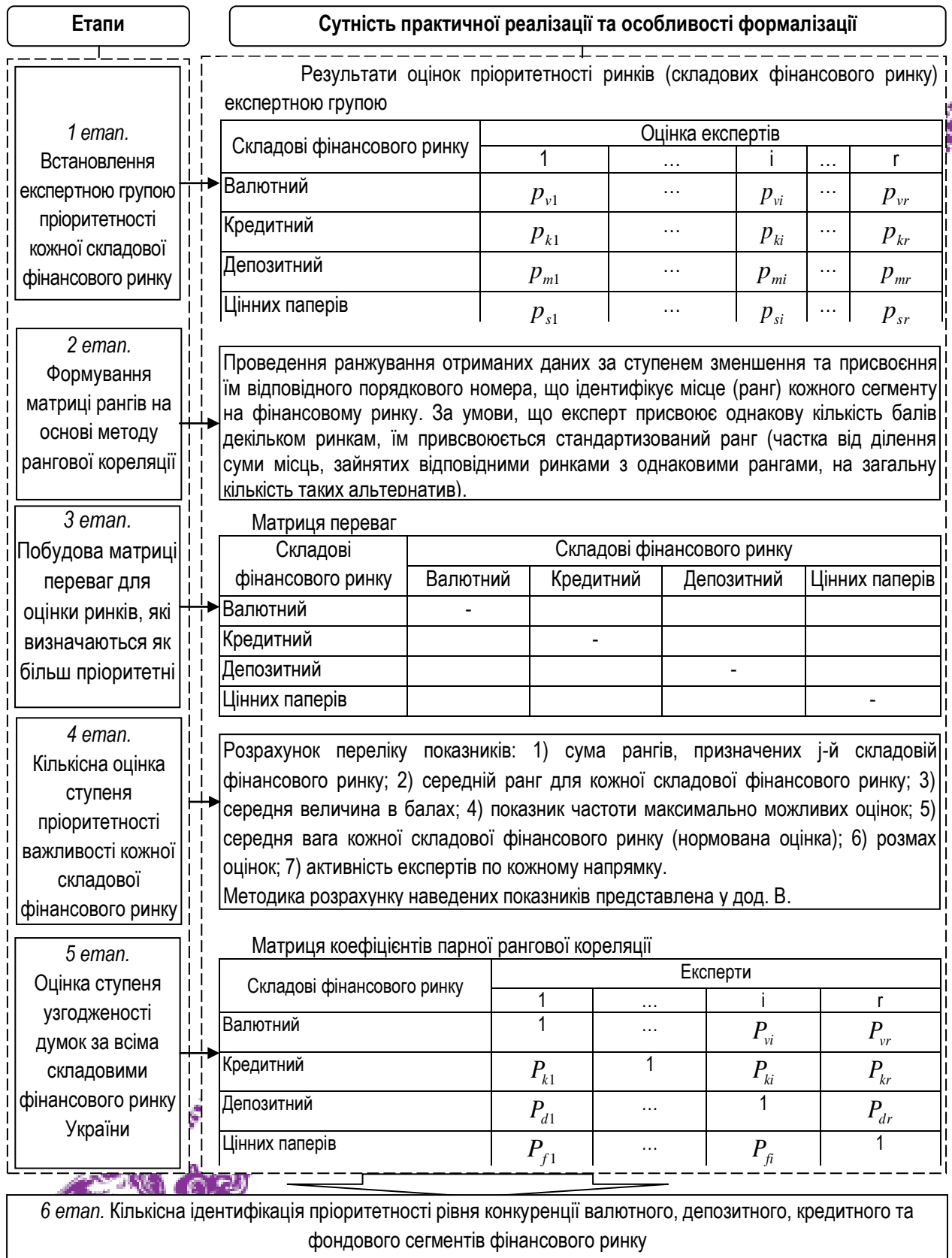


Рисунок 4.8 – Послідовність визначення пріоритетності впливу системутворюючих складових фінансового ринку України на загальний рівень його конкуренції

Отже, застосування формул 4.6-4.9 дає можливість розрахувати коефіцієнт конкордації. За умови, що коефіцієнт конкордації приймає значення від 0 до 1, можна зробити висновок про високий ступінь узгодженості між експертами. Перевірка запропонованого вище коефіцієнта на статистичну значимість здійснюється на базі розрахунку критерію Пірсона.

2) Критерій Пірсона:

$$\chi_p^2 = \frac{\sum_{j=1}^n d^2}{\frac{1}{12} \left[ mn \times (n+1) - \frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^m T_i \right]} \quad (4.10)$$

Розраховане фактичне значення критерію Пірсона порівнюють з його критичним значенням, яке визначається на основі еталонних показників для відповідних даних. У випадку, якщо реальне значення критерію Пірсона перевищує табличне, справедливо зауважити, що ідентифікований на попередніх етапах коефіцієнт конкордації є істотним та значимим для подальшого аналізу.

Наступні два запропоновані показники визначають ступінь співпадіння між результатами, що надані групою експертів. На основі розрахунку першого показника приймають рішення про наявність взаємозв'язку між думками кожного з експертів. Тобто, в дослідженні приймають участь попарно всі суб'єкти дослідження (формула 4.11).

3) Коефіцієнт парної рангової кореляції між оцінками 2-ох експертів:



$$P_{\alpha\beta} = 1 - \frac{\sum_{j=1}^n \psi_j^2}{\frac{1}{6} \times (n^3 - n) - \frac{1}{12} (T_\alpha + T_\beta)}, \quad (4.11)$$

$$\psi_j = |R_{\alpha j} - R_{\beta j}|, \quad (4.12)$$

де  $\psi_j$  – різниця по модулю величин рангів оцінок  $j$ -ї складової фінансового ринку, поставлених експертами  $\alpha$  і  $\beta$ ;

$T_\alpha$ ,  $T_\beta$  – показники зв'язаних рангів оцінок експертів  $\alpha$  і  $\beta$ , що визначаються аналогічно, як і для коефіцієнта конкордації.

Другим показником, який також відображає ступінь збігу думок експертів, є коефіцієнт Устюжанінова. Враховуючи результати, отримані під час розрахунку даного показника, можна також стверджувати про рівень однорідності отриманих результатів в процесі визначення пріоритетності складових фінансового ринку. Таким чином, чим вище значення коефіцієнта Устюжанінова, тим вищою є міра збігу думок експертів.

4) Інформаційна міра збігу думок Устюжанінова:

$$E_{\alpha\beta} = \frac{2 \times n_{\alpha,\beta}}{n_\alpha \log_2 \left(1 + \frac{n_\beta}{n_\alpha}\right) + n_\beta \log_2 \left(1 + \frac{n_\alpha}{n_\beta}\right)}, \quad (4.13)$$

де  $E_{\alpha\beta}$  – ступінь збігу думок експертів  $\alpha$  і  $\beta$ ;

$n_{\alpha\beta}$  – кількість складових фінансового ринку, однаково оцінених експертами  $\alpha$  і  $\beta$  в балах;

$n_\alpha$ ,  $n_\beta$  – кількість складових фінансового ринку, оцінених відповідно експертами  $\alpha$  і  $\beta$  (якщо фактор оцінено в 0 балів, то в кількість оцінених він не включається).

Узагальнюючи особливості проведення четвертого етапу науково-методичного підходу до ідентифікації рівня конкуренції на фінансовому ринку, необхідно зазначити, що в результаті відбувається градація пріоритетності рівня конкуренції валютного, депозитного, кредитного та фондового сегментів



для фінансового ринку України в цілому. В той же час, результати можна вважати цілком адекватними, якщо між експертами досить великий ступінь узгодженості думок.

Провівши визначення двох основних параметрів ідентифікації рівня конкуренції фінансового ринку України, актуальності набуває представлення підходу до їх одночасного використання для вирішення поставленої задачі. Тобто, з метою визначення рівня конкуренції на фінансовому ринку України необхідно врахувати не тільки кількісні оцінки рівня конкуренції на валютному, депозитному, кредитному та фондовому сегментах, але і рівень їх пріоритетності, оскільки це суттєво вплине на загальну оцінку та адекватність отриманого результату в умовах постійної трансформації вітчизняної фінансової системи.

Отже, на п'ятому етапі реалізації науково-методичного підходу розглянемо особливості графічної інтерпретації взаємного розташування та співставлення кількісних оцінок конкуренції валютного, депозитного, кредитного та фондового сегментів та рівнів їх пріоритетності у вигляді точок у Декартовій системі координат.

Розглянемо на площині дві перпендикулярні прямі, точки однієї з яких характеризують рівні конкуренції складових фінансового ринку, а другої – величини їх пріоритетності. Надамо у відповідність кожній із чотирьох координатних чвертей точки, координати яких відповідатимуть оцінкам послідовно депозитного сегменту (перша координатна чверть), валютного (друга координатна чверть), кредитного (третья координатна чверть), фондового сегменту (четверта координатна чверть).

Враховуючи представлені вище передумови, надамо кількісну оцінку конкуренції кожної складової фінансового ринку у вигляді точок з двома координатами: рівнем конкуренції та рівнем пріоритетності. Виходячи із зазначеного, з'єднуючи точки – індикатори оцінок конкуренції валютного, депозитного, кредитного та фондового сегментів фінансового ринку, які лежать

у різних координатних чвертях, отримаємо довільний чотирикутник KVDC. Графічна інтерпретація зазначених положень представлена на рис. 4.9.

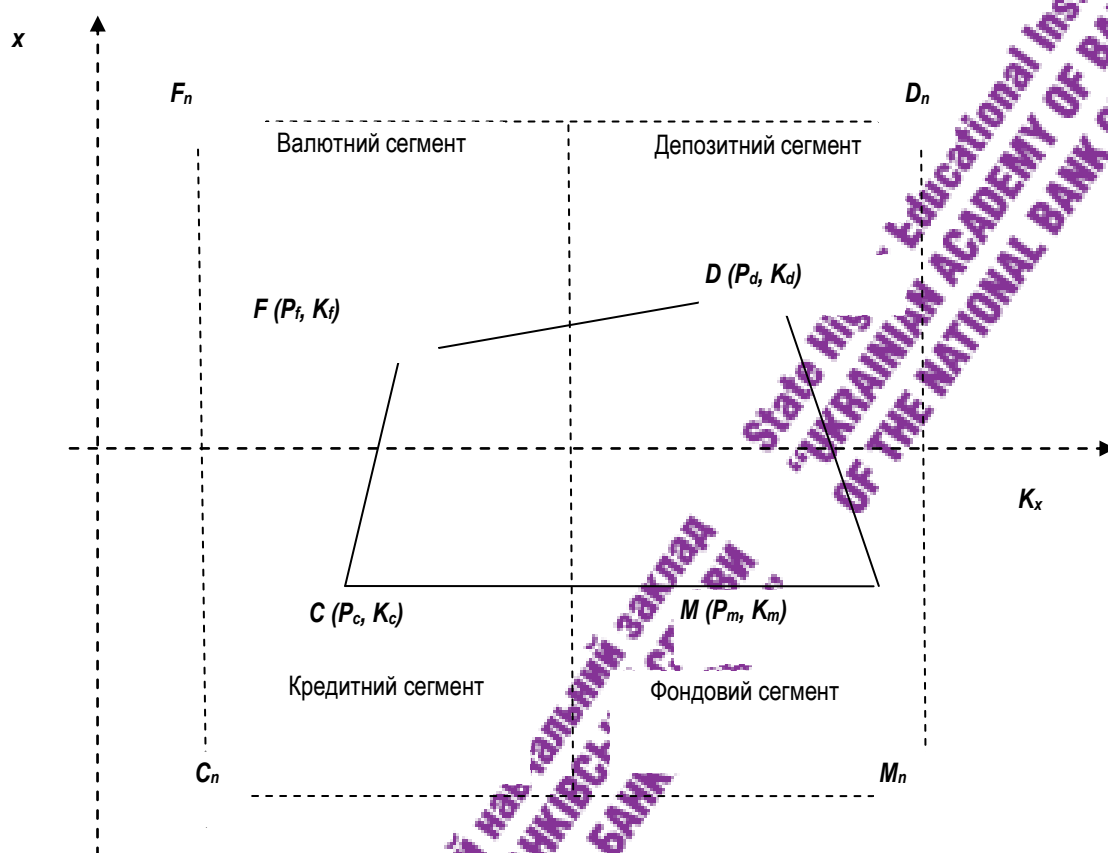


Рисунок 4.9 – Діаграма співставлення кількісних оцінок конкуренції валютного, депозитного, кредитного та фондового сегментів фінансового ринків

Справедливо зауважити, що площа представленого на рисунку 4.9 чотирикутника є узагальнюючою оцінкою абсолютного значення рівня конкуренції на фінансовому ринку, яка при зваженні на площу квадрата (максимально можливого потенційного рівня конкуренції на даному ринку) дає можливість отримати величину рівня конкуренції на фінансовому ринку.

На щостому особливої актуальності набуває акумуляція кількісних оцінок рівнів конкуренції системоутворюючих складових фінансового ринку (валютного, депозитного, кредитного та фондового сегментів) у розрізі надання узагальнюючої характеристики конкуренції на ньому. Тобто, в межах даного

етапу розкривається методика кількісної оцінки загального рівня конкуренції на фінансовому ринку України.

$$\begin{aligned}
 K &= \frac{S_{CFDM}}{S_{CnFnDnMn}} = \frac{1}{4} [S_{CVD} + S_{KDM}] = \\
 &= \frac{1}{4} \left[ \sqrt{p(p-CF)(p-FD)(p-CD)} + \sqrt{q(q-CD)(q-DM)(q-CM)} \right] \\
 \left\{ \begin{array}{l} p = \frac{CF + FD + CD}{2} \\ CF = \sqrt{(K_F - K_C)^2 + (P_v - P_k)^2} \\ FD = \sqrt{(K_d - K_v)^2 + (P_d - P_v)^2} \\ CD = \sqrt{(K_d - K_k)^2 + (P_d - P_k)^2} \end{array} \right. & \left\{ \begin{array}{l} q = \frac{CD + DM + CM}{2} \\ KD = \sqrt{(K_c - K_d)^2 + (P_c - P_v)^2} \\ CM = \sqrt{(K_c - K_k)^2 + (P_c - P_k)^2} \end{array} \right. \quad (4.14)
 \end{aligned}$$

де  $K$  – рівень конкуренції на фінансовому ринку (узагальнююча характеристика);

$S_{CFDM}$  – площа чотирикутника CFDM (абсолютне значення конкуренції на фінансовому ринку як сукупність відповідних рівнів конкуренції його складових – сума чотирикутників, що утворюють чотирикутник KVDC і знаходяться у різних координатних чвертях відносно початку координат (рис. 4.10), причому перша координатна чверть відповідає точкам депозитного сегменту, друга – валютного сегменту, третя відповідно кредитного та остання чверта координатна чверть відповідає оцінці фондового сегменту);

$S_{CnFnDnMn}$  – площа чотирикутника  $CnFnDnMn$ , кутові точки якого відповідають максимально можливим величинам конкуренції валютного, депозитного, кредитного та фондового сегментів та рівнів їх пріоритетності (абсолютне значення можливого потенціалу конкуренції на фінансовому ринку, який вважається еталонем і на практиці є недосяжним);

$S_{CFD} (S_{CDM})$  – площа трикутника CFD / CDM (кількісне відображення взаємозв'язків, взаємообумовленості та взаємного впливу між рівнями конкуренції кредитного, валютного та депозитного сегментів / кредитного, депозитного та фондового сегментів);

$p(q)$  – півпериметр трикутника CFD / CDM (сукупність точок граничних значень рівнів конкуренції на складових фінансового ринку, які в різних комбінаціях дозволяють отримати один і той же характер впливу різних сегментів один на одного);

$CF, FD, CD$  – відрізки, значення сторін трикутника CFD (похідна від наведеної вище характеристики в розрізі дослідження окремо взятої пари сегментів: кредитного і депозитного, валютного і депозитного, кредитного і депозитного);

$CD, DM, CM$  – відрізки, значення сторін трикутника CDM (сукупність точок граничних значень рівнів конкуренції на попарно розглянутих складових фінансового ринку, які в різних комбінаціях дозволяють отримати один і той же характер впливу різних сегментів один на одного, а саме: кредитного і депозитного, депозитного і фондового, кредитного і фондового).

Також варто зауважити, що значення розрахованого рівня конкуренції на фінансовому ринку буде знаходитись у проміжку від 0 до 1. Зважаючи на той факт, що в науковій літературі вже тривалий час існує усталена градація рівнів конкуренції то в подальшому актуальності набуває поділ визначеного проміжку на відповідні підмножини та присвоєння їм конкретного значення рівня конкуренції, яке відповідає кожному з встановлених діапазонів значень показника.

На завершальному сьомому етапі реалізації науково-методичного підходу необхідно провести якісну характеристику кількісної оцінки рівня конкуренції на фінансовому ринку та здійснити її економічну інтерпретацію. Отже, при різних значеннях кількісного показника конкуренції її рівень визначається наступним чином:

– кількісна оцінка конкуренції (узагальнююча характеристика фінансового ринку) приймає діапазон значень від нуля до 0,25 – рівень конкуренції ідентифікується як повна деконцентрація;

- кількісна оцінка конкуренції фінансового ринку приймає значення від 0,25 до 0,50 частки одиниці – рівень конкуренції приймається як високий;
- кількісна оцінка конкуренції (узагальнююча характеристика фінансового ринку) приймає діапазон значень від 0,50 до 0,75 – рівень конкуренції визначається як низький;
- кількісна оцінка конкуренції фінансового ринку приймає значення від 0,75 до 1 – рівень конкуренції розглядається як монополія.

Таким чином, запропонований науково-методичний підхід дозволяє визначити узагальнюючий рівень конкуренції на фінансовому ринку України, враховуючи не тільки особливості діяльності на валютному, депозитному, кредитному та фондовому сегментах фінансового ринку, але і ступінь впливу (пріоритетності) кожного з даних системоутворюючих складових на фінансовий ринок України в цілому, що значно підвищує рівень практичної значимості та адекватності отриманих результатів.

#### 4.3 Розвиток науково-методичних підходів до вибору режимів антимонопольного регулювання конкуренції на фінансовому ринку України

Інтернаціоналізація економічних відносин, зростання міжнародних інвестиційних потоків, розширення сфери впливу великих банків та їх об'єднань на внутрішні фінансові системи поглибили протиріччя між необхідністю захисту економічного суверенітету країн та забезпечення зростання глобальної конкурентоспроможності національних фінансових ринків як важливих інструментів стимулювання загальноекономічного розвитку країн. З огляду на світові кризові явища національні уряди та ринкові регулятори постали перед необхідністю розробки збалансованих нормативних положень, спрямованих на зміцнення конкурентного середовища фінансових ринків, стимулювання прогресивних структурних перетворень на рівні окремих

сегментів, залучення інноваційних практик надання фінансових послуг резидентам та нерезидентам.

Виходячи з зазначеного, актуалізується необхідність ідентифікації ключових підстав антимонопольного регулювання, основним завданням якого є підтримка здорової конкуренції на ринку та недопущення його монополізації.

У цілому в економічній теорії виділяють наступні традиційні форми впливу держави на конкурентне середовище на ринку [73, 206, 228].

– ціновий контроль (є одним з методів боротьби з інфляцією, а також засобом зниження цін на висококонцентрованих ринках, є формою вхідного бар'єру на ринок);

– фіскальна політика (дозволяє скоротити негативний вплив від монопольної діяльності на ринку за рахунок перерозподілу прибутків монополістів; на конкурентних ринках підвищення податкового навантаження може спровокувати скорочення обсягів виробництва);

– антимонопольна політика (встановлення правил та обмежень на розвиток процесу монополізації ринку; адміністративне (законодавче) регулювання; регулювання доступу на ринок та контроль за ринковою концентрацією; антимонопольний нагляд; сприяння у вирішенні спорів щодо конкурентних відносин у судах).

Пруденційне регулювання на фінансовому ринку спрямоване на уникнення надмірних ризиків суб'єктів господарювання та інших учасників, тоді як конкурентне законодавство передбачає запровадження конкурентних стимулів для учасників ринку.

Антимонопольне регулювання фінансового ринку провадиться за напрямками, що зазначені вище, поряд із цим, доцільно наголосити на основних механізмах впливу державних органів влади на стан конкуренції на ринку:

- контроль за злиттями та поглинаннями;
- регулювання доступу на ринок;
- уникнення домінуючого положення;

- заборона обмеження конкуренції;
- протидія змовам на ринку;
- примусовий поділ монополіста;
- контроль за ринковою концентрацією.

Одним з ключових факторів зниження рівня монополізації на світових фінансових ринках є ефективні регуляторні заходи, покликані забезпечити більшу прозорість в межах діяльності як окремих інститутів, так і ринку в цілому, уникнути ускладнення інституційної структури ринку, а також зменшити рівень боргового навантаження. Відповідно до світової практики, більшість реформ спрямовані на врегулювання роботи банківського сектору, насамперед, докладання більших зусиль щодо локалізації банками витрат, пов'язаних з ризиковими видами діяльності. Вимоги Базеля III в контексті поступового зростання якості капіталу і збільшення буферу ліквідності мають сприяти підвищенню фінансової стійкості банків.

Аналітики Міжнародного валютного фонду (МВФ) [371] стверджують, що поточний стан локальних фінансових систем характеризується значною складністю і непрозорістю концентрації ризиків, що ускладнює процес їх відслідковування та оцінки потенційних побічних ефектів як для наглядових органів, так і для окремих інвесторів. Нездатність приватних установ і державних інституцій зрозуміти ключові характеристики і структурні елементи нових фінансових інструментів, в свою чергу, дозволила банкам взяти на себе завеликий обсяг боргового навантаження. Прогрес у технологіях і технічній інфраструктурі, до того ж, зробив фінансові установи більш тісно взаємопов'язаними через міжбанківський ринок, операції РЕПО та інші механізми ведення бізнесу, як всередині країни, так і за її межами. Зазначені особливості сприяли швидкій передачі шоків та їх посиленню під час кризи. Крім того, великі системні установи стали відігравати занадто значну роль в економіці країни, що обумовило необхідність «штучного» підтримання їх ліквідності державою, фактично, за рахунок платників податків.

Регулятивні реформи, які почали проводитися урядами розвинених країн на початку світової фінансово-економічної кризи 2008-2009 рр., мали глобальну, однак не радикальну спрямованість. Незважаючи на заходи урядів (доповідь комісії Вайкера у Сполученому Королівстві та правило Уолкера під дією закону Додда-Френка в США) на національному рівні, глобальні нормативні перетворення не призвели до зміни безпосередньо конкурентної структури фінансового ринку, а лише сприяли популяризації підходів до безпечної поведінки на ньому.

Підвищення нормативних вимог Базеля III до капіталу може слугувати бар'єром для входу на ринок й суттєво впливати на зменшення конкуренції, що може призвести до зниження ступеня прозорості банківської системи та знизити ефективність ціноутворення у ній. Аналогічні висновки можна зробити для нормативів ліквідності за Базелем III.

Поряд з цим, варто наголосити на можливості поступової консолідації банками своїх бізнес-напрямків і зосередження на веденні «основної» діяльності. Також спостерігається часткове згортання рядом банків окремих напрямків ведення бізнесу, зокрема тих, що передбачають отримання фіксованого доходу, торгівлю валютою і товарними інструментами (FICC). Такі дії обумовлені новими вимогами до капіталу, що сприяють зниженню прибутковості банків, які не мають достатньої ринкової частки за даними бізнес-напрямами. Зокрема, вже існує прецедент: кілька великих банків світового рівня оголосили про наміри позбутися напрямку FICC, виходячи із недостатньої конкурентоспроможності у даному сегменті ринку та нових вимог до капіталу.

Опосередковані наслідки реформи можуть полягати у зосередженні FICC діяльності в межах тих банків, які займають домінуюче положення на ринку або в межах інвестиційних фондів. Цілком ймовірно, що невеликі банки не будуть виступати об'єктами регулятивного впливу в порівнянні з великими фінансовими установами зі складною структурою, що підтверджується дослідженнями Базельського комітету з банківського нагляду [280].



За таких обставин, цілком очевидною є розбудова небанківської діяльності, оскільки посередники, які її провадять, не повинні виконувати вимоги Базеля III. Виходячи із зазначеного, конкурентні позиції даних посередників можуть суттєво посилитися за рахунок тих видів діяльності, в межах яких вони конкурують з банками. Зазначене призведе до реформування структури фінансового ринку (табл. 4.9).

Таким чином, глобальні кризові явища призвели до зростання концентрації світових фінансових ринків, що суттєво вплинуло на активізацію нормативних та законодавчих заходів з боку його регуляторів, які спрямовані на підвищення стійкості учасників ринку, удосконалення методик оцінки фінансових ризиків, а також застосування заходів їх мінімізації та уникнення.

Як свідчить практика, найбільший вплив на стан конкуренції на фінансових ринках здійснює антимонопольна політика держави. В загальному розумінні, основними засадами та провідними цілями даної політики є: попередження та уникнення монополістичної діяльності та недобросовісної конкуренції; забезпечення єдності економічного простору, вільного руху товарів та послуг, свободи економічної діяльності в країні; захист конкуренції та створення умов для ефективного функціонування ринків [206, 220].

Широкий спектр заходів впливу з боку антимонопольних органів формує перелік конкретних форм боротьби з процесом монополізації ринку [228]:

- контроль за злиттями та поглинаннями;
- попередження виникнення та уникнення домінуючого положення на ринку;
- уникнення обмежень конкуренції на ринку;
- протидія змовам;
- поділ компанії-монополіста на декілька окремих компаній;
- захист конкуренції на конкурсних торгах.

Таблиця 4.9 – Очікуваний вплив регулятивних реформ на конкурентну структуру фінансових ринків

Ринкові параметри	Структурні характеристики / показники	Вимоги Базеля III щодо капіталу	Вимоги Базеля III щодо левериджу	Вимоги Базеля III щодо ліквідності	Реформа щодо виплати компенсації	Правила Уолкера та комісії Вайкера	Резолюція щодо глобальних системно важливих фінансових інститутів (G-SIFIs)	Реформа позабіржових деривативів
Форма фінансового посередництва	Традиційне банківське посередництво (залучення депозитів та кредитування)	↓	↓	↓	–	–	–	–
	Нетрадиційне банківське обслуговування (інвестиційний банкінг)	↑↓	↓↑	↓	↓	↓	↓	↓
	Послуги небанківських установ	↑	↑	↑	↑	–	–	↑
Масштаб та обсяг фінансового сектора	Розмір (за сукупними активами)	↓	↓	↓	–	↓	–	↓
	Складність	↓	–	↓	↓	↓	↓	↓
	Взаємозв'язок інституцій-резидентів	↓	–	↓	–	↓	–	↓
Конкуренція у фінансовому секторі	Ефективність (прозорість, ціноутворення)	↑↓	–	↑↓	↑	–	–	↑↓
	Концентрація (кількість установ)	–	↓	–	–	–	↓	↑

Примітки: ↑ вказує на збільшення показників фінансової структури; ↓ - вказує на зниження. Записи без стрілки свідчать або про нейтральний вплив показника, або про неоднозначність оцінки впливу регулятивних реформ.



Для стимулювання конкурентних відносин державне регулювання повинно бути мінімальним, проте воно не може бути повністю відсутнім, що пояснюється необхідністю дотримання стану вільної конкуренції, за якого держава зобов'язана захищати права та інтереси учасників конкурентної боротьби.

Одним з основних напрямків державного регулювання конкуренції на фінансовому ринку є недопущення недобросовісної конкуренції. В даному контексті слід зважати на існування специфічних ознак, які характеризують обмеження конкуренції, та виступають сигналами для застосування антимонопольними органами заходів з її підтримки [206, 228]:

- необґрунтоване підвищення цін на фінансово-кредитні послуги;
- суттєве скорочення кількості суб'єктів господарювання;
- відмова суб'єктів господарювання, які не є представниками групи, від самостійних дій на ринку;
- наявність домовленостей між суб'єктами господарювання, що не входять до складу однієї й тієї ж групи, щодо особливих умов надання фінансово-кредитних послуг;
- інші заходи та дії, що створюють можливості для фінансових посередників впливати в односторонньому порядку на загальні умови надання послуг.

Виходячи із зазначеного, дуалістичний характер прояву недобросовісної конкуренції полягає, з одного боку, у встановленні не виправдано високих цін на послуги та фінансові активи на фінансовому ринку, а з іншого – у їх не виправданому зниженні. Такі дії можуть суттєво обмежити доступ на ринок іншим суб'єктам господарювання, а також негативно вплинути на результати діяльності конкурентів.

Таким чином, антимонопольним органам під час аналізу стану конкурентного середовища на фінансовому ринку доцільно поряд із дослідженням інтенсивності конкуренції враховувати можливість появи «аномальних» стрибкоподібних змін у цінах на послуги, що свідчать про

можливість змови між окремими суб'єктами фінансового ринку. Підкреслимо, що доцільність врахування зазначеного параметру пояснюється тим, що зростання цін може відбуватися і за умови низької концентрації на фінансовому ринку (його сегменті). Саме тому, необхідно більш зважено підходити до вирішення питання регулювання конкурентних відносин. В даному контексті пропонуємо розробити матрицю прийняття рішень для кожного з виділених на попередніх етапах дослідження сегментів фінансового ринку (рис. 4.13, 4.15, 4.17, 4.19).

В попередньому підрозділі дисертаційної роботи був запропонований науково-методичний підхід до оцінювання конкуренції на фінансовому ринку. Результатом авторських пропозицій є формування інтегрального показника, який відображає рівень конкуренції як на окремих сегментах, так і на фінансовому ринку в цілому, та побудований з урахуванням не тільки кількісних, а й якісних характеристик даного процесу. Таким чином, запропонований показник є об'єктивним індикатором стану конкуренції на ринку, а також є першим орієнтиром для антимонопольних органів у питаннях вжиття заходів впливу.

Як було зазначено в попередньому підрозділі, жоден з представлених у табл. 4.5 кількісних індикаторів конкуренції на фінансовому ринку не відображає повністю ситуацію на ринку, зокрема ігнорує можливість виникнення змови на конкретних сегментах фінансового ринку, що може проявлятися в ряді обмежень (бар'єрів) на ринку, тому пропонуємо в якості другого індикатора стану конкурентного середовища на фінансовому ринку обрати темп росту середньозважених цін на конкретний фінансовий актив (в межах виділених сегментів фінансового ринку).

Як видно з рис.4.13 - 4.19, нами сформульовано рекомендації щодо вибору режимів антимонопольного регулювання на основі розробки матриці прийняття рішень, що забезпечує врахування не тільки рівня концентрації на конкретному сегменті ринку та ступеня його впливу на фінансовий ринок в цілому, а й динаміку зміни цін на фінансові активи кожного з сегментів ринку.

Ідентифікація вартісних характеристик (темтів росту цін) фінансових активів дозволяє виявити приховані мотиви та домовленості між фінансовими посередниками, наслідком чого є необґрунтована зміна цін на фінансові активи (фактичне значення розрахованого темпу росту виходить за межі допустимого коридору коливання). Розглянемо більш детально кожен з виділених сегментів фінансового ринку та обґрунтуємо вибір показників для аналізу зміни цін на фінансові активи.

Окремо слід акцентувати на запропонований нами коридор допустимого коливання цін на фінансові активи. Визначення рівня оптимальної вартості фінансових активів передбачає розрахунок темтів росту середніх їх значень за останні п'ять років (2009 – III кв. 2013 рр.). Заходи державного регулювання ринку, а також дії суб'єктів, що змінюють його стан, структуру тощо, як правило, впливають на ринкові процеси із часовим лагом. Термін визначення даного показника на рівні п'яти років дозволяє безпосередньо врахувати даний часовий лаг, а також інші трансформаційні процеси, що відбуваються на ринку. Коридори коливання вартості фінансових активів на кожному сегменті фінансового ринку встановлено з урахуванням середньоквадратичного відхилення значення темпу росту середньозваженої вартості конкретного фінансового активу за аналогічний період на підставі використання Правила трьох сігм.

Розглянемо окремо кожен із сегментів фінансового ринку.

В межах валютного сегменту фінансового ринку запропоновано розраховувати темп росту середньозваженого курсу долара США до гривні на міжбанківському ринку (рис. 4.10). Вважаємо за доцільне провести аналіз в розрізі кошика валют, проте в сучасних умовах вітчизняної економіки рівень її доларизації є занадто високим, що свідчить про суттєве переважання долара США у розрахунках. Таким чином, на даному етапі розвитку вітчизняної банківської системи та фінансового ринку обрана валюта для розрахунку показника виступає найбільш адекватним індикатором наявності змов

фінансових посередників (банків) на досліджуваному сегменті фінансового ринку.

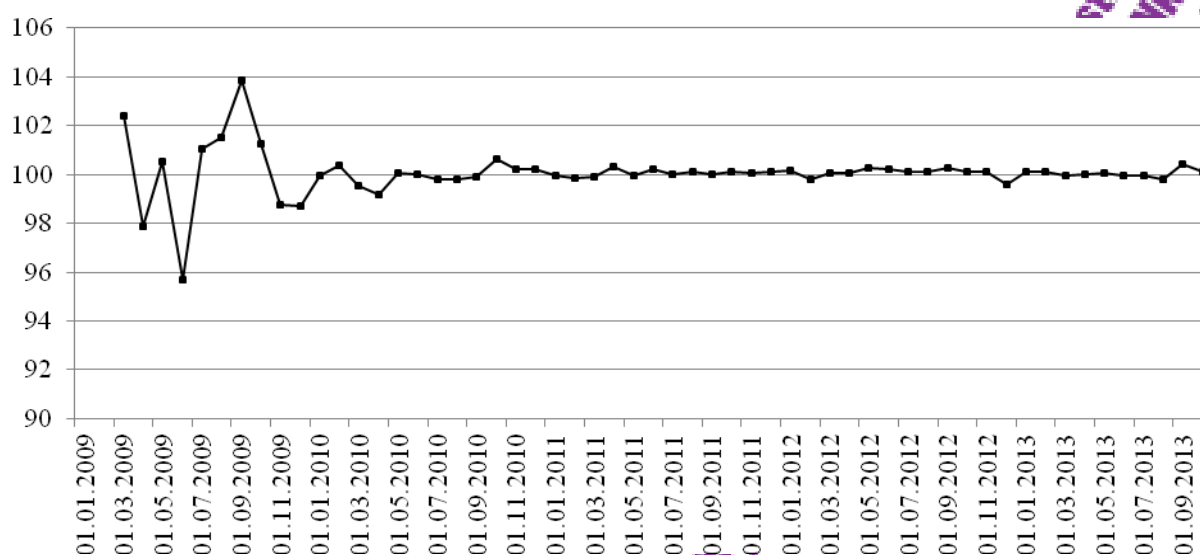


Рисунок 4.10 – Динаміка темпу росту середньозваженого курсу долара США до гривні за період 2009-III кв. 2013 рр. (побудовано автором на основі даних [165])

Як видно з рис. 4.10, період 01.01.2009-01.03.2010 рр. характеризувався стрибкоподібними змінами середньозваженого курсу на міжбанківському ринку, що пояснюється дестабілізацією економіки, нестабільністю національної грошової одиниці та валютними спекуляціями. Проте, починаючи з 01.05.2013 р. по сьогоднішній день міжбанківський курс долара США до гривні є відносно стабільним.

Допустиме відхилення показника темпу росту середньозваженого курсу долара США до гривні встановлено на рівні 0,99 пунктів. Як видно з рис. 4.10, найбільше перевищення коридору коливання було зафіксовано станом на 01.09.2009 р. (103,84) та 01.06.2009 р. (95,68), що можна пояснити значними спекуляціями з валютними коштами у період світової фінансово-економічної кризи 2008-2009 рр. Також варто зауважити, що перевищення верхньої межі допустимого коливання значення темпу росту середньозваженого курсу долара

США до гривні спостерігалось 4 рази, а нижньої межі – 18 разів. Зазначене обумовлює необхідність застосування державою ряду спеціальних заходів. Зокрема, ми пропонуємо застосовувати матрицю прийняття рішень (рис. 4.11), де визначено режими антимонопольного регулювання. Для даного сегменту фінансового ринку основними заходами в межах ідентифікованих режимів є наступні.

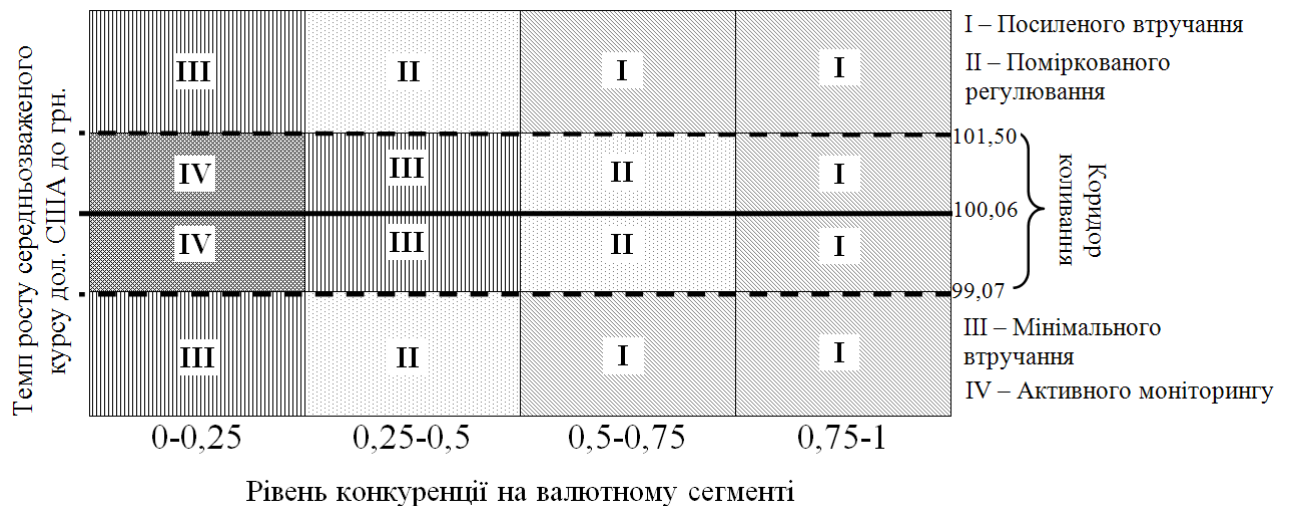


Рисунок 4.11 – Матриця прийняття рішень на валютному сегменті фінансового ринку України

I режим – Посиленого втручання:

- сприяння реалізації валюти та здійснення валютних операцій через валютну біржу;
- лібералізація валютного ринку (вільний рух валюти через кордони держави, тощо);
- усунення валютних диспропорцій;
- переорієнтація вітчизняного законодавства;
- обмеження частки банків у валютних операціях;
- примусовий поділ фінансового посередника на декілька компаній;

- підвищення вимог до фінансових посередників внаслідок необґрунтованого підвищення (зниження) курсів;

- суттєве короткострокове зниження вхідних бар'єрів з метою стимулювання приходу нових фінансових посередників на ринок.

II режим – Поміркованого регулювання:

- стимулювання та забезпечення модернізації технічного оснащення, а також розвиток інфраструктури;

- валютні обмеження (коридор коливання курсів валют);

- забезпечення інформаційної прозорості діяльності фінансових посередників;

- попередження спекуляцій на ринку;

- контроль за злиттями та поглинаннями.

III режим – Мінімального втручання:

- попередження спекуляцій на ринку;

- нагляд за посередниками, які займають домінуюче положення;

- нагляд за оптимальним рівнем доларизації;

- забезпечення інформаційної прозорості діяльності фінансових посередників;

- страхування та резервування при купівлі / продажі іноземної валюти.

IV режим – Активного моніторингу:

- попередження виникнення недобросовісної конкуренції;

- нагляд за дотриманням нормативних вимог та правил;

- контроль за рухом валюти (в тому числі за межі країни);

- нагляд за оптимальним рівнем доларизації;

- валютні обмеження (коридор коливання курсів валют);

- лімітування обміну валют;

- забезпечення інформаційної прозорості діяльності фінансових посередників;



– нагляд за станом ринку (концентрація, рівень коливання валютних курсів).

В межах фондового сегменту фінансового ринку запропонованим до розрахунку індикатором є темп росту середньозважених індексів ПФТС (PFTS) та Української біржі (UX), що визначається за цінами угод найбільш ліквідних акцій компаній на біржі (рис. 4.12). Вибір даних двох індексів був обумовлений обсягом торгів на біржах та наявністю власного індексу. На сьогоднішній день (станом на 1.10.2013 р.), провідною біржею на фондовому ринку України є фондова біржа «Перспектива» (65,5% усіх угод), проте дана біржа не має власного індексу, що не задовольняє умовам даного наукового дослідження. Серед іншого, власні індекси, які визнані світовою спільнотою, мають лише Українська біржа (2,6% усіх угод за три квартали 2013 р.) та фондова біржа ПФТС (25,3% за аналогічний період). Обраний показник є основним композитним індикатором стану фондового ринку України.

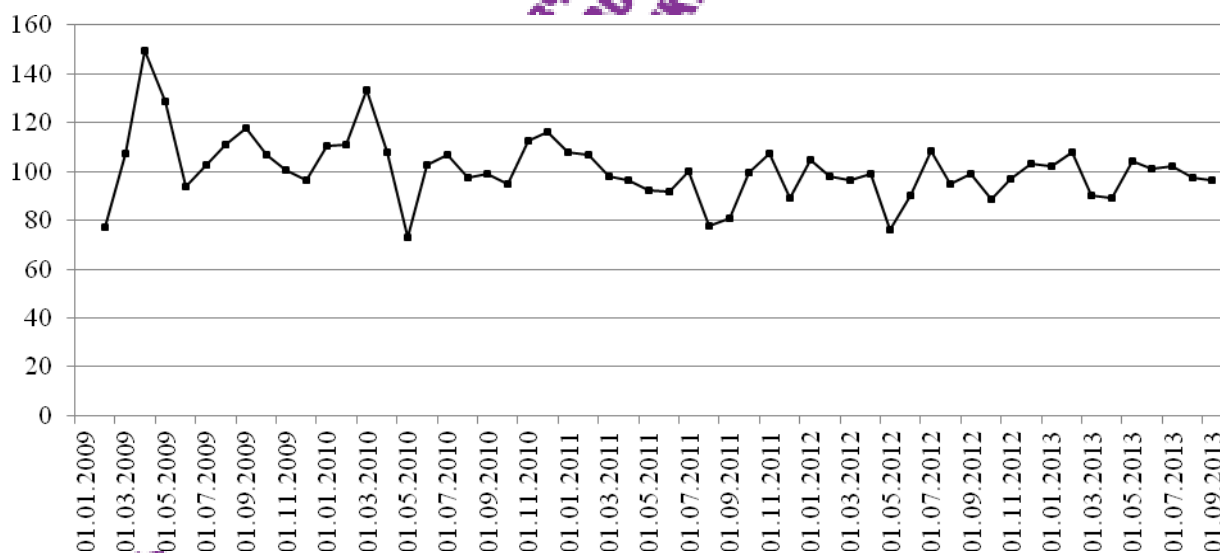


Рисунок 4.12 – Динаміка середньозваженого темпу росту індексів ПФТС та UX за період 2009-III кв. 2013 рр. (побудовано автором на основі даних [165, 249])

Як видно з рис. 4.12, за період аналізу відбувалося поступове зниження середньозваженого темпу росту індексів PFTS та UX, що можна пояснити зменшенням активності на фондовому сегменті фінансового ринку України.

Розраховане значення допустимого відхилення середньозваженого темпу росту основних індексів фондового сегменту фінансового ринку забезпечує коридор коливання з такими межами: нижня – 87,89, верхня – 114,05. Виходячи з проведених розрахунків (рис. 4.13), максимальне перевищення верхньої межі становило 149,49 станом на 01.04.2009 р., а нижньої – 73,02 станом на 01.05.2010 р. Можемо констатувати незначну волатильність середньозваженого темпу росту індексів ПФТС та UX в цілому за даним сегментом ринку – відхилення як понад верхню, так і нижню межі допустимого коридору відбувалося в цілому в 10 разів, що, порівняно із валютним сегментом, значно менше. Поряд із цим, представимо можливі заходи антимонопольних органів під час недотримання коридору коливання обраного показника (рис. 4.13).

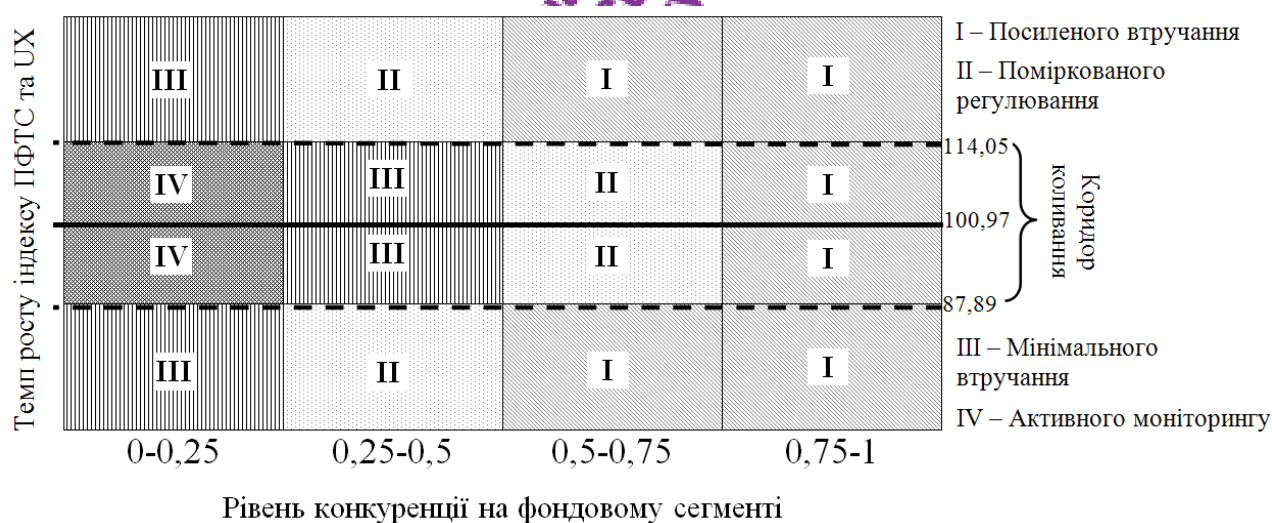


Рисунок 4.13 – Матриця прийняття рішень на фондовому сегменті фінансового ринку України

I режим – Посиленого втручання:

– зниження вимог до власного капіталу та чистого прибутку емітентів для можливості їх обліку в офіційному списку фондової біржі;

- створення систем позабіржової торгівлі;
- створення фондових центрів при фондових біржах з метою надання інформаційно-консультаційних послуг інвесторам, емітентам, агентських послуг щодо розміщення та викупу паїв пайових інвестиційних фондів, послуг продажу державної та муніципальної власності, контролю над виплатою дивідендів, участю у голосуванні тощо;

- примусовий поділ фінансового посередника на декілька компаній.

II режим – Поміркованого регулювання:

- стимулювання та забезпечення модернізації технічного оснащення, а також розвитку інфраструктури;

- сприяння удосконаленню системи Internet-трейдингу;

- контроль за злиттями та поглинаннями.

III режим – Мінімального втручання:

- забезпечення прозорості діяльності фінансових посередників;
- створення системи страхування інвестицій дрібних інвесторів та компенсації їх фінансових втрат при банкрутстві фінансового посередника;
- підвищення вимог до ліцензування та атестації професійних учасників

IV режим – Активного моніторингу:

- підвищення вимог до ліцензування та атестації професійних учасників;

- нагляд за станом рівноваги ринку;

- в разі необхідності, забезпечення усунення перешкод конкуренції;

- створення системи страхування інвестицій дрібних інвесторів та компенсації їх фінансових втрат при банкрутстві фінансового посередника;

- нагляд за станом ринку (концентрація, рівень коливання індексів, кількість фінансових посередників, наявність підстав для виникнення домінуючого положення тощо).

Індикаторами розвитку кредитного та депозитного сегментів України в контексті даного дослідження є темпи росту середньозважених відсоткових ставок за кредитами та депозитами за всіма видами валют відповідно (рис. 4.14, 4.16).

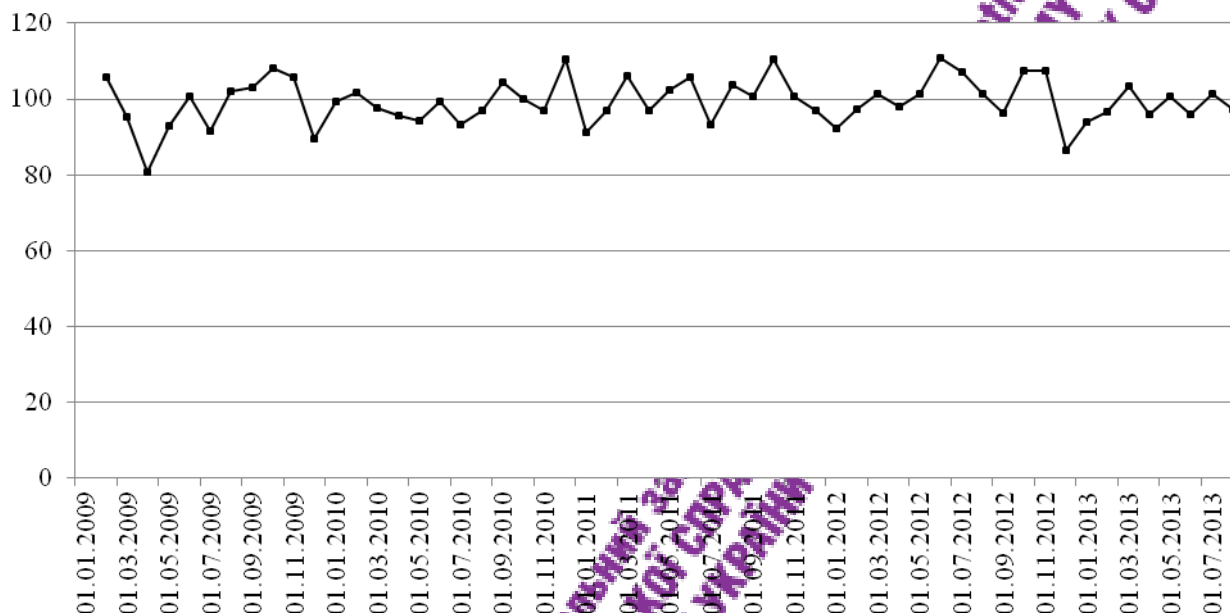


Рисунок 4.14 – Динаміка темпу росту середньозваженої ставки за кредитами за всіма видами валют за період 2009-III кв. 2013 рр. (побудовано автором на основі даних [165])

Наведені на рис. 4.14 дані свідчать, що досліджуваний період характеризується, переважно, негативною динамікою зміни середньозваженої ставки за кредитами, що пов'язано зі здешевленням депозитних ресурсів на ринку.

В межах даного сегменту фінансового ринку встановлено наступний коридор коливання темпу росту середньозваженої ставки за кредитами за всіма видами валют: нижня межа – 93,27, верхня – 105,40. За досліджуваний період, як видно з рис. 4.14, перевищення встановлених меж відбувалося 16 разів. Найвище значення індикатора було зафіксовано станом на 01.06.2012 р. (110,87), а найнижче – 80,63 станом на 01.04.2009 р. Суттєве відхилення

показника від нижньої межі встановленого коридору коливання можна пояснити намаганням банків активізувати сегмент кредитування, а щодо верхньої межі – зростанням вартості депозитних ресурсів. З метою регулювання конкурентних відносин кредитного сегменту фінансового ринку нами запропоновані наступні заходи антимонопольного регулювання (рис. 4.15).

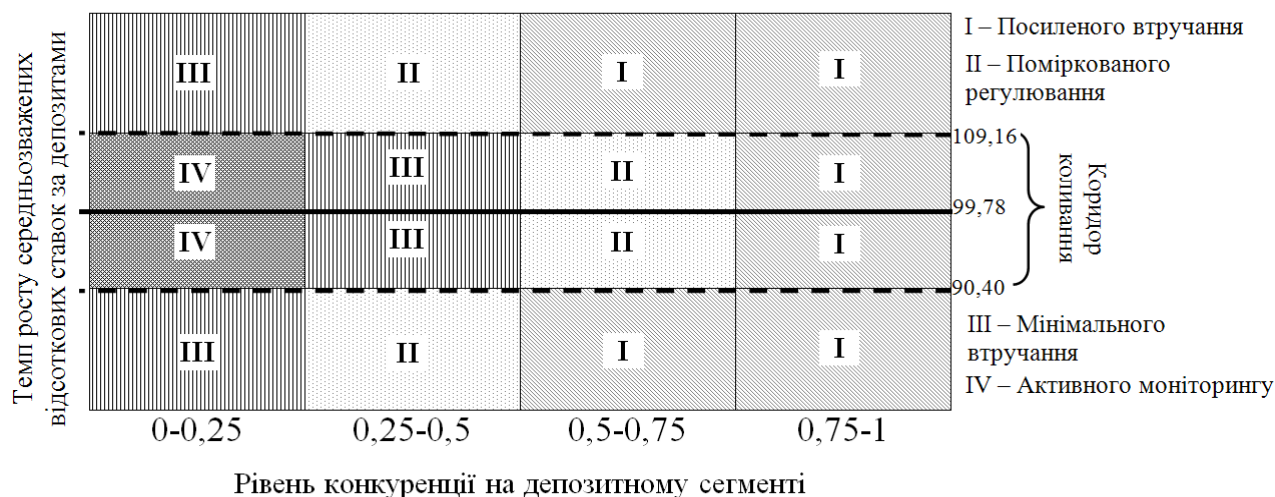


Рисунок 4.15 – Матриця прийняття рішень на кредитному сегменті фінансового ринку України

I режим – Посиленого втручання:

- заборона та жорсткий контроль за злиттями та поглинаннями;
- регулювання ціноутворення (встановлення коридору зміни процентних ставок або їх максимального розміру);
- обмеження частки банків;
- суттєве короткострокове зниження вхідних бар'єрів з метою стимулювання приходу нових фінансових посередників на ринок;
- посилення вимог до ліцензування та прозорості діяльності банків, нормативні вимоги;
- запровадження більш жорстких стандартів банківської діяльності;

- пільгове кредитування нових учасників ринку з боку державних органів влади;
- примусовий поділ фінансового посередника на декілька компаній;
- підвищення вимог до фінансових посередників внаслідок необґрунтованого підвищення (зниження) ставок за кредитами;
- підвищення капіталізації державних банків для забезпечення можливості кредитування учасників ринку.

II режим – Поміркоvanого регулювання:

- зниження вхідних бар'єрів;
- усунення строкових диспропорцій;
- підвищення вимог до фінансових посередників внаслідок необґрунтованого підвищення (зниження) ставок за кредитами;
- контроль за злиттями та поглинаннями;
- введення програм фінансового оздоровлення;
- зниження обов'язкових вимог до позичальників.

III режим – Мініmального втручання:

- підвищений контроль за небанківськими фінансовими посередниками;
- встановлення додаткових резервів для небанківських установ;
- забезпечення прозорості діяльності фінансових посередників.

IV режим – Активного моніторингу:

- нагляд за станом ринку (концентрація, рівень коливання процентних ставок, кількість фінансових посередників, наявність підстав для виникнення домінуючого положення тощо);
- запровадження більш жорстких стандартів ведення діяльності фінансовими посередниками;
- посилення обов'язкових вимог до позичальників;
- підвищення резервів для бланкових кредитів;

– підвищення вимог до регулятивного та власного капіталу фінансових посередників.

На рис. 4.16 представлено індикатор депозитного сегменту фінансового ринку, який виявляє можливість виникнення змов між учасниками, шляхом відхилення розрахованих значень від допустимого коридору коливання.

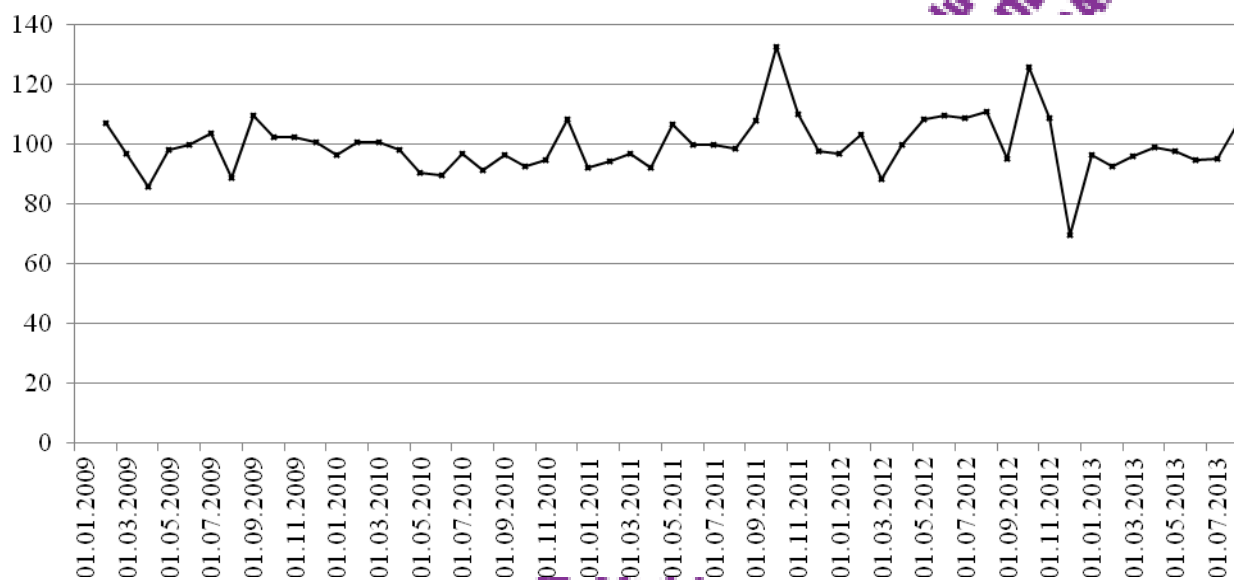


Рисунок 4.16 – Динаміка темпу росту середньозваженої ставки за депозитами за всіма видами валют за період 2009-III кв. 2013 рр. (побудовано автором на основі даних [165])

Наведені дані свідчать, що за період 01.10.2009-01.09.2011 рр. та 01.11.2012-01.07.2013 рр. спостерігалось зниження ставок за депозитами, проте з 01.10.2011 р. по 01.10.2012 р. було зафіксовано їх підвищення, що свідчить про необхідність нарощення ресурсів.

Коридор коливання для депозитного сегменту фінансового ринку встановлено на рівні 90,40 – 109,16. Виходячи з проведених розрахунків темпу росту середньозваженої ставки за депозитами за всіма видами валют, було виявлено відхилення від встановлених меж 12 разів, зокрема мінімальне значення темпу росту було встановлено на рівні 69,81 станом на 01.12.2012 р., а

максимальне – 132,84 станом на 01.10.2011 р. У другій половині 2011 р. відбувалося значне підвищення процентних ставок внаслідок суттєвого зниження ліквідності банків та підвищення рівня довіри до банків з боку населення, що й обумовило, на нашу думку, волатильність показника та перевищення допустимої верхньої межі коридору. Щодо мінімального значення індикатора, за свідченням експертів, у другій половині 2012 р. посилювалися тенденції до виходу з роздрібного сегменту іноземних банків, зокрема європейських, а також уповільнення темпів приросту депозитів населення (в першому півріччі приріст склав 14 %, а в другому – лише 2,2 %). Підвищення ставок за депозитами було спрямоване на поповнення ліквідності банків та мало тимчасовий характер. Таким чином, з метою своєчасного та ефективного регулювання конкурентних відносин на депозитному сегменті фондового ринку необхідно застосовувати наступні заходи (рис. 4.17).

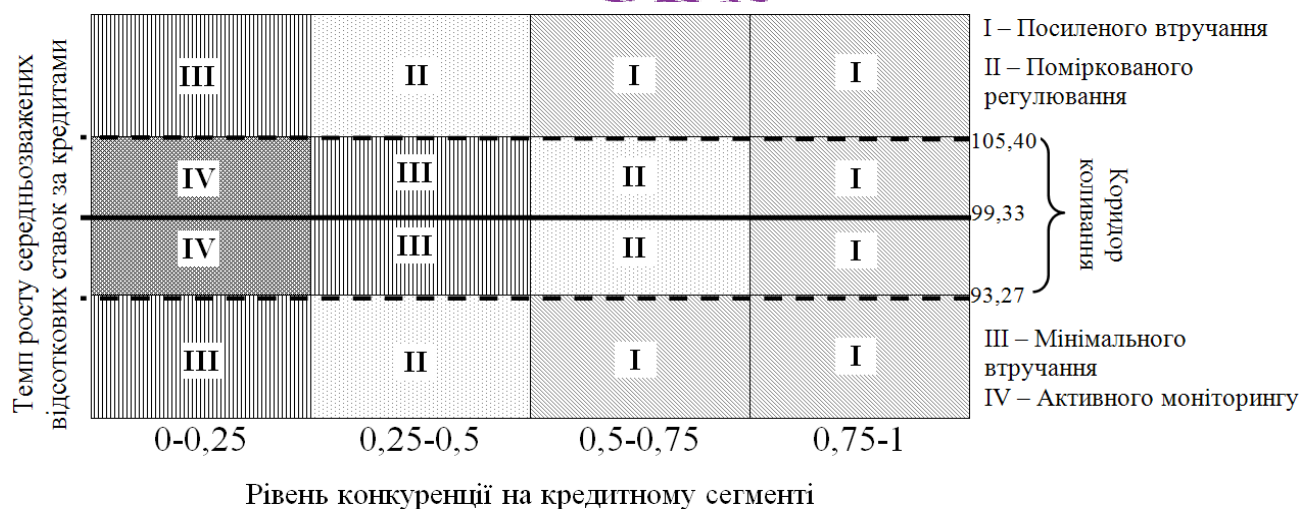


Рисунок 4.17 – Матриця прийняття рішень на депозитному сегменті фінансового ринку України

I режим – Посиленого втручання:

- підвищення рівня захисту прав вкладників та учасників ринку;
- зниження адміністративних бар'єрів;
- примусовий поділ фінансового посередника на декілька компаній;



- підвищення вимог до фінансових посередників внаслідок необґрунтованого підвищення (зниження) ставок за депозитами;
- надання права залучати депозити небанківським установам;
- встановлення максимальних відсоткових ставок за депозитами, для посередників, що дотримуються даної вимоги - введення пільгових ставок обов'язкового резервування, а також встановлення знижених тарифів на відрахування до Фонду гарантування вкладів фізичних осіб

II режим – Поміркованого регулювання:

- підвищення вимог до фінансових посередників внаслідок необґрунтованого підвищення (зниження) ставок за депозитами;
- контроль за злиттями та поглинаннями;
- підвищення рівня відрахувань до Фонду гарантування вкладів фізичних осіб для посередників, що встановлюють необґрунтовано завищені ставки за депозитами.

III режим – Мінімального втручання:

- нагляд за дотриманням вимог відрахування до Фонду гарантування вкладів фізичних осіб;
- моніторинг платоспроможності фінансових посередників на постійній основі.

IV режим – Активного моніторингу:

- нагляд за станом ринку (концентрація, рівень коливання процентних ставок, кількість фінансових посередників, наявність підстав для виникнення домінуючого положення тощо);
- нагляд за дотриманням вимог відрахування до Фонду гарантування вкладів фізичних осіб;
- контроль за діяльністю небанківських фінансових посередників за можливості залучення ними депозитів.

Поряд із зазначеним вище, необхідно зауважити про механізм вибору конкретного режиму регулювання в матриці прийняття рішень щодо вжиття конкретних заходів регулювання рівня конкуренції на фінансовому ринку / його

сегментах. Так, в разі недотримання вимог коридору коливання середньозважених цін на фінансові активи доцільним є застосування більш жорстких вимог та заходів регулювання конкуренції на визначеному сегменті фінансового ринку (застосування режиму антимонопольного регулювання, що знаходиться правіше за показником рівня конкуренції на конкретному сегменті ринку). Проте, в межах абсолютної монополії (значення показника складає 0,75-1) за умови суттєвого зниження або підвищення цін на фінансові активи заходи антимонопольного регулювання відповідають режиму Г – Посиленого втручання, що дозволить врегулювати питання справедливого ціноутворення на фінансові активи та монополізації ринку, зокрема за рахунок стимулювання приходу на ринок нових фінансових посередників або учасників ринку.

Підводячи підсумок, зазначимо, що запропонований нами підхід до зміни режимів регулювання конкуренції на фінансовому ринку внаслідок волатильності темпів росту середньозважених цін на фінансові активи дозволить вчасно виявляти та попереджувати дії фінансових посередників, спрямовані на забезпечення домінуючого положення на ринку та його монополізації. Такі дії антимонопольних органів дозволять адекватно та об'єктивно впливати на конкурентний стан фінансового ринку в цілому за рахунок ефективного налагодження функціонування міжсекторального зв'язку на фінансовому ринку.

#### Висновки до розділу 4

У четвертому розділі дисертації обґрунтовано суб'єктно-об'єктну специфікацію конкурентних відносин на фінансовому ринку, удосконалено методичні засади їх інтегрального оцінювання з урахуванням рівня концентрації на кожному сегменті фінансового ринку та пріоритетності впливу цих сегментів на загальний рівень розвитку ринку; розроблено матричний

підхід до вибору режимів антимонопольного регулювання конкуренції на фінансовому ринку.

За результатами розділу зроблено наступні висновки:

1. Узагальнення підходів до розкриття змісту та функцій конкуренції взагалі та в межах фінансового сектору економіки зокрема, а також практичних особливостей формування конкурентних відносин на сучасному фінансовому ринку дозволяє стверджувати про зміну їх суб'єктно-об'єктної специфікації. По-перше, доведено необхідність розмежування чотирьох рівнів формування конкурентних відносин на фінансовому ринку з диференціацією об'єктів та суб'єктів для кожного з них: 1) перший рівень передбачає виникнення конкуренції між кінцевими споживачами фінансових активів за високу їх доходність та можливість зниження ризиків; 2) другий рівень – конкуренція між сегментами фінансового ринку за фінансові ресурси та фінансові активи, які здатні забезпечити отримання фінансових ресурсів в майбутньому; 3) третій рівень – конкуренція між фінансовими посередниками в межах окремих сегментів фінансового ринку за фінансові ресурси та фінансові активи, які здатні забезпечити отримання фінансових ресурсів, доходів та зниження ризиків в майбутньому; 4) четвертий рівень – конкуренція між постачальниками фінансових активів за фінансові ресурси та фінансові активи, які здатні забезпечити отримання фінансових ресурсів та зниження ризиків в майбутньому.

2. Сьогодні трансформується не тільки безпосередньо об'єкт виникнення конкурентних відносин на фінансовому ринку, а і характер конкуренції. Переважання інтересів покупця та, відповідно, переорієнтація фінансових посередників в напрямку боротьби за якість фінансових активів дає змогу стверджувати про триалістичний характер фінансових активів як об'єкта конкуренції на фінансовому ринку, що проявляється, зокрема, у їх здатності забезпечувати: отримання фінансових ресурсів в майбутньому, генерування відповідного рівня доходності, мінімізацію ризиків.

3. Об'єктна переорієнтація в процесі дослідження конкуренції з фінансових ресурсів на фінансові активи обумовлює необхідність коригування також і складу суб'єктів на кожному рівні формування конкурентних відносин. Так, зокрема, в зв'язку з загальносвітовими тенденціями переважання фінансових потоків над матеріальними фінансові посередники тепер мають розглядатися як суб'єкти на всіх рівнях конкуренції, спрощуючи взаємовідносини покупця і продавця та забезпечуючи здатність створення нових фінансових активів.

4. Узагальнення методичної бази вимірювання конкуренції на фінансовому ринку дозволяє стверджувати, що при доволі високій розробленості цієї проблеми, невирішеним остаточно залишилося питання її інтегрального оцінювання з урахуванням різного рівня інтенсивності конкурентних відносин на окремих сегментах фінансового ринку, ступеня їх впливу на розвиток ринку в цілому та потенціалу зміни конкурентних відносин на кожному з них, специфіки функціонування цих сегментів тощо.

5. Розроблено алгоритм розрахунку інтегрального індикатора, який характеризує потенціал зміни конкурентних відносин на фінансовому ринку, тобто визначає, наскільки ще може зростати конкуренція, щоб не виникла загроза монополізації ринку або навпаки, наскільки вона може зменшитися, щоб не виникла загроза деконцентрації. Цей індикатор пропонується розраховувати як відношення узагальненої оцінки реального рівня конкуренції на кожному сегменті фінансового ринку з урахуванням їх різного впливу на розвиток ринку та рівня, що відповідає монополії. Для визначення інтегрального показника використовується графічний метод, який передбачає побудову у двовимірній площині чотирикутників, які характеризують реальний рівень конкуренції та умови монополії. Значення цього індикатора від 0 до 0,25 свідчить про повну деконцентрацію на ринку, від 0,25 до 0,5 – про високий рівень конкуренції, від 0,5 до 0,75 – про низький рівень конкуренції, від 0,75 до 1 – про монопольну ситуацію на фінансовому ринку.

6. Рівень конкуренції на кожному сегменті фінансового ринку визначається через рівень концентрації суб'єктів, які акумулюють переважну більшість фінансових активів на кожному з сегментів ринку. Так, зокрема, в роботі його оцінено:

– на валютному сегменті – на основі співвідношення кількості банків, що мають ліцензію на здійснення валютних операцій, до загальної кількості ліцензованих банків;

– на кредитному сегменті – на основі коефіцієнта Лоренца (визначає питому вагу кредитів, наданих десятима найбільшими банками, у загальному обсязі наданих кредитів);

– на депозитному сегменті – на основі індекса Херфіндаля-Хіршмана (вихідна база оцінювання: 1) кількість вкладників в розрахунку на один банк; 2) частка депозитів, залучених десятима найбільшими банками, у загальному обсязі залучених депозитів);

– на фондовому сегменті – на основі індекса Херфіндаля-Хіршмана (вихідна база оцінювання: 1) кількість компаній, що знаходяться в лістингу; 2) обсяг угод на одного учасника ринку).

7. Розраховані таким чином індикатори концентрації на кожному сегменті фінансового ринку потребують нормалізації з метою приведення до співставного виду. Нормалізовані значення цих показників для кожного сегменту фінансового ринку слугують координатою на осі абсцис при побудові чотирикутника, що відображає реальний рівень конкуренції.

8. Пріоритетність окремих сегментів фінансового ринку запропоновано визначати на основі матриці переваг, яка узагальнює результати попарного порівняння експертами окремих сегментів фінансовому ринку щодо рівня їх впливу на загальний стан розвитку ринку в цілому. Дані цієї матриці узагальнюються методом рангової кореляції та нормуються з урахуванням рівня конкордації експертних оцінок. Нормалізовані значення рівня пріоритетності для кожного сегменту фінансового ринку слугують

координатою на осі ординат при побудові чотирикутника, що відображає реальний рівень конкуренції.

9. Одним із пріоритетних завдань державного регулювання кон'юнктури фінансового ринку є підтримання конкурентного середовища на фінансовому ринку, що повинно забезпечуватися не лише шляхом обмеження концентрації на ринку, а й шляхом недопущення маніпулювання ціновими параметрами фінансових активів. В роботі розроблено матричний підхід до вибору режимів антимонопольного регулювання конкуренції на фінансовому ринку з урахуванням інтенсивності конкурентних відносин та цінової волатильності фінансових активів на кожному з сегментів фінансового ринку.

10. Показник цінової волатильності фінансових активів обирався залежно від специфіки відповідного сегменту фінансового ринку: для валютного – темп росту середньозваженого курсу долара США до гривні; фондового – темп росту середньозважених індексів ПФТС та Української біржі; кредитного та депозитного – темпи росту середньозважених відсоткових ставок за кредитами та депозитами відповідно.

11. З метою ідентифікації прихованих мотивів та домовленостей між фінансовими посередниками щодо необґрунтованих змін вартісних характеристик фінансових активів на ринку запропоновано визначати коридор допустимого коливання цін на фінансові активи на підставі використання «правила трьох сігм». Результати розрахунків коридору допустимого коливання цін на фінансові активи для кожного з сегментів фінансового ринку за період 2009-III кв. 2013 рр. свідчать, що найбільша цінова волатильність мала місце на валютному сегменті фінансового ринку (перевищення верхньої межі допустимого коливання значення темпу зростання середньозваженого курсу долара США до гривні було зафіксовано 4 рази, а нижньої межі – 18 разів), а найменша – на фондовому сегменті (порушення коридору відбулося протягом аналізованого періоду 10 разів).

12. В контексті регулювання конкурентних відносин на відповідних сегментах фінансового ринку запропоновано диференціювати регуляторні

заходи в межах чотирьох режимів антимонопольного регулювання. Так, зокрема, режим посиленого втручання передбачає застосування заходів переважно адміністративного характеру (наприклад, примусова реорганізація фінансових посередників, посилення вхідних бар'єрів тощо), спрямованих на зниження рівня концентрації на фінансовому ринку. Режим поміркованого регулювання передбачає застосування заходів економічного стимулювання конкурентного середовища, наприклад, посилення інформаційної прозорості діяльності фінансових посередників на ринку. Режим мінімального втручання орієнтований на підтримку поточного стану конкуренції на ринку, в той час як режим активного моніторингу за станом фінансового ринку передбачає застосування системи ранніх індикаторів його розвитку.

Основні положення даного розділу дисертаційної роботи опубліковано в роботах [7, 10, 12, 23, 31, 35, 36, 42, 43, 44, Ошибка! Источник ссылки не найден., 50, 54, 58, 59].



Державний вищий навчальний заклад  
"УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ"  
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ

State Higher Educational Institution  
"UKRAINE ACADEMY OF BANKING"  
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE

## РОЗДІЛ 5

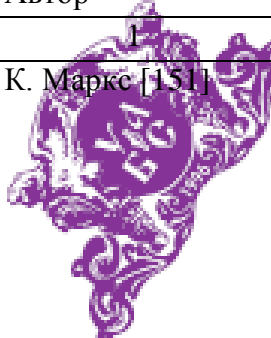
## МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ОЦІНЮВАННЯ РІВНОВАГИ ТА ДИНАМІЧНОЇ СТІЙКОСТІ ЯК РЕЗУЛЬТУЮЧИХ ПАРАМЕТРІВ КОН'ЮНКТУРИ ФІНАНСОВОГО РИНКУ

### 5.1 Теоретико-методологічні засади та прикладний інструментарій оцінювання рівноваги на фінансовому ринку України

Взаємодія суб'єктів економічних відносин у державі відбувається через ринок, що, в свою чергу, характеризується такими параметрами, як попит та пропозиція, в результаті взаємодії яких встановлюється ринкова рівновага. Однак, справедливо зазначити, що рівноважний стан будь-якого ринку, в тому числі і фінансового, є складним явищем, що формується під впливом низки чинників та має різні форми прояву, а тому виникає об'єктивна необхідність дослідження теоретико-методологічних засад формування рівноважного стану ринку, що дозволить з'ясувати його природу та механізм встановлення.

Отже, насамперед необхідно здійснити критичний огляд наукових підходів до ключових теоретичних параметрів ринкової рівноваги (табл. 5.1).

Таблиця 5.1 – Узагальнення наукових підходів до дослідження теоретико-методологічних засад формування ринкової рівноваги

Автор	Теоретичні припущення
1	2
 К. Маркс [151]	Розглядав рівновагу як стан економіки, за якого досягається збалансування таких важливих характеристик економічної діяльності, як попит і пропозиція, виробництво і споживання, ресурси і потреби тощо. Зазначав, що рівновага на ринку встановлюється в результаті реакції економічної системи на порушення збалансованості розвитку, а поглиблення економічних дисбалансів є передумовою кризи.



## Продовження табл. 5.1

1	2
П. Самуельсон [229]	Відзначав, що економічна рівновага характеризується здатністю системи до саморегулювання та відновлення.
Ф. Кене [121]	Здійснив першу спробу моделювання економічної рівноваги у вигляді схематичного відображення руху суспільної вартості.
Ж. Б. Сей [361]	Стверджував, що сукупний попит завжди є рівним сукупній пропозиції (зазначене твердження отримало назву «закон Сея»), оскільки виробники товарів самі породжують попит на інші блага, а тому в економіці неможливою є ситуація товарного надлишку чи дефіциту, адже виробляється стільки благ, скільки здатна абсорбувати національна економіка.
Л. Вальрас [86]	Розробив модель загальної ринкової рівноваги. Відзначав, що встановлення рівноваги на одному з ринків, які формують певну систему, внаслідок бюджетних обмежень призводить до встановлення рівноважного стану в усьому ринковому просторі (закон Вальраса). Зазначав, що в умовах дефіциту головною рушійною силою стабілізаційних процесів є покупці, в умовах надлишку – виробники. Вперше описав функції попиту та пропозиції на товарних ринках за допомогою рівнянь загальної рівноваги.
Дж. М. Кейнс [120]	Запропонував модель загальної макроекономічної рівноваги, яку математично представив у вигляді 7 рівнянь, кожне з яких характеризує відповідний ринок (наприклад, товарний, грошовий тощо).

Узагальнюючи теоретичні постулати, представлені в табл. 5.1, можна констатувати, що концептуальні засади формування ринкової рівноваги суттєво еволюціонували, оскільки перші дослідники зазначеного явища відображали її у спрощеному вигляді і не виділяли жодних перешкод для її встановлення, тоді як моделювання рівноважного стану ринків на пізніших етапах становлення економічної думки є складними та багатоаспектними, а деякі науковці, зокрема Л. Вальрас, відзначають, що рівновага взагалі є абстрактним поняттям, до якого має прямувати економіка, оскільки низка ендо- та екзогенних факторів створюють перешкоди для її встановлення в реальних економічних умовах.

Разом з тим, дослідники характеризують ринкову рівновагу у двох аспектах: макроекономічному та мікроекономічному (широкому та вузькому розумінні). Так, макроекономічна рівновага передбачає встановлення рівноважного стану на всіх видах ринків, що входять до складу національного господарства, характеризується відповідністю сукупного попиту сукупній

пропозиції, тоді як мікроекономічна рівновага є проявом збалансованості обсягів опиту та пропозиції на окремому ринку. В даному контексті слід зазначити, що макроекономічна рівновага формується як сукупність рівноважних позицій на мікроекономічному рівні, оскільки всі ринки, що формують національні господарства, є взаємопов'язаними, а параметри кон'юнктури одного ринку формуються під впливом зміни цих показників для іншого ринку.

У графічному вигляді ринкова рівновага представлена на рис. 5.1.

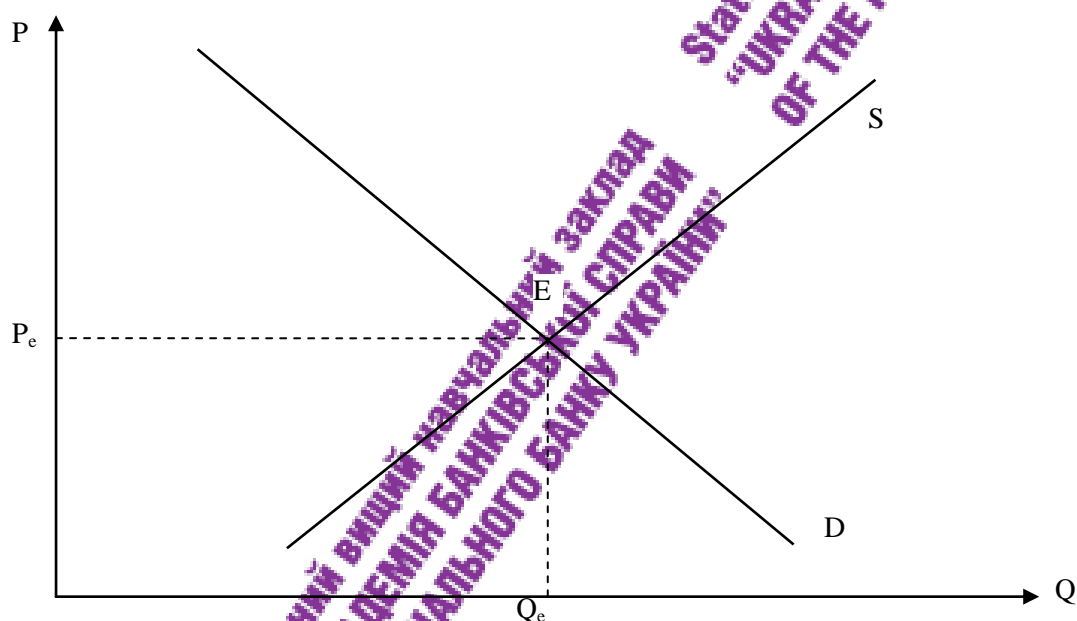


Рисунок 5.1 – Графічна інтерпретація ринкової рівноваги

Таким чином, на основі рис. 5.1 можна зазначити, що незалежно від того, як встановлюється рівновага (E) - на конкретному ринку чи в загальному ринковому середовищі країни, вона має дві основні характеристики, а саме: рівноважний обсяг ( $Q_e$ ) та рівноважну ціну ( $P_e$ ).

Аналізуючи характеристики ринкової рівноваги, акцентуємо, що головною та первинною з них є саме рівноважна ціна, яка не лише відображає вартість блага, яке покупець готовий придбати, а продавець - запропонувати в

певний момент часу, а й виступає одним з важливих ринкових індикаторів, що має важливе інформативне та регулятивне значення.

Загалом можна відмітити наступні функції рівноважної ціни для ринкової економіки:

– вимірювальна – ціна відображає вартість товару, тому, перемноживши ціну та обсяг товару, можна підрахувати значення ринкової рівноваги у грошовому виразі;

– порівняльна – рівноважна ціна виступає основою для порівняння параметрів рівноваги на різних взаємопов'язаних ринках;

– інформаційна (орієнтуюча) – виступає індикатором відображення потреб покупців та можливостей продавців, а також є рушієм зміни параметрів ринкової кон'юнктури;

– облікова – ринкова ціна дозволяє сформувати уявлення про собівартість виробництва одиниці товару;

– стимулююча – ціна виступає стимулятором більш ефективного використання ресурсів з боку виробників (оскільки зниження ціни дозволяє отримати додаткові конкурентні переваги), а також заохочує покупців оптимізувати використання доходу для придбання різноманітного набору товарів і послуг [175].

З'ясувавши сутність та основні характеристики параметрів рівноваги, доцільно перейти до ідентифікації типів рівноваги за різними класифікаційними ознаками.

Як зазначалося вище, за рівнем прояву рівновага поділяється на макроекономічну та мікроекономічну (при цьому окремі науковці, зберігаючи змістовне наповнення елементів поділу, визначають ці типи рівноваги як загальну та часткову, рівновагу у широкому та вузькому розумінні відповідно).

За ступенем стабільності рівновага поділяється на стійку, умовно стійку (асимптотичну) та нестійку. Слід відмітити, що в ситуації, коли під впливом певних деструктивних чинників рівновага порушується, економічна система

(ринок) з певним часовим лагом здійснює її відновлення до попереднього рівня, рівновага може бути охарактеризована як стійка. Графічно стійка ринкова рівновага представлена на рис. 5.2.

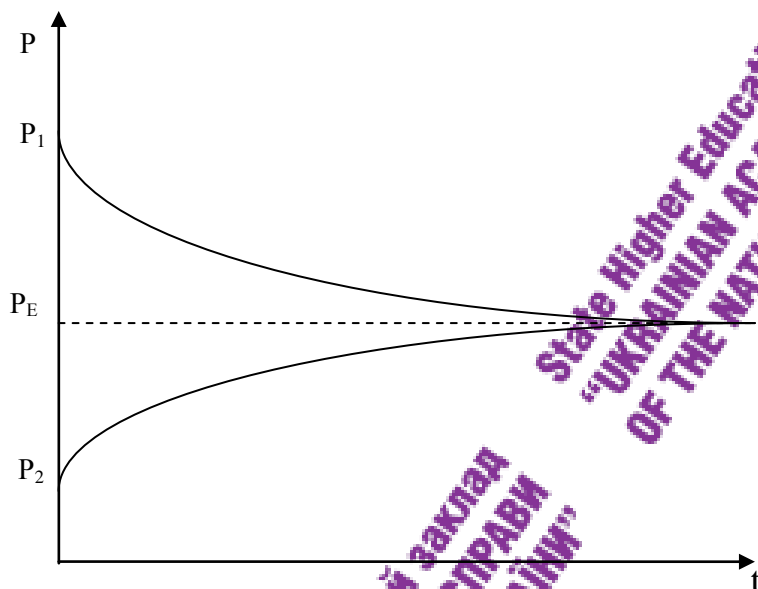


Рисунок 5.2 – Графічне відображення стійкої ринкової рівноваги

У випадку, коли параметри рівноваги наближаються до свого первісного значення, однак ніколи його не досягають, така рівновага називається умовно стійкою або асимптотичною.

Разом з тим, рівновага може характеризуватися глобальною та локальною стійкістю (рис. 5.3).

Так, зліва на рис. 5.3 зображена глобальна стійкість ринкової рівноваги, оскільки параметри рівноваги (рівноважна ціна) прагнуть повернутися до початкового рівня незалежно від амплітуди коливань. В свою чергу, правий графік (рис. 5.3) відображає локальну стійкість ринкової рівноваги, оскільки рівноважна ціна відновлюється до початкового рівня лише в межах певного цінового діапазону, тоді як відхилення параметрів рівноваги поза межі цього проміжку унеможлиблює повернення до вихідних значень рівноваги.

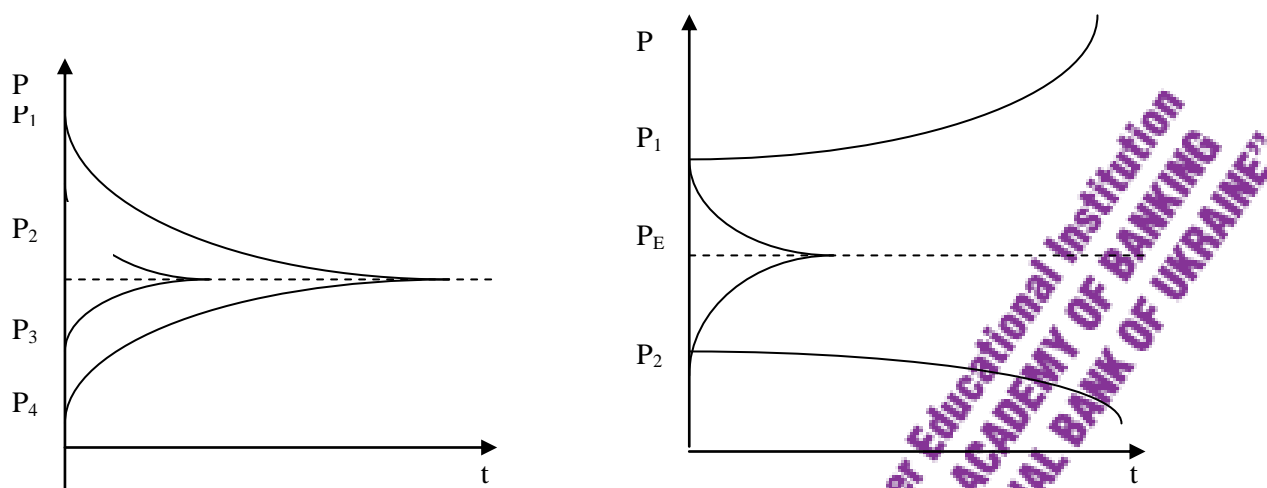


Рисунок 5.3 – Графічна інтерпретація глобальної та локальної стійкості ринкової рівноваги

У випадку, коли система не прагне повернутися до початкових параметрів після певних кон'юнктурних коливань, рівновага вважається нестійкою.

Слід відмітити, що для стану нестійкої рівноваги також можливі декілька сценаріїв розвитку: дестабілізація на ринку спричиняє стрімке зростання чи падіння значень рівноважної ціни або ж рівновага встановлюється в точці, яка має відмінні від початкової рівноважні параметри.

Загалом, можна сформулювати певні припущення, які дозволяють ідентифікувати передумови рівня стійкості ринкової рівноваги, а саме:

- рівновага є стійкою, якщо кут нахилу кривої пропозиції крутіше кута нахилу кривої попиту;
- рівновага є нестійкою, з вибуховими коливаннями ціни, якщо кут нахилу кривої попиту крутіше кута нахилу кривої пропозиції;
- ціна здійснює регулярні коливання навколо положення рівноваги, якщо кути нахилу кривих попиту та пропозиції рівні [254].

Відповідно до наступної класифікаційної ознаки виділяють ідеальну та реальну рівновагу. Ідеальна рівновага передбачає відповідність попиту і пропозиції у точці, яка характеризує найбільш повне та оптимальне

задоволення інтересів та потреб покупців і споживачів, тоді як реальна рівновага відображає параметри рівноваги, які фактично можуть бути досягнуті на певному ринку чи ринковому просторі країни в цілому за визначених умов та рівня розвитку [174].

За часовою ознакою ринкова рівновага буває коротко- та довгостроковою. Короткострокова рівновага передбачає збереження параметрів рівноваги на незначному проміжку часу, тоді як довгострокова рівновага характеризується їх фіксацією протягом суттєвого часового діапазону.

З'ясувавши типи рівноваги, доцільно перейти до аналізу моделей, які описують встановлення рівноваги на ринку. Так, однією з найпоширеніших динамічних моделей відображення механізму ціноутворення на ринку є павутиноподібна модель, яка, в свою чергу, має певні варіації. Виділяють павутиноподібну модель із зростаючим коливанням, із затухаючим коливанням та з рівномірним ціновим коливанням.

Найбільш стабільною є павутиноподібна модель із затухаючим коливанням. Дана модель характеризується більшою ціновою еластичністю попиту над пропозицією і передбачає коливання цін на ринку протягом кількох періодів до тих пір, поки на ринку не сформується рівноважна ціна та обсяг, які будуть задовольняти в однаковій мірі інтереси різних груп ринкових суб'єктів.

Павутиноподібна модель із зростаючими коливаннями характеризується найменшим рівнем стійкості, оскільки волатильність цін з кожним наступним періодом має все вищу амплітуду і, як наслідок, на ринку може скластися ситуація, при якій фізичний обсяг укладених угод може наближатися до нуля.

Павутиноподібна модель із рівномірними коливаннями є квазістабільною, оскільки ціни змінюються за визначеним сценарієм, що обумовлено приблизно рівною ціновою еластичністю попиту та пропозиції, однак не досягають початкових рівноважних значень [174, 175, 254].

Окрім павутиноподібної моделі встановлення ринкової рівноваги, можна також виокремити дві концепції врівноваження ринку, а саме: відповідно до підходу Л. Вальраса [86] та теорії А. Маршалла [152]. Розбіжності між припущеннями науковців щодо механізму функціонування ринку та його збалансування витікають з того, що, на думку першого, ринкові ціни є абсолютно гнучкими і здатні миттєво відреагувати на кон'юктурні трансформації, тоді як на думку другого, ціни є недостатньо гнучким механізмом, тому при виникненні диспропорцій між попитом і пропозицією обсяги ринкових угод дозволяють більш оперативно здійснити стабілізацію ринку, ніж ціни. Таким чином, можна підсумувати, що інтерпретація процесу врівноваження ринку за Л. Вальрасом є характерною для вільної конкуренції, тоді як А. Маршалл описав механізм збалансування ринку недосконалою конкуренцією у короткостроковому періоді.

В контексті дослідження механізму встановлення ринкової рівноваги, справедливо зазначити, що на сучасному етапі розвитку більшість ринків характеризуються відсутністю стабільної рівноважної позиції, а тому, з метою ідентифікації механізму згладжування кон'юктурних коливань, варто з'ясувати основні фактори, які призводять до дестабілізації ринку. До них можна віднести:

- коливання цін на товари-субститути та товари-комплементами призводять до зсуву кривої попиту, що відображається на зміні параметрів рівноваги за незмінності пропозиції фінансового активу;
- збільшення (зменшення) доходів споживачів також є неціновим чинником зміни попиту, що відповідним чином призводить до волатильності рівноважної позиції;
- зміна інфляційних очікувань та уподобань покупців через зсув кривої попиту впливають на параметри ринкової рівноваги;
- коливання цін на ресурси призводить до зміни рівня пропозиції і, як наслідок, переміщення рівноважної точки;

– науково-технічний прогрес також певним чином відображається на параметрах пропозиції на ринку та визначає динаміку рівноважної позиції;

– загальноекономічні та політичні умови також мають суттєвий вплив на встановлення часткової та загальної ринкової рівноваги [70, 254].

Описані вище теоретико-методологічні аспекти механізму встановлення ринкової рівноваги є абсолютно справедливими як для товарного, так і для фінансового ринку, де специфічним об'єктом купівлі-продажу є фінансовий актив.

Разом з тим, попри значну подібність процесу встановлення рівноваги на різних ринках, можна також виокремити певні притаманні виключно для фінансового ринку характерні риси, зокрема щодо процесу ціноутворення, а саме:

– ціна на основні види фінансових активів відображає стан рівноваги на фінансовому ринку та його окремих сегментах. Оскільки ціну на фінансові активи прийнято вважати основним елементом механізму функціонування фінансового ринку, то саме політика ціноутворення на ньому має особливе вирішальне значення;

– в основі рівня доходності фінансових активів лежить середній рівень відсоткової ставки, тобто середній рівень доходності на вкладений капітал, а тому середній рівень процентних ставок є одним із основних орієнтирів при виборі альтернативних напрямків вкладання фінансових ресурсів; крім того, процентні ставки впливають на обсяги торгів даними фінансовими активами, що визначає ділову активність суб'єктів ринку;

– спекулятивний капітал на фінансовому ринку породжує не лише реальний попит на фінансові активи, але і створює спекулятивний, що підвищує значимість такого фактору, як спекулятивні очікування, в процесі формування кон'юнктури фінансового ринку;

– високий рівень динамічності цін на фінансовому ринку є їх специфічною особливістю, оскільки на товарних ринках коливання цін характеризується меншою волатильністю;



– значна роль інформації про зміни цін на фінансових ринках не лише призводить до корегування фінансової політики учасників даного ринку, але і чинить певний вплив на перебіг економічних процесів в країні;

– висока залежність рівня цін на національних ринках від міжнародних є специфічною особливістю валютного ринку, разом з тим дана особливість певним чином характерна і для інших сегментів фінансового ринку;

– вплив різних факторів мікро- та макроекономічного середовища на функціонування фінансового ринку країни, а також ступінь поінформованості учасників ринку щодо цього впливу, може значно впливати на об'єктивність процесу ціноутворення [270, 272, 274].

Крім того, специфіка функціонування фінансового ринку дозволяє виокремити також фактори, які обумовлюють зміну попиту і пропозиції на фінансові активи, що відображається на параметрах ринкової рівноваги. До таких чинників можна віднести:

– рівень встановлених центральним банком країни процентних ставок (причому важливим є значення не лише облікової ставки, а й процентних ставок за іншими фінансовими інструментами) суттєво впливає на встановлення рівноваги у кредитно-депозитному сегменті фінансового ринку, оскільки, по-перше, динаміка облікової ставки визначає вартість кредиту як фінансового активу, що відображається на динаміці кон'юнктури в даному сегменті; по-друге, збільшення / зменшення ставок за іншими фінансовими інструментами центрального банку визначає доступність даної групи фінансових активів, а, отже, і відображає рівень попиту на них;

– рівень обов'язкових резервів є також досить важливим параметром в кредитно-депозитному сегменті, оскільки збільшення відрахувань до резервів зменшує запас ліквідних фінансових ресурсів, які банк може використати для провадження своєї діяльності і, як наслідок, суттєво обмежується можливість здійснювати активні операції чи інвестиційну

діяльність, що відображається на пропозиції кредитів та попиту на фінансові активи фондового сегменту;

– зміна обов'язкових економічних нормативів може як позитивно, так і негативно позначатися на волатильності попиту і пропозиції у кредитно-депозитному сегменті, оскільки посилення регулятивного тиску на банки призводить до зниження їх ділової активності у короткостроковому періоді, тоді як його скорочення регулятивних обмежень дозволяє здійснити кредитну та депозитну експансію; однак, невиправдане послаблення регулюючого тиску у довгостроковій перспективі може призвести до дестабілізації банківського сектору і, як наслідок, порушення ринкової рівноваги;

– доходність та ризиковість фінансового активу є найбільш важливими характеристиками, які визначають попит на фондовому сегменті фінансового ринку;

– вартість емісії цінних паперів та їх розміщення серед інвесторів є фактором, який визначає динаміку пропозиції фондових інструментів;

– сила тиску з боку регулятора окремого сегменту фінансового ринку може як позитивно, так і негативно відобразитися на коливанні параметрів кон'юнктури ринку залежно від мотивів стимулювання чи стримування активності економічних суб'єктів окремого сектору [265, 267].

На наступному етапі закономірним є розробка науково-методичного підходу до моделювання точки рівноваги на фінансовому ринку України.

Безумовно, на сучасному етапі розвитку національного та світового господарства майже неможливим є стан глобальної стійкості ринкової рівноваги у фінансовому секторі, адже фінансовий ринок є системою, яка включає ряд структуроутворюючих елементів, кожен з яких також характеризується певними своєрідними закономірності волатильності параметрів кон'юнктури, а тому збалансування попиту та пропозиції на макрорівні, тобто встановлення загальної рівноваги на фінансовому ринку є складним процесом, характер якого не дозволяє вирішувати проблему розбалансованості виключно за рахунок потенціалу саморегулювання, що

призводить до необхідності повного чи часткового державного регулювання. Крім того, невідповідність обсягу попиту та пропозиції на фінансовому ринку України зумовлена численними внутрішніми та зовнішніми факторами, оскільки національна економіка не є закритою системою, а тому зазнає значного екзо- та ендogenous впливу. Так, основними факторами внутрішнього характеру виступають нерозвиненість структурних елементів фінансового ринку, а також наявність суттєвих диспропорцій у рівнях ефективності та масштабах їх функціонування. Наприклад, кредитно-депозитний сегмент, значно переважає за рівнем розвитку інші сегменти як за обсягом та вартістю укладених угод так і за станом інфраструктурного забезпечення.

Виходячи з того, що розвиток вітчизняної економіки відбувається під впливом глобалізаційних процесів та інтернаціоналізації всіх сфер діяльності, а особливо фінансової, то гіпотеза про те, що на рівноважний стан фінансового ринку України значний вплив здійснюють зовнішні фактори, є цілком справедливою. Крім того, необхідно зазначити, що вплив на функцію попиту та пропозиції на фінансовому ринку здійснюють як позитивні зрушення у світовій фінансовій архітектурі, так і деструктивні її прояви.

Яскравим підтвердженням негативного впливу на вітчизняний фінансовий ринок може слугувати світова фінансова криза 2008-2009 рр. Так, іпотечна криза, яка зародилась на кредитному ринку США, мала значний дестабілізуючий вплив на фінансовий сектор інших країн світу, в тому числі України. Негативні наслідки фінансової кризи посилюються ще й тому, що грошова одиниця США є основною вільноконвертованою валютою світу і, як наслідок, питома вага долара США у золотовалютних резервах різних держав є дуже значною. Таким чином, фінансова криза 2008-2009 рр. вплинула на всі сегменти фінансового ринку України та призвела до порушення рівноваги, оскільки динаміка дестабілізаційних процесів, які активізувались протягом зазначеного періоду, виявили неефективність ринкового механізму та неспроможність до своєчасного саморегулювання.

Однак, справедливо зазначити, що вплив зовнішніх факторів на вітчизняний фінансовий ринок може бути і позитивним. Так, в межах національного фінансового ринку, прикладом може слугувати якісний структурний розвиток кредитно-депозитного сегменту в 2005-2006 рр., який здійснювався за рахунок активних іноземних інтервенцій в банківський сектор України. Залучення значного обсягу іноземного капіталу на вітчизняний фінансовий ринок призвело до якісної трансформації закономірностей його функціонування та, відповідно, обумовило створення нових умов забезпечення рівноваги.

Разом з тим, зміна рівноважного стану на фінансовому ринку може також бути викликана якісними та структурними трансформаціями учасників ринку, або інноваційними перетвореннями інструментів, що забезпечують їх діяльність, що сприяє підвищенню здатності фінансового ринку до саморегулювання та забезпечення стійкої рівноваги на ньому.

Необхідно зазначити, що сучасний етап розвитку фінансового ринку України характеризується поступовим посткризовим відновленням, а тому застосування виключно ринкових інструментів для врівноваження обсягів попиту та пропозиції є недостатнім, що обумовлює використання державних важелів впливу. В той же час, постає проблема забезпечення адекватності прийняття управлінських рішень щодо врівноваження фінансового ринку в рамках національної фінансової політики, тому розробка науково-методичного підходу до визначення рівноважного стану фінансового ринку та дослідження його стійкості набуває особливої актуальності на сучасному етапі розвитку вітчизняної економіки. Математична формалізація механізму врівноваження попиту та пропозиції на фінансовому ринку України не лише дозволяє побудувати економіко-математичну модель рівноважного його стану, але й здійснити прогнозування точок рівноваги у найближчій перспективі.

Ідентифікація параметрів рівноваги фінансового ринку передбачає визначення точок (точки) перетину функцій попиту і пропозиції, координатами яких (якої) виступають рівень ВВП та облікова ставка НБУ.

Визначення даних параметрів в якості характеристик, що описують площину аргументів для знаходження рівноважної точки, обумовлена припущенням про те, що саме ВВП та облікова ставка найбільш адекватно відповідають кількісному відображенню системи координат для фінансового ринку України.

Крім того, однозначне визначення точок (точки) рівноваги фінансового ринку потребує врахування параметрів для кожної із зазначених функцій, оскільки саме їх величини впливають на рух прямих попиту і пропозиції відносно одна одної.

На першому етапі розробки науково-методичного підходу до моделювання рівноваги на фінансовому ринку України проведемо формалізацію функцій попиту та пропозиції.

Формалізація функції попиту на фінансовому ринку у вигляді залежності ВВП як кількісної оцінки рівня попиту від змінної управління облікової ставки та параметра валютного сегменту – офіційного курсу гривні до російського рубля впливає із параметрів та змінних системи (5.1):

$$\begin{cases} GDP = -378,60DEM + 184793,95 \\ R_{US} = FOR + 0,57 \\ FOR = 0,55DEM + 0,52 \\ R_{US} = -170,97 + 385,16Res - 5,63DR \end{cases}, \quad (5.1)$$

де  $GDP$  – валовий внутрішній продукт;

$DEM$  – кількісна оцінка рівня попиту на фінансовому ринку;

$R_{US}$  – офіційний курс гривні до долара США;

$FOR$  – латентна екзогенна змінна, що узагальнює вплив факторів, які визначають попит валютному сегменті фінансового ринку;

$DR$  – облікова ставка;

$Res$  – офіційні валютні резерви НБУ.

Отже, визначивши результативну і факторні ознаки функції попиту на фінансовому ринку України, проведемо розрахунок її коефіцієнтів. Результати

статистичного аналізу результативного показника від змінної управління буде узагальнено у табл. 5.2.

Таблиця 5.2 – Результати статистичного аналізу залежності ВВП (кількісної оцінки рівня попиту на фінансовому ринку) від змінної управління та суттєвого параметру валютного ринку

Регресійна статистика					
Множинний R	0,91				
R-квадрат	0,83				
Нормований R-квадрат	0,77				
Стандартна помилка	167831,53				
Спостереження	8,00				
Дисперсійний аналіз					
	df	SS	MS	F	Значимість F
Регресія	2	7,0443E+11	3,52E+11	12,50427	0,011332155
Залишок	5	1,4084E+11	2,82E+10		
Всього	7	8,4526E+11			
	Коефіцієнти	Стандартна помилка	t-статистика	Нижні 95%	Верхні 95%
Y-перетин	-1037821,8849	661485,5790	-1,5689	2738224,6982	662580,9284
R <sub>r</sub>	864295,7671	184491,7342	4,6847	390044,6665	1338546,8677
DR	168,2227	43002,5913	0,0039	-110373,4573	110709,9026

Виходячи із представлених у табл. 5.2 даних, зазначимо, що рівняння попиту на фінансовому ринку є адекватним, підтвердженням чого виступає значення коефіцієнта детермінації (0,83), що показує рівень варіації кількісної оцінки рівня попиту (ВВП) під впливом зміни облікової ставки та офіційного курсу гривні до російського рубля.

Отже, функція попиту на фінансовому ринку приймає вигляд:

$$DEM = 864295,77R_r + 168,22DR - 1037821,89 \quad (5.2)$$

Аналіз рівняння (5.2) дозволяє зробити наступні висновки:

– підвищення рівня ВВП відбувається внаслідок одночасного зростання показників функціонування валютного, кредитного та депозитного сегментів, підтвердженням чого виступають додатні коефіцієнти перед параметром і змінною рівняння (5.2);

– зростання рівня облікової ставки на 1% супроводжується збільшенням попиту на фінансовому ринку на 168,22 млн. грн.

Формалізація виду функції пропозиції на фінансовому ринку у вигляді залежності результативної ознаки ВВП від змінної управління облікової ставки з урахуванням параметру розвитку валютного сегменту буде проведено на основі системи:

$$\begin{cases} GDP = 6365,64SUP + 1566672,01 \\ FOR = 816,55SUP + 0,50 \\ Res = FOR + 51938,24 \\ Imp = -146887,26 + 2,70RES + 7391,27DR \end{cases}, \quad (5.3)$$

де  $GDP$  – валовий внутрішній продукт;

$SUP$  – кількісна оцінка рівня попиту на фінансовому ринку;

$FOR$  – латентна екзогенна змінна, що узагальнює вплив факторів, які визначають попит валютному сегменті фінансового ринку;

$Res$  – офіційні валютні резерви НБУ;

$DR$  – облікова ставка;

$Imp$  – імпорт товарів та послуг.

На основі системи (5.3) визначено, що параметром функції пропозиції на фінансовому ринку виступає  $Imp$  (імпорт товарів і послуг, млн. грн.).

Наступним кроком в процесі формалізації виду функції пропозиції на фінансовому ринку України є статистична обробка інформаційного масиву вхідних даних в розрізі ВВП, імпорту товарів і послуг та облікової ставки за період з 2005 по 2012 роки, результати якого наведено у вигляді табл. 5.3.

Таблиця 5.3 – Результати статистичного аналізу взаємозалежності ВВП (кількісної оцінки рівня пропозиції на фінансовому ринку) від імпорту товарів і послуг та облікової ставки

Регресійна статистика					
Множинний R	0,9856				
R-квадрат	0,9713				
Нормований R-квадрат	0,9599				
Стандартна помилка	69597,6063				
Спостереження	8,0000				
Дисперсійний аналіз					
	df	SS	MS	F	Значимість F
Регресія	2	8,21E+11	4,11E+11	84,75	0,00013
Залишок	5	24219134010	4,84E+09		
Всього	7	8,45E+11			
	Коефіцієнти	Стандартна помилка	t-статистика	Нижні 95%	Верхні 95%
Y-перетин	136817,59	189508,82	0,7220	-350330,35	623965,53
Imp	1,75	0,1422	12,32	1,39	2,12
DR	4707,44	17780,92	0,2647	-40999,86	50414,74

Дані, представлені у табл. 5.3, доводять адекватність рівняння, що характеризує пропозицію на фінансовому ринку України, підтвердженням чого виступає значення коефіцієнта детермінації (0,97), що показує рівень варіації кількісної оцінки рівня попиту (ВВП) під впливом зміни облікової ставки та імпорту товарів і послуг, а також стандартна похибка на рівні 2%.

На основі графі «Коефіцієнти» табл. 5.3 сформулюємо багатofакторне лінійне регресійне рівняння залежності рівня ВВП (як кількісної оцінки пропозиції на фінансовому ринку) та змінної управління облікової ставки і параметру величини імпорту товарів і послуг у вигляді наступного співвідношення:

$$SUP=1,75Imp+4707,44DR+136817,60 \quad (5.4)$$

Аналіз функції пропозиції на фінансовому ринку України (5.4) дає можливість зробити наступні висновки:



- зростання рівня облікової ставки на 1% супроводжується збільшенням пропозиції на фінансовому ринку на 4707,44 млн. грн.;
- підвищення рівня ВВП відбувається внаслідок одночасного зростання показників функціонування валютного, кредитного та депозитного сегментів, підтвердженням чого виступають додатні коефіцієнти перед параметром і змінною рівняння (5.4).

Отже, рівняння кількісної оцінки попиту і пропозиції на фінансовому ринку мають наступний вигляд:

$$\begin{aligned} DEM &= 864295,77R_r + 168,22DR - 1037821,89 \\ SUP &= 1,75Imp + 4707,44DR + 136817,60, \end{aligned} \quad (5.5)$$

де  $DEM$  – кількісна оцінка рівня попиту на фінансовому ринку;

$R_r$  – офіційний курс гривні до російського рубля;

$DR$  – облікова ставка;

$SUP$  – кількісна оцінка рівня пропозиції на фінансовому ринку;

$Imp$  – імпорт товарів і послуг.

Використовуючи наведені вище співвідношення, а також величини змінної управління (облікової ставки) і параметрів валютного сегменту, розрахуємо значення рівнів попиту і пропозиції на даному ринку. Отримані результати відображають динаміку як початкових, так і похідних показників та виступають інформаційним масивом вхідних даних для визначення точки (точок) рівноваги на фінансовому ринку України (табл. 5.4).

Графічне відображення наведених у табл. 5.4 даних дозволяє за допомогою наочного представлення взаємного розміщення функцій попиту і пропозиції на фінансовому ринку визначити наявність (відсутність) точок рівноваги, їх кількість (у випадку ідентифікації точок зазначеного характеру), а також дослідити динаміку їх розвитку, поведінку кривих в околиці рівноважних точок, стійкість рівноважного стану фінансового ринку (рис. 5.4).

Таблиця 5.4 – Інформаційний масив вхідних даних визначення точки (точок) рівноваги на фінансовому ринку

Рік	<i>DR</i>	<i>Imp</i>	<i>R<sub>r</sub></i>	<i>ВВП</i>	<i>SUP</i>	<i>DEM</i>
2005	9,50	185187,70	97302,83	441452,00	505993,25	528151,57
2006	<b>8,50</b>	<b>227444,93</b>	<b>110307,96</b>	<b>544153,00</b>	<b>575321,88</b>	<b>571198,13</b>
2007	8,00	306120,90	160505,01	720731,00	710811,05	674829,52
2008	<b>12,00</b>	<b>450531,53</b>	<b>162186,83</b>	<b>948056,00</b>	<b>982653,02</b>	<b>787860,86</b>
2009	<b>10,25</b>	<b>353978,37</b>	<b>198623,63</b>	<b>913345,00</b>	<b>805250,67</b>	<b>1098712,94</b>
2010	7,75	482025,80	264409,75	1082569,00	1017825,39	1219293,79
2011	<b>7,75</b>	<b>658189,09</b>	<b>242146,36</b>	<b>1316600,00</b>	<b>1326469,29</b>	<b>1314366,33</b>
2012	7,50	737022,66	266286,95	1420830,00	1463411,44	1193322,86

Примітка: *DR* – облікова ставка, %; *Imp* – імпорт товарів і послуг, млн. грн.; *R<sub>r</sub>* – офіційний курс гривні до російського рубля; *SUP* – рівень пропозиції на фінансовому ринку, млн. грн.; *DEM* – рівень попиту на фінансовому ринку, млн. грн.

Таким чином, аналіз наведених у табл. 5.4 та на рис. 5.4 даних дозволяє зробити наступні висновки:

- побудовані та графічно інтерпретовані функції попиту та пропозиції фінансового ринку України перетинаються, що дозволяє зробити висновок про встановлення рівноваги на досліджуваному ринку у 2006 р., на рубежі 2008-2009 рр. та у 2011 р.;
- тенденції розвитку функцій попиту і пропозиції свідчать про наявність точок рівноваги в найближчій перспективі;
- постійна зміна взаємного розміщення кривих попиту і пропозиції на фінансовому ринку (вище розташування однієї, потім іншої функції) за досить короткий часовий інтервал свідчить про недостатній рівень стійкості рівноважного стану даного ринку і обумовлює необхідність більш детального дослідження.

Проводячи економічну інтерпретацію отриманих вище результатів, доцільно зауважити, що рівноважну точку на фінансовому ринку в 2006 р. можна пояснити одним з найбільш успішних періодів розвитку вітчизняного фінансового сектору. Однак, в подальші роки, в результаті позитивних зрушень на внутрішньому фінансовому ринку та приходу на нього іноземних

інвесторів зростає рівень пропозиції, що призводить до порушення рівноважного стану.

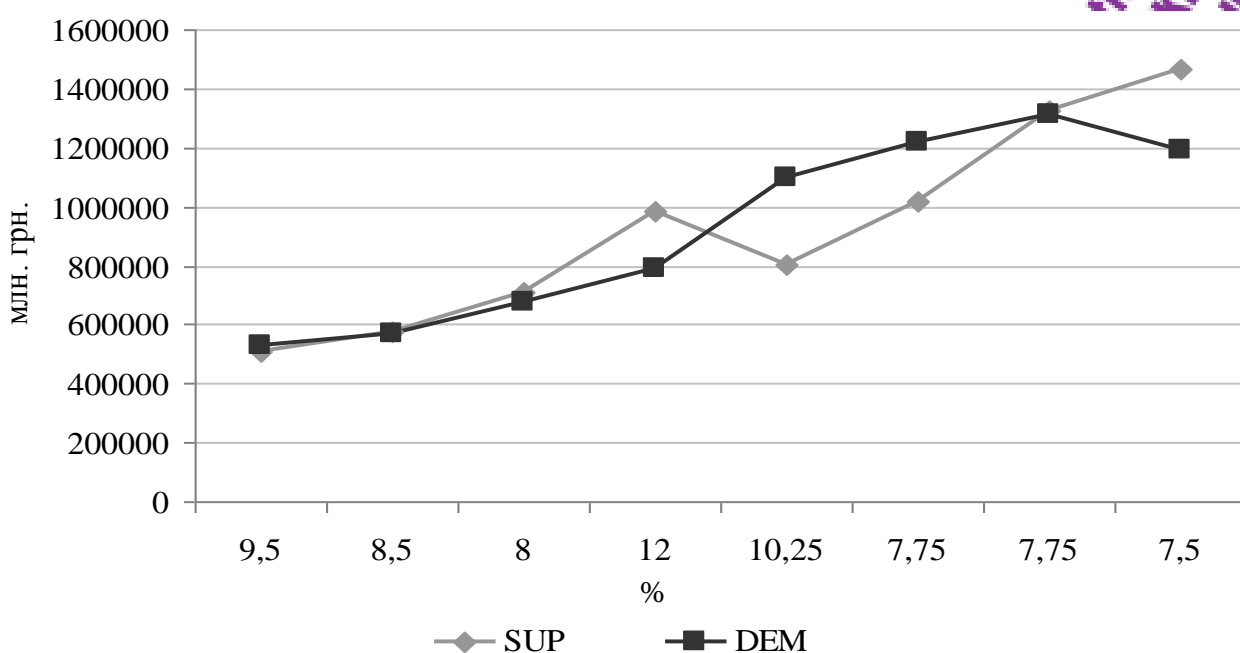


Рисунок 5.4 – Діаграма динаміки рівноважного стану фінансового ринку України

Зменшення обсягу пропонованих фінансових ресурсів на фінансовому ринку в кінці 2008 р. – початку 2009 р. пов'язано з дією деструктивних чинників фінансової кризи. Але зменшення пропозиції в даний проміжок часу призвело до нетривалого рівноважного стану українського фінансового ринку.

Поступове відновлення після фінансової кризи суб'єктів фінансового ринку (продавців фінансових активів), призвело до встановлення ринкової рівноваги у 2011 р.

Зважаючи на той факт, що протягом досліджуваного періоду відповідність рівня попиту рівню пропозиції дуже часто порушувалась, в подальшому, значної актуальності набуває проведення аналізу стійкості рівноважних точок фінансового ринку шляхом незначного (в межах 1%) збільшення і зменшення величини змінної управління (облікової ставки) та

оцінки темпів приросту результативних ознак (рівнів попиту і пропозиції) і можливостей їх перетину. Для цього розглянемо результати проведених розрахунків, представлених у табл. 5.5

Таблиця 5.5 – Дослідження стійкості рівноважних точок фінансового ринку

Рік	DR, %	Imp, млн. грн.	R <sub>r</sub> , грн.	GDP, млн. грн.	SUP, млн. грн.	DEM, млн. грн.	SUP, %	DEM, %
2011	7,75	658189	2,72	1316600	1326469	1314366		
1%	7,83	658189	2,72	1316600	1326834	1314379	0,03	0,00
-1%	7,67	658189	2,72	1316600	1326104	1314353	-0,03	0,00
2006	8,50	227445	1,86	544153	575322	571198		
1%	8,59	227445	1,86	544153	575722	349359	-56,60	-73,42
-1%	8,42	227445	1,86	544153	574922	349621	-56,66	-73,40
2009	10,25	353978	2,47	913345	805251	1098713		
1%	10,35	353978	2,47	913345	805733	1098730	-39,26	-16,41
-1%	10,15	353978	2,47	913345	804768	1098696	-39,33	-16,41

На базі даних табл. 5.5, особливо двох останніх стовбців, можна стверджувати про зміну рівня попиту у порівнянні з базовим варіантом (до збільшення або зменшення відповідних характеристик), що виступає підтвердженням нестійкості визначених точок рівноваги фінансового ринку та підтверджує гіпотезу про мінімальний рівень досягнутої протягом досліджуваного періоду стійкості на фінансовому ринку України.

Паралельно з усіма розглянутими вище гіпотезами відносно особливостей встановлення рівноважного стану вітчизняного фінансового ринку, подальше його дослідження вимагає проведення перевірки на наявність часових лагів між рівнями попиту і пропозиції, результати якого можуть змінити не лише характер взаємного розміщення розглянутих кривих, але і кількість рівноважних точок, момент часу, до якого вони відносяться. Доцільність проведення даного аналізу обумовлено тим, що параметри, які характеризують функцію попиту або пропозиції можуть здійснювати вплив на результативний показник по завершенню певного проміжку часу.

Оскільки з двох розглянутих характеристик фінансового ринку визначальною виступає попит, а похідною від нього – пропозиція, розглянемо лаг в розмірі одного року (дискретність часових рядів) за даними функції попиту. Врахування даного припущення дозволяє перетворити систему співвідношень (5.5) до виду рівнянь регресії (5.6), представлених нижче:

$$\begin{aligned} DEM &= 864295,77R_r(t-1) + 168,22DR(t-1) - 1037821,89 \\ SUP &= 1,75Imp + 4707,44DR + 136817,60 \end{aligned} \quad (5.6)$$

Графічне представлення (рис. 5.5) кількісних оцінок рівнів попиту і пропозиції на фінансовому ринку з урахуванням часового лагу в розмірі одного року дозволяє отримати більш рівномірний розподіл точок на графіку та наявність лише однієї точки рівноваги у 2011 році. Визначена точка рівноваги передбачає встановлення облікової ставки на рівні 7,75% та досягнення показником ВВП величини 1212996 млн. грн. Дана точка пов'язана зі зміною характеру фінансового ринку від «ринку продавця» до «ринку покупця», тобто до точки рівноваги попит перевищує пропозицію, а після її досягнення встановлюється протилежна тенденція.

Крім того, дані, представлені на рис. 5.5, дозволяють відзначити, що після встановлення точки рівноваги відбувається досить швидке розходження попиту і пропозиції на фінансовому ринку у порівнянні із відносно стабільною ділянкою графіку у перші чотири роки досліджуваного періоду.

Даний факт може бути індикатором нестійкості точки рівноваги, досягнутої на фінансовому ринку у 2011 році, підтвердженням чого виступають дані табл. 5.6, отримані в результаті окремо проведеного дослідження стійкості рівноважної точки фінансового ринку з урахування часового лагу.

Отже, точка рівноваги 2011 року є нестійкою, оскільки при зміні (збільшенні або зменшенні) змінної управління облікової ставки на 1%, рівень пропозиції або взагалі не змінюється, або зменшується на 0,03%, в той час як попит залишається незмінним.

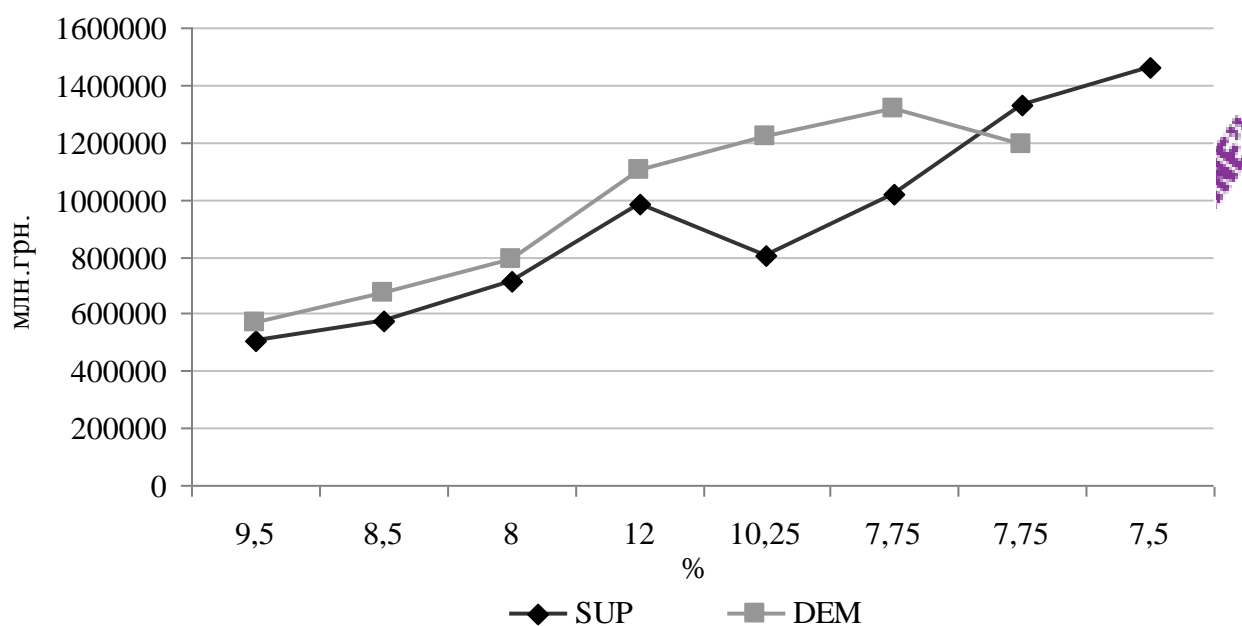


Рисунок 5.5 – Діаграма рівноважного стану фінансового ринку з урахуванням часового лагу

Таблиця 5.6 – Дослідження стійкості рівноважної точки фінансового ринку з урахуванням часового лагу

	DR, %	Imp, млн. грн.	R, грн.	SUP, млн. грн.	DEM, млн. грн.	SUP, %	DEM, %
2011	7,75	266287	2,72	1326469	1193323		
1%	7,83	266287	2,72	1326473	1314379	0,03	0,00
-1%	7,67	266287	2,72	1326104	1314353	-0,03	0,00

Поряд із дослідженими вище аспектами рівноважного стану фінансового ринку, важливого значення набуває прогнозування рівнів попиту і пропозиції на фінансовому ринку, а також перспективи встановлення майбутньої точки (точок) рівноваги. Саме тому визначимо вид кривої, яка з найбільшим ступенем достовірності буде описувати масив вхідних даних динаміки поведінки як попиту, так і пропозиції на даному ринку.

В якості інструментарію реалізації зазначеного підходу виступає можливість побудови лінії тренду засобами MS Excel, який дозволяє не лише

визначити вид кривої, критерій її адекватності (коефіцієнт детермінації), але і надати геометричну інтерпретацію цієї кривої на одному графіку із фактичними даними, провести їх порівняння і співставлення (рис. 5.6 і 5.7).

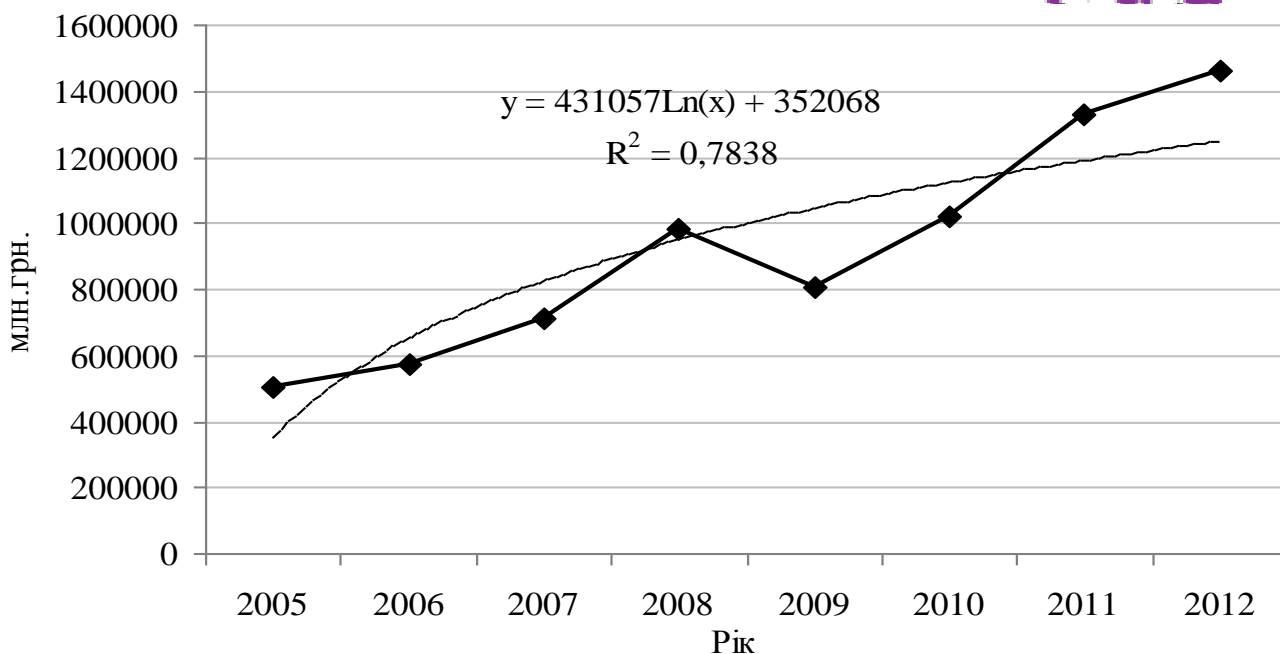


Рисунок 5.6 – Фактичні значення та лінія тренду величини пропозиції на фінансовому ринку

Отже, виходячи з рис. 5.6, зазначимо, що апроксимація пропозиції на фінансовому ринку проводиться на основі логарифмічної залежності виду:

$$SUP=431057\ln(DR)+352068 \quad (5.7)$$

Дане рівняння адекватно описує фактичні дані, підтвердженням чого виступає отриманий коефіцієнт детермінації на рівні 78,38%, тобто варіація рівня ВВП (кількісної оцінки рівня пропозиції на фінансовому ринку) на 78,38% пояснюється варіацією облікової ставки, а залишок 21,62% - іншими, не врахованими в даній моделі факторами.

В розрізі попиту на фінансовому ринку найкращим чином описує вхідні дані поліном другого ступеня:

$$DEM = -7020DR^2 + 185993DR + 265509 \quad (5.8)$$

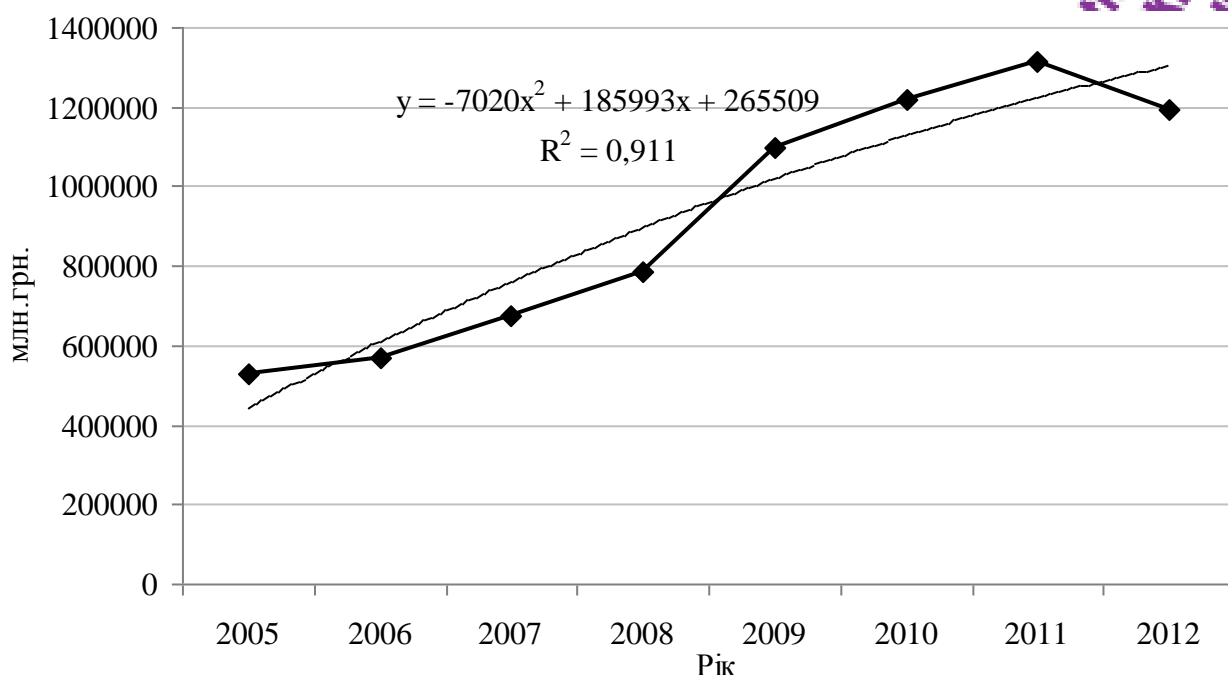


Рисунок 5.7 – Фактичні значення та лінія тренду величини попиту на фінансовому ринку

Співвідношення (5.8) має більший коефіцієнт детермінації - 91,10%, тобто варіація рівня ВВП як кількісної характеристики оцінки рівня попиту на фінансовому ринку більш, ніж на 90% пояснюється варіацією облікової ставки, що характеризує меншу похибку відхилення фактичних і прогнозних даних.

Представлені на рис. 5.6 і рис. 5.7 графічні інтерпретації фактичних значень функцій попиту і пропозиції на фінансовому ринку України за період 2005-2012 рр. доцільно проілюструвати на рис. 5.8, доповнивши при цьому фактичні значення прогнозними параметрами кон'юнктури досліджуваного сегменту, що дозволить визначити взаємне розміщення кривих попиту і пропозиції на фінансовому ринку України (оцінити характер ринку), а також виявити можливі прогнозні параметри ринкової рівноваги.



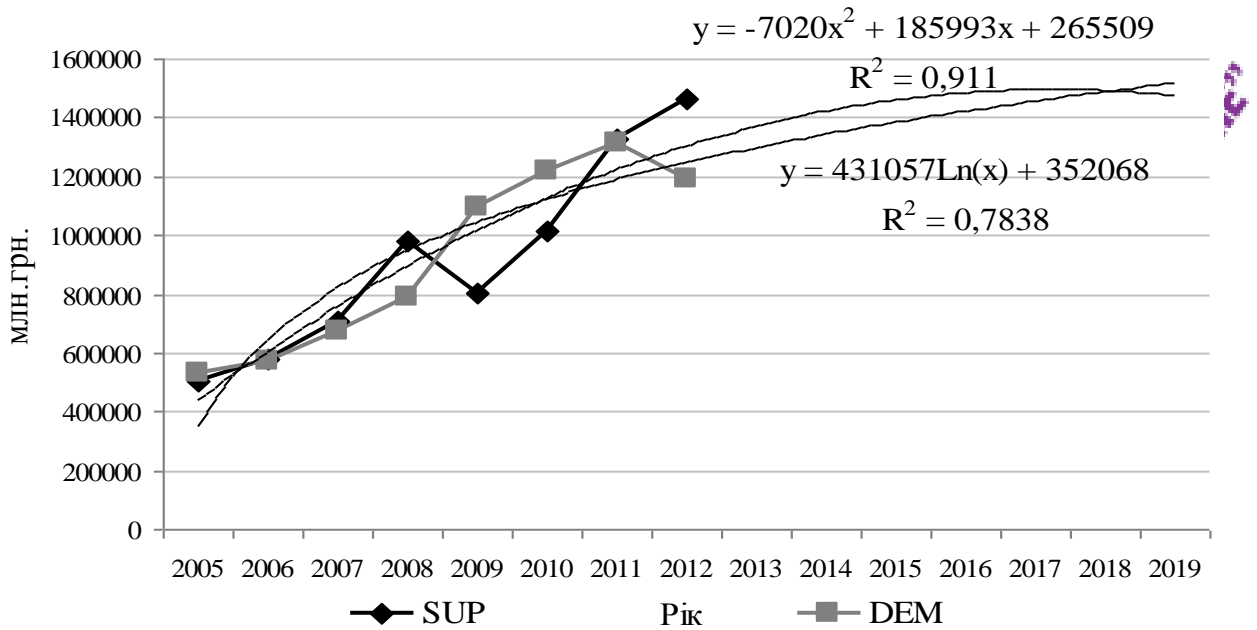


Рисунок 5.8 – Діаграма фактичних та прогнозних значень величин пропозиції та попиту на фінансовому ринку України

Як ілюструють дані рис. 5.8, прогнозну точку рівноваги фінансового ринку та її координати (облікова ставка і рівень ВВП) дозволяє ідентифікувати вирішення наступної системи:

$$\begin{cases} DEM = -7020DR^2 + 185993DR + 265509 \\ SUP = 431057\ln(DR) + 352068 \end{cases} \quad (5.9)$$

Визначити аналітичні співвідношення кількісної оцінки рівноважних параметрів фінансового ринку України без проведення додаткових перетворень в даному випадку неможливо, саме тому пропонується розглянути практичні аспекти розрахунку даних величин шляхом знаходження прогнозних значень рівнів попиту і пропозиції на фінансовому ринку та їх співставлення. Аналітична інформація в розрізі фактичних і розрахованих (прогнозних)

величин ключових параметрів кон'юнктури на досліджуваному ринку представлені в табл. 5.7.

Таблиця 5.7 – Фактичні та прогнозні значення величин пропозиції та попиту на фінансовому ринку України

Рік	SUP, млн. грн.	DEM, млн. грн.	Prognoz (SUP), млн. грн.	Prognoz (DEM), млн. грн.
2005	505993,25	528151,57		
2006	575321,88	571198,13		
2007	710811,05	674829,52		
2008	982653,02	787860,86		
2009	805250,67	1098712,94		
2010	1017825,39	1219293,79		
2011	1326469,29	1314366,33		
2012	1463411,44	1193322,86		
2013			1299197,03	1370826,00
2014			1344613,42	1423439,00
2015			1385697,54	1462012,00
2016			1423204,41	1486545,00
2017			1457707,38	1497038,00
<b>2018</b>			<b>1489652,14</b>	<b>1493491,00</b>
2019			1519392,00	1475904,00

Аналіз даних табл. 5.7 дає можливість визначити, що протягом наступних 5-ти років (з 2013 по 2017 роки) на фінансовому ринку України рівень попиту буде перевищувати пропозицію в середньому на 4,81%, тобто можна охарактеризувати ринок як ринок продавця. В 2017 році розрив між попитом і пропозицією скоротиться до 2,70%, переходячи в рівноважну точку в 2018 році, після встановлення якої розрив між даними величинами почне поступово збільшуватись.

У розробленому науково-методичному підході та наведеному обґрунтуванні доцільності розгляду функцій попиту і пропозиції фінансового ринку України з розривом в один часовий проміжок (рік), більш адекватною була визначена економіко-математична модель рівноважного стану фінансового ринку з урахування часового лагу. Саме тому проведемо окреме дослідження даної ситуації з подальшим співставленням отриманих результатів. Отже, проведемо

зсув прогнозних значень попиту на фінансовому ринку на один часовий інтервал вперед, результати якого наведемо в табл. 5.8.

Таблиця 5.8 – Фактичні та прогнозні значення величин пропозиції та попиту на фінансовому ринку з урахування часового лагу

Рік	SUP, млн. грн.	DEM, млн. грн.	Prognoz (SUP), млн. грн.	Prognoz (DEM), млн. грн.
2005	505993,25	571198,13		
2006	575321,88	674829,52		
2007	710811,05	787860,86		
2008	982653,02	1098712,94		
2009	805250,67	1219293,79		
2010	1017825,39	1314366,33		
2011	1326469,29	1193322,86		
2012	1463411,44			1370826,00
2013			1299197,03	1423439,00
2014			1344613,42	1462012,00
2015			1385697,54	1486545,00
2016			1423204,41	1497038,00
2017			1457707,38	1493491,00
<b>2018</b>			<b>1489652,14</b>	<b>1475904,00</b>
2019			1519392,00	1444277,00

Аналіз даних, представлених в табл. 5.8, та графічного представлення динаміки точок рівноваги на фінансовому ринку України з урахування часового лагу (рис. 5.9) дає можливість зробити висновки про незалежність майбутньої точки рівноваги від наявності чи відсутності часового лагу. Це пов'язано з тим, що в даному дослідженні точка рівноваги була ідентифікована в процесі проведення довгострокового прогнозування. У короткостроковій перспективі наявність часового лагу буде здійснювати значний вплив на розрахункові значення обсягів попиту і пропозиції досліджуваного ринку, але протягом цього періоду фінансовий ринок не буде перебувати в рівноважному стані. Отже, на основі прогнозних даних можна відзначити, що фінансовий ринок України досягне рівноваги в 2018 році.

Поряд із дослідженими аспектами досягнення рівноважного стану фінансового ринку (виявлення моменту часу встановлення точки рівноваги),

важливого значення набуває ідентифікація облікової ставки і рівня ВВП, які будуть виступати координатами (кількісними характеристиками) даної точки.

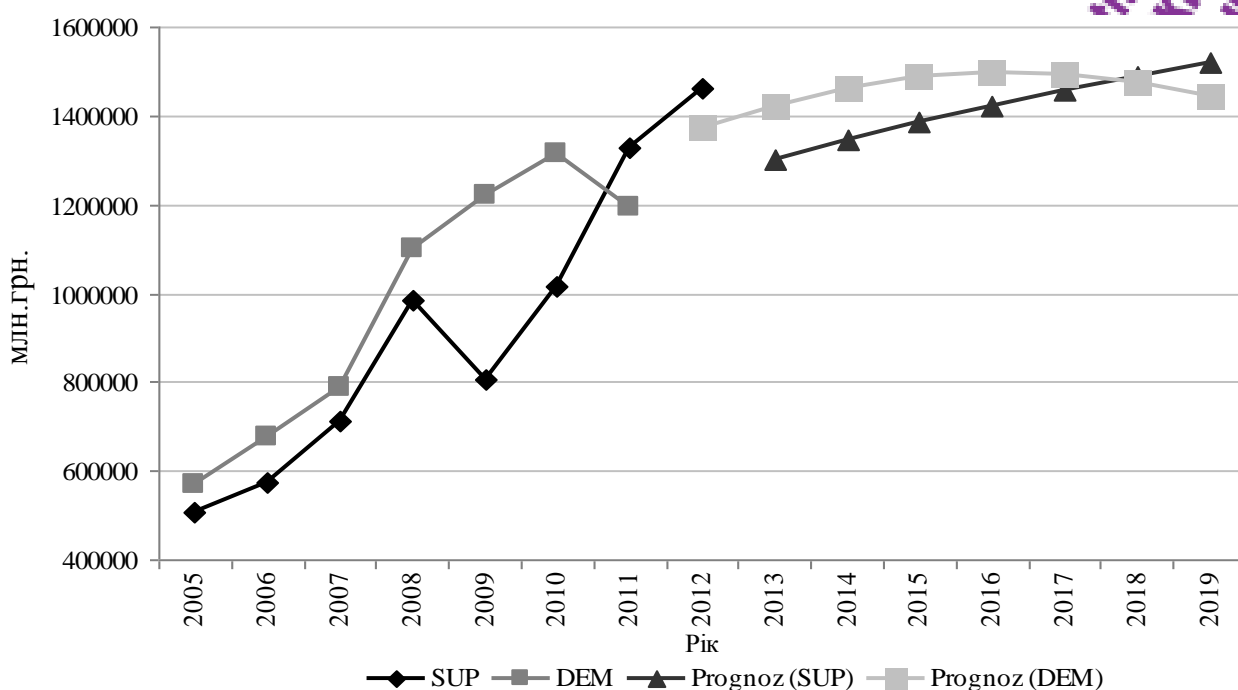


Рисунок 5.9 – Діаграма динаміки точок рівноваги на фінансовому ринку України з урахування часового лагу

Отже, проведемо регресійний аналіз парної лінійної залежності рівня облікової ставки від рівня пропозиції на фінансовому ринку, в результаті чого отримаємо рівняння виду:

$$DR(SUP) = 10,28 - 1,49 \cdot 10^{-6} SUP \quad (5.10)$$

Наведене рівняння адекватно описує взаємозв'язок між досліджуваними факторною і результативною ознаками, підтвердженням чого виступає високий коефіцієнт детермінації, і фактичні значення критеріїв Фішера і Стюдента, які перевищують критично допустимі рівні. Рівняння (5.10) ілюструє обернену залежність між рівнем облікової ставки і ВВП, оскільки коефіцієнт перед

змінною  $SUP$  від'ємний. Це означає, що збільшення рівня ВВП супроводжується зменшенням облікової ставки і навпаки.

Дослідивши базові аспекти ідентифікації стійкості рівноважного стану фінансового ринку, представимо послідовність етапів її проведення на рис. 5.10.

Таким чином, на основі застосування рівняння (5.10), та результатів попередніх розрахунків, згідно з якими ВВП рівноважного стану фінансового ринку дорівнює 1480 млрд. грн., визначимо, якої величини набуває облікова ставка в точці рівноваги. Результати проведених розрахунків в розрізі визначення результативної ознаки рівняння парної регресії (5.10), надають можливість отримати величину облікової ставки на рівні 8,06%.

Підводячи підсумок, необхідно зазначити, що запропонований науково-методичний підхід до визначення рівноважного стану фінансового ринку надає можливість з'ясувати основні тенденції його подальшого розвитку, надати адекватний прогноз встановлення відповідності між функціями попиту і пропозиції та ідентифікувати рівень ВВП та облікової ставки, за яких фінансовий ринок буде знаходитись у рівноважному стані. Зазначені особливості розглянутої методики нададуть можливість державним органам влади проводити виважену політику у фінансовій сфері та обирати найбільш ефективні інструменти регулювання, що призведе до підвищення результативності прийнятих управлінських рішень.

Крім того, необхідно зауважити, що розроблений інструментарій має як важливе теоретичне значення, оскільки дозволяє відобразити специфіку розвитку та функціонування фінансового ринку і його сегментів, так і практичне значення, адже модель побудована на основі реальних статистичних даних, тому досить адекватно відображає ситуацію, що склалася на ринку і може виступити основою для екстраполяції майбутнього тренду.

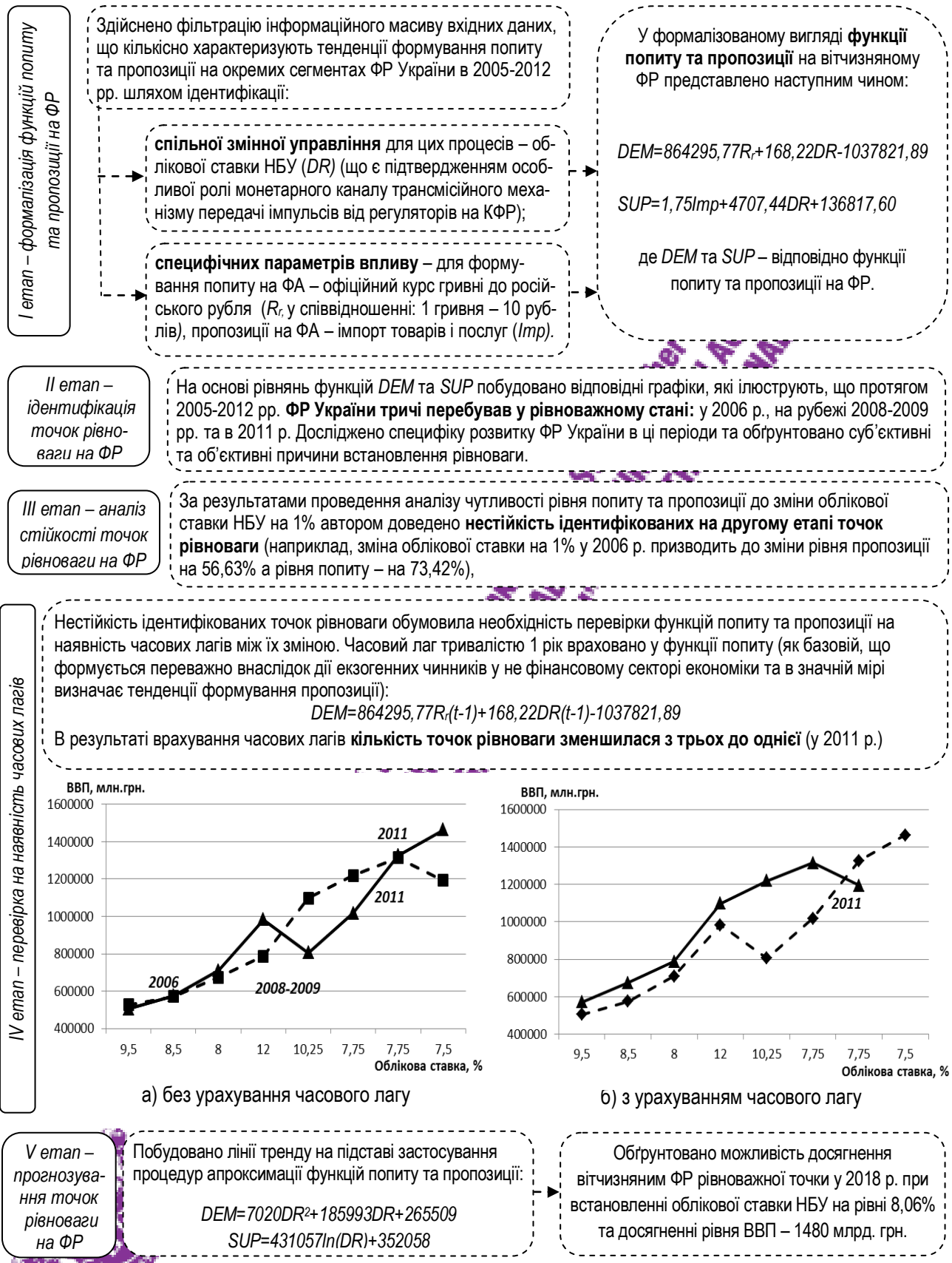


Рисунок 5.10 – Алгоритм оцінювання та прогнозування точки рівноваги на фінансовому ринку України

## 5.2 Розвиток науково-методичного забезпечення визначення динамічної стійкості фінансового ринку

Економіка України на сучасному етапі розвитку знаходиться на стадії фундаментальних трансформаційних перетворень і становлення ринкового механізму господарювання, в той же час, з метою успішної реалізації зазначених процесів та досягнення їх максимальної результативності, необхідним виступає існування взаємоузгодженої інфраструктури вітчизняної економіки та достатнього обсягу фінансових ресурсів, що в ній циркулюють. В свою чергу, забезпечення фінансовими ресурсами різних сфер економічної діяльності є нерівномірним, і саме тому, визначальним фактором стабільності та поступального розвитку національного господарства є розвинутий фінансовий ринок, головним завдання якого, власне, і виступає акумуляція та перерозподіл фінансових ресурсів між суб'єктами-донорами та реципієнтами. Зважаючи на виключну значимість фінансового ринку для розвитку реального сектора економіки, об'єктивно необхідною є підтримка стабільності у ньому та впровадження прогресивних технологій для забезпечення високої результативності функціонування й сприяння його розвитку на національному рівні у відповідності до стандартів ринкової економіки, що дозволяє забезпечити економічну систему країни необхідним для її сталого розвитку обсягом фінансових активів.

Забезпечення стабільного та поступального розвитку фінансового ринку є складним та складно керованим в умовах національного господарства процесом (оскільки, попри декларативну імплементацію ринкового механізму у вітчизняну економіку, реального та завершального впровадження інструментів фінансового ринку не відбулося, тому справедливо зауважити, що він не повністю функціонує за ринковими законами, а тенденції його розвитку можуть мати непередбачуваний характер), що вимагає ґрунтовного дослідження та розробки відповідного науково-методичного підходу, який дозволив би виявити

рівень стійкості фінансового ринку та спрогнозувати потенційно можливі коливання ключових показників його функціонування для розробки системи заходів протидії деструктивному впливу негативних тенденцій розвитку національної та світової економіки.

Крім того, з практичної точки зору доцільним є визначення динамічної стійкості фінансового ринку, а не рівень його стану в конкретний період часу. Даний факт обумовлений тим, що на будь-якому ринку рівновага може встановитись на незначний за тривалістю проміжок часу, а рівень її стійкості може бути мінімальним. Тобто, незначний вплив внутрішніх або зовнішніх деструктивних чинників на фінансову систему призведе до значного її відхилення від рівноважного стану. Зважаючи саме на дані факти, адекватну оцінку можна отримати тільки за умови дослідження системи в її динамічному стані.

Окрім всього зазначеного, доцільно зауважити, що значення та необхідність реалізації описаних досліджень визначається і тим, що між рівнем стійкості фінансового ринку та макроекономічною стабільністю існує досить тісний взаємозв'язок, адже досить часто криза у фінансовому секторі є причиною виникнення рецесії в економіці (як доказ істинності даного твердження можна привести деструктивні наслідки для економіки, викликані наслідками фінансової кризи 2008-2009 рр.). Справедливою також є і протилежна тенденція, тобто занепад ключових показників функціонування економіки та скорочення доходів населення призводять до посилення дестабілізаційних процесів, які відбуваються на фінансовому ринку, оскільки, по-перше, стрімко скорочується попит на певні групи фінансових інструментів, що негативно відображається на фінансових результатах функціонування підприємств відповідного сегмента, по-друге, кризові явища в економіці сприяють зростанню рівня невиконання зобов'язань між суб'єктами господарювання та суб'єктами і державою, що негативно відображається на рентабельності фінансових установ та інколи може призвести до збитковості чи ліквідації компанії.



Таким чином, зазначені вище фактори обумовлюють необхідність та актуальність проведення дослідження, орієнтованого на розробку науково-методичного підходу, метою якого виступає визначення динамічної оцінки стійкості фінансового ринку, що буде відбуватися за приведеним нижче алгоритмом (рис. 5.11).

Деталізуємо кожен з наведених на рисунку 5.11 етапів.

1 етап. Формування та опис масиву вхідних даних кількісної оцінки стійкості фінансового ринку як у статичному (за кожен рік із обраного для дослідження проміжку часу), так і в динамічному аспектах; комплексний аналіз та обґрунтування доцільності врахування кожного із представлених у табл. Д.1 дод. Д показників для характеристики стану фінансового ринку; статистична обробка та формування висновків щодо оцінки динамічної стійкості фінансового ринку в розрізі кожного показника.

В рамках досліджень, що будуть здійснені на даному етапі, необхідно зазначити, що важливим моментом в процесі забезпечення результативності та адекватності методичного підходу є вибір інформаційного статистичного масиву, який буде комплексно та всебічно характеризувати фінансовий ринок через призму забезпечення стабільності його стану на момент аналізу та виявлення тенденцій ретроспективного та перспективного розвитку об'єкта дослідження.

Необхідно також зазначити, що серед представлених в табл. Д.1 показників можна умовно виокремити 2 групи: показники, які безпосередньо характеризують стан фінансового ринку (як комплексно, так і в розрізі окремих структуроутворюючих елементів) та індикатори, що мають значний опосередкований вплив на функціонування фінансового сектору. Виділення в рамках статистичної бази показників непрямого впливу є цілком адекватним та логічним в зв'язку з описаною вище тісною кореляцією між стійкістю фінансового ринку та макроекономічною стабільністю і результатами функціонування реального сектору економіки.

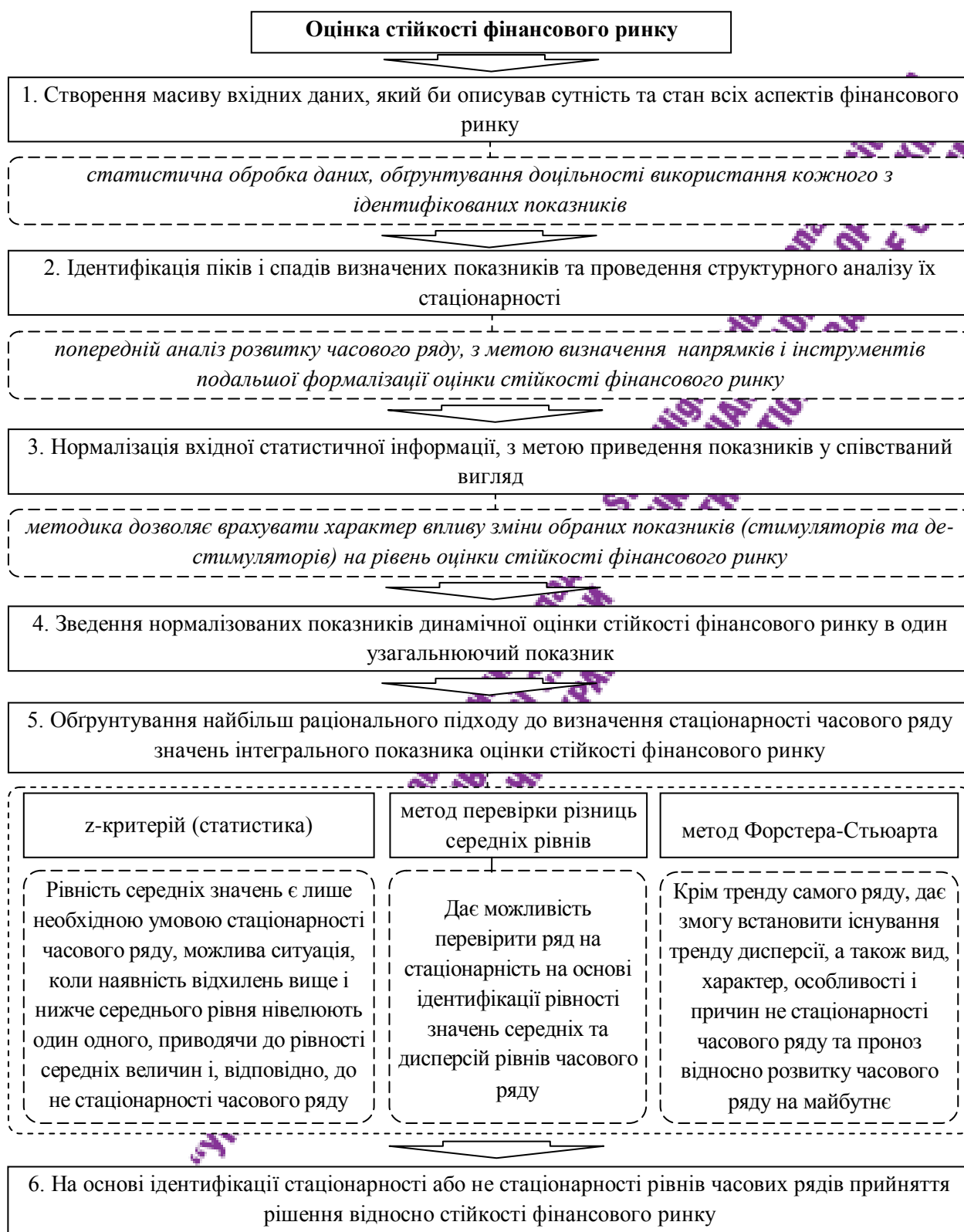


Рисунок 5.11 – Алгоритм формалізації визначення динамічної оцінки стійкості фінансового ринку

Крім того, як було зазначено, групу індикаторів, що відображають розвиток безпосередньо фінансового ринку можна розбити на підгрупи, які

характеризують діяльність окремих ієрархічно нижчих сегментів - валютного сегменту, депозитного та кредитного сегментів, сегменту цінних паперів.

Вся статистична інформація була сформована на основі даних, представлених Світовим Банком [373]. Даний факт пов'язаний з тим, що масив даних, наданий Світовим Банком, включає більше ніж 1500 показників, розрахованих для кожної країни світу. Це, в свою чергу, дозволяє уніфікувати методологію розрахунку будь-якої економіко-математичної моделі в рамках подальших наукових досліджень для різних країн, що дозволить здійснити співставлення рівня динамічної стійкості фінансового ринку України та інших країн з використанням розробленого науково-методичного підходу. Зазначені особливості подальшого аналізу будуть сприяти синхронізації отриманих розрахунків відповідно до вимог та нормативів, прийнятих на наднаціональному рівні.

В рамках даного етапу перейдемо до обґрунтування вибору статистичних показників за кожною з описаних вище груп. Отже, до індикаторів опосередкованого впливу на розвиток фінансового ринку було віднесено:

- ключові макроекономічні показники, такі як ВВП; скоригований чистий національний дохід; експорт (імпорт) товарів і послуг; торгівля;
- базові параметри, що відображають стан платіжного балансу: сальдо поточного рахунку, чистий рахунок операцій з капіталом; потоки приватного капіталу; чистий прибуток;
- індикатори, що визначають ефективність реального сектору економіки: вартість відкриття бізнесу; валова додана вартість по факторній вартості; валове нагромадження капіталу; обсяг прямих іноземних інвестицій;
- показники, що характеризують обсяг вільних фінансових ресурсів населення: валові заощадження; витрати на кінцеве споживання; валові національні витрати.

Віднесення до даної групи параметрів, що характеризують макроекономічну стабільність та результативність функціонування реального сектору економіки, є цілком закономірним, що було описано раніше. Виділення

окремою групою індикаторів стану платіжного балансу обумовлено тим, що саме на основі його сальдо можна зробити висновок про ефективність функціонування фінансового ринку зокрема та національної економіки в цілому в контексті здійснення зовнішньоекономічних операцій. Крім того, необхідно також враховувати потенціал домогосподарств як важливих учасників на фінансовому ринку, що і обумовлює виокремлення характеристик за даним суб'єктивним сегментом в окрему групу.

Окрім загальнонаціональних опосередкованих індикаторів, до статистичної бази було включено безпосередньо показники функціонування фінансового ринку в розрізі його структурних елементів, а саме:

- кредитно-депозитний сегмент: відношення капіталу банку до активів; широка грошова маса (показник, який за національними стандартами можна ототожнити з грошовим агрегатом М3); надлишок / дефіцит готівки; гроші; відсотки за депозитними вкладками; кредитна процентна ставка; реальна процентна ставка; кількість вкладників комерційних банків в розрахунку на 1000 дорослих; обсяг внутрішніх кредитів, наданих банківським сектором та обсяг внутрішніх кредитів приватному сектору; використання кредиту МВФ;
- валютний сегмент: офіційний обмінний курс; індекс ефективного обмінного курсу;
- сегмент цінних паперів: кількість компаній, включених до лістингу; загальна вартість акцій, що торгуються, та коефіцієнт їх оборотності.

До узагальнюючих показників фінансового ринку віднесено частку страхових та фінансових послуг в сумарній вартості експорту та імпорту послуг.

В процесі відбору індикаторів, які безпосередньо характеризують стан фінансового ринку, можна відзначити наступну закономірність: превалювання серед обраних показників параметрів, що відображають ефективність функціонування банківського сектору, тобто кредитно-депозитного сегменту. Така ситуація обумовлена тим, що в структурі фінансового ринку саме банківський сектор є домінуючим та найбільш розвинутим, а тому для

характеристики його стабільності необхідно відібрати максимальний обсяг значущих параметрів з метою уникнення викривлення результатів дослідження. В свою чергу, вузькість та недостатній розвиток валютного сегменту та сегменту цінних паперів обумовлюють порівняно менший набір виокремлених індикаторів, однак вони виступають значимими та можуть бути використані для аналізу.

Таким чином, на основі викладеного вище можна зазначити, що статистична база, відображена у табл. Д.1, сформована адекватно, тому є адекватним вихідним масивом для розробки відповідного науково-методичного підходу до динамічної оцінки стійкості фінансового ринку і дозволить отримати виважені та науково-обґрунтовані результати.

Отже, в межах наступного (другого) етапу передбачено визначення в розрізі кожного з розглянутих показників піків і спадів їх рівня протягом періоду дослідження та проведення глибокого структурного аналізу їх стаціонарності як часових рядів. Реалізація даного етапу науково-методичного підходу до визначення динамічної оцінки стійкості фінансового ринку передбачає ідентифікацію наступних значень:

–  $\max_{j=1:n} \{k_{ji}\}$  – максимальної величини і-го показника оцінки динамічної стійкості даного ринку за весь проміжок часу проведення дослідження (з 1-го по n-ий роки);

–  $\min_{j=1:n} \{k_{ji}\}$  – мінімально можливого значення в розрізі і-го показника оцінки динамічної стійкості даного ринку за весь проміжок часу проведення дослідження (з 1-го по n-ий роки).

Проведення другого етапу досліджуваної методики викликано необхідністю здійснення попереднього аналізу процесу розвитку часового ряду. Так, ідентифікація зростання та спадання тренду кожного з аналізованих показників дає можливість сформулювати загальне уявлення про розвиток досліджуваного процесу та визначити напрямки і інструменти здійснюваної в

подальшому формалізації визначення динамічної оцінки стійкості фінансового ринку.

3 етап. Виходячи з того, що масив вхідної інформації представлений різними за способом вимірювання та вираження показниками, набуває актуальності проведення природної нормалізації вхідної інформації, що дозволить привести відібрані показники до співставного порівнюваного між собою вигляду. Перевага обраного підходу до нормалізації вихідних величин полягає у можливості врахування характеру впливу їх зміни на рівень динамічної оцінки стійкості фінансового ринку, тобто у врахуванні різних підходів для показників-стимуляторів та дестимуляторів. Математичне забезпечення даного етапу представлено у вигляді формули:

$$c_{ji} = \begin{cases} = 0, k_{ji} = \min_j \{k_{ji}\} \\ = (k_{ji} - \min_j \{k_{ji}\}) / (\max_j \{k_{ji}\} - \min_j \{k_{ji}\}), \min_j \{k_{ji}\} < k_{ji} < \max_j \{k_{ji}\}, \text{ для тих показників,} \\ \text{збільшення яких покращує цільову функцію;} \\ = (\max_j \{k_{ji}\} - k_{ji}) / (\max_j \{k_{ji}\} - \min_j \{k_{ji}\}), \min_j \{k_{ji}\} < k_{ji} < \max_j \{k_{ji}\}, \text{ для тих показників,} \\ \text{зменшення яких покращує цільову функцію;} \\ 1, k_{ji} = \max_j \{k_{ji}\} \end{cases} \quad (5.11)$$

де  $c_{ji}$  – нормалізоване значення  $i$ -го показника динамічної оцінки стійкості фінансового ринку в розрізі  $j$ -го року;

$k_{ji}$  – вихідне значення  $i$ -го статистичного показника динамічної оцінки стійкості фінансового ринку в розрізі  $j$ -го року.

Результати практичної реалізації даного етапу представимо у вигляді табл. 5.9.

4 етап. Отримавши співставні між собою показники на четвертому етапі реалізації науково-методичного підходу до визначення динамічної оцінки стійкості фінансового ринку, можемо сформулювати інтегральний показник. Так, зведення нормалізованих показників динамічної оцінки стійкості фінансового

ринку в один узагальнюючий показник в розрізі аналізу обраного об'єкту дослідження за кожен рік розглянутого часового інтервалу відбувається шляхом розрахунку середнього рівня (формула (5.12)) та представлення множини розрахованих значень у вигляді часового ряду.

Таблиця 5.9 – Інформаційна база статистичних показників оцінки динамічної стійкості фінансового ринку

Показник	Рік 1	...	Рік j	...	Рік n
Показник 1	$k11$	...	$kj1$	...	$kn1$
Показник 2	$k12$	...	$kj2$	...	$kn2$
Показник 3	$k13$	...	$kj3$	...	$kn3$
...	...	...	...	...	...
Показник $i-1$	$k1i-1$	...	$kji-1$	...	$kni-1$
Показник $i$	$k1i$	...	$kji$	...	$kni$
Показник $i+1$	$k1i+1$	...	$kji+1$	...	$kni+1$
...	...	...	...	...	...
Показник 32	$k132$	...	$kj32$	...	$kn32$
Показник 33	$k133$	...	$kj33$	...	$kn33$
Показник 34	$k134$	...	$kj34$	...	$kn34$

$$C_j = \frac{1}{34} \sum_{i=1}^m c_{ji} \quad (5.12)$$

де  $C_j$  – узагальнюючий показник динамічної оцінки стійкості фінансового ринку в розрізі j-го року.

5 етап. На даному етапі здійснюється вибір та обґрунтування найбільш раціонального підходу до визначення характеристики стаціонарності розглянутого часового ряду значень узагальнюючого показника динамічної оцінки стійкості фінансового ринку. Тобто, справедливо зауважити, що п'ятий етап є базовим з точки зору адекватності та правдоподібності отриманих кінцевих результатів проведених розрахунків.

Розглянемо трактування сутності поняття стаціонарності часового ряду з метою проведення подальшої її формалізації за допомогою математичних методів.

Отже, стаціонарний часовий ряд в більшості існуючих підходів розглядають як процес, для якого математичне сподівання та дисперсія існують та виражаються сталими величинами, що не змінюються в часі, а автокореляційна (автоковаріаційна) функція залежить лише від різниці між двома моментами часу і не залежить від конкретного періоду часу. Стаціонарні часові ряди передбачають, що процес породження наявних даних є лінійним, крім того, вони не характеризуються наявністю тренду або періодичної зміни середнього та дисперсії.

Перевірку гіпотез стосовно сталості середнього значення та дисперсії часового ряду можна здійснити кількома способами. Найпростішими з існуючих методів є:

- перевірка значущої відмінності двох середніх значень для деяких підмножин вибірки за z-критерієм;
- метод перевірки різниць середніх рівнів;
- метод Форстера-Стьюарта.

Розглянемо сутність та можливість використання кожного з наведених методів з метою розв'язання поставлених завдань дослідження щодо ідентифікації динамічної оцінки стійкості фінансового ринку.

5.1. Використання z-критерію з метою статистичної перевірки гіпотези про середні величини відбувається за умови, якщо вибірка достатньо велика (не менше, ніж тридцять значень) та розподіл змінної в генеральній сукупності є нормальним. В іншому випадку, коли вибірка менше, ніж тридцять одиниць, можливо застосовувати t-критерій Стьюдента з  $(n-1)$  ступенями свободи, якщо  $n$  – це обсяг вибірки.

Зважаючи на той факт, що в запропонованому дослідженні вибіркова сукупність становить тридцять чотири одиниці, а розподіл генеральної сукупності умовно можна вважати нормальним, то розглянемо послідовність реалізації даного методу та визначимо доцільність його використання в межах досліджуваної проблеми.



Базуючись на стандартному нормальному розподілі, розрахунок z-критерію можемо представити наступним чином:

$$z = \frac{\tilde{X} - \bar{X}}{S_x}, \quad (5.13)$$

де  $\tilde{X}$  – вибіркова середня;

$\bar{X}$  – генеральна середня за нульовою гіпотезою;

$S_x$  – стандартна похибка оцінки середньої величини.

В свою чергу, процес формалізації стандартної похибки оцінки середньої величини відбувається наступним чином:

$$S_x = \frac{\sigma_x}{\sqrt{n}}, \quad (5.14)$$

де  $\sigma_x$  – середнє квадратичне відхилення в вибірковій сукупності;

$\sqrt{n}$  – обсяг вибірки.

Таким чином, провівши розрахунок значення z-критерію, за допомогою його порівняння з критичним значенням, перевіряють справедливість наведеної гіпотези. В межах специфіки дослідження гіпотеза полягає в наступному: якщо середнє значення по генеральній сукупності не дорівнює середньому значенню по вибірковій сукупності, то часовий ряд не стаціонарний. Тобто, тільки за умови, що фактичне значення z-критерію більше його табличного значення, можна констатувати нестабільність фінансового ринку.

В той же час даному методу притаманний ряд недоліків: рівність середніх значень досліджуваних сукупностей є лише необхідною, але не достатньою умовою стаціонарності часового ряду, тобто може виникнути ситуація, коли наявність значних відхилень вище і нижче середнього рівня нівелюють один одного, приводячи до рівності середніх величин (присутні значні за величиною середньоквадратичні відхилення), що виступає основою ствердження про не

стаціонарності часового ряду. Таким чином, на основі отриманих результатів, однозначно стверджувати про стаціонарність часових рядів, а відповідно і про стійкість фінансового ринку, неможливо.

Зважаючи на специфічні особливості досліджуваного об'єкта (фінансовий ринок), наведені недоліки набувають великої значимості та, відповідно, виключають можливість використання z-критерію для вирішення поставленої задачі.

Отже, в процесі реалізації наступних етапів запропонованого науково-методичного підходу будемо використовувати інші два методи перевірки часового ряду на стаціонарність: метод перевірки різниць середніх рівнів і метод Форстера-Стьюарта.

5.2. Оцінка стаціонарності часового ряду значень узагальнюючого показника динамічної оцінки стійкості фінансового ринку в розрізі обраного для дослідження часового інтервалу *методом перевірки різниць середніх рівнів* передбачає проведення наступних кроків.

5.2.1 Поділ вхідного часового ряду (Графа 1 табл. 5.10) на дві однакові за кількістю (або майже однакові) підмножини.

Таблиця 5.10 – Проміжні розрахунки дослідження стаціонарності часового ряду значень узагальнюючого показника динамічної оцінки стійкості фінансового ринку

Період	Узагальнюючий показник (нормалізоване значення)	Значення $(c_j - \bar{c}_j)^2$
A	1	2
Рік 1	C1	
...	...	
Рік j	Cj	
...	...	
Рік n	Cn	

5.2.2 Проміжні розрахунки дослідження стаціонарності часового ряду значень узагальнюючого показника динамічної оцінки стійкості фінансового ринку представлені у графі 2 табл. 5.10 та табл. 5.11.

Таблиця 5.11 – Проміжні розрахунки визначення фактичного значення критерію Фішера дослідження стаціонарності часового ряду значень узагальнюючого показника динамічної оцінки стійкості фінансового ринку

Показник	1 частина	2 частина
Середнє значення	$\bar{C}_1$	$\bar{C}_2$
Дисперсія	$\sigma_1^2$	$\sigma_2^2$

Представлені розрахунки отримані шляхом використання наступних формул:

$$\bar{C}_1 = \frac{\sum_{j=1}^{n_1} C_j}{n_1}, \sigma_1^2 = \frac{\sum_{j=1}^{n_1} (C_j - \bar{C}_1)^2}{(n_1 - 1)}$$

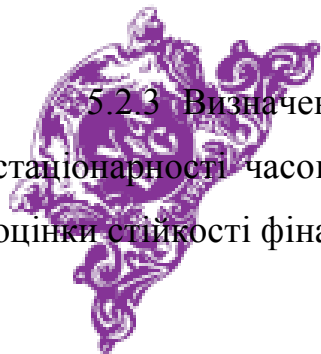
$$\bar{C}_2 = \frac{\sum_{j=1}^{n_2} C_j}{n_2}, \sigma_2^2 = \frac{\sum_{j=1}^{n_2} (C_j - \bar{C}_2)^2}{(n_2 - 1)},$$
(5.15)

де  $\bar{C}_1$  ( $\bar{C}_2$ ) – середнє значення, отримане на першій (відповідно, другій) підмножині значень вхідного часового ряду значень узагальнюючого показника динамічної оцінки стійкості фінансового ринку;

$\sigma_1^2$  ( $\sigma_2^2$ ) – дисперсія, що відповідає першій (відповідно, другій) частині вхідного часового ряду;

$n_1$  ( $n_2$ ) – обсяг (кількість рівнів ряду) першої (другої, відповідно) підмножини значень узагальнюючого показника динамічної оцінки стійкості фінансового ринку.

5.2.3 Визначення фактичного значення критерію Фішера дослідження стаціонарності часового ряду значень узагальнюючого показника динамічної оцінки стійкості фінансового ринку (формула 5.16):



$$F = \begin{cases} \sigma_1^2 / \sigma_2^2, & \text{якщо } \sigma_1^2 > \sigma_2^2 \\ \sigma_2^2 / \sigma_1^2, & \text{якщо } \sigma_1^2 < \sigma_2^2 \end{cases} \quad (5.16)$$

Розраховане значення критерію Фішера дозволяє провести перевірку рівності (однорідності) дисперсій обох виділених на першому кроці підмножин значень вхідного часового ряду значень узагальнюючого показника динамічної оцінки стійкості фінансового ринку шляхом порівняння його з критичною (табличною) величиною із заданим рівнем значущості  $\alpha$ . В залежності від отриманого результату можна зробити наступні альтернативні висновки:

– якщо обчислене фактичне значення  $F$  менше за табличне  $F_\alpha$ , то гіпотезу про рівність дисперсій приймають, тобто це свідчить про виконання необхідної (але не достатньої) умови стаціонарності розглянутого часового ряду, тому в даному випадку можна переходити до наступного кроку;

– якщо розраховане  $F$  більше або дорівнює  $F_\alpha$ , гіпотезу про рівність дисперсій відхиляють і доходять висновку, що цей метод не дає відповіді щодо наявності тренду. В даному випадку можна вважати, що часовий ряд є нестаціонарним, оскільки виконана достатня умова надання йому характеристики нестаціонарності.

5.2.4 Визначення фактичного значення критерію Стьюдента дослідження стаціонарності часового ряду значень узагальнюючого показника динамічної оцінки стійкості фінансового ринку за формулою:

$$t = \frac{|\bar{C}_1 - \bar{C}_2|}{\sigma \sqrt{\frac{1}{n_1} + \frac{1}{n_2}}} \quad (5.17)$$

$$\sigma = \sqrt{\frac{(n_1 - 1)\sigma_1^2 + (n_2 - 1)\sigma_2^2}{n_1 + n_2 - 2}},$$

де  $\sigma$  – середнє квадратичне відхилення різниць середніх рівнів підмножин значень розглянутого часового ряду.

Критерій Стюдента в подальшому використовується з метою перевірки гіпотези про відсутність тренду як достатньої умови стаціонарності часового ряду. В залежності від отриманого результату можна зробити наступні альтернативні висновки:

– якщо фактичне значення  $t$  менше за табличне  $t_{\alpha}$ , то нульову гіпотезу не відхиляють, тобто тренд відсутній, і розглянутий часовий ряд значень узагальнюючого показника динамічної оцінки стійкості фінансового ринку вважається стаціонарним;

– у випадку спостереження протилежної ситуації, часовий ряд ідентифікується як нестаціонарний. Подібний випадок може виникнути також в тому разі, коли часовий ряд містить точку зміни тенденції всередині ряду і не має можливості правильно визначити існування тренду. Описаний факт відноситься до недоліків (обмежень щодо використання підходу для перевірки стаціонарності) і значно звужує спектр досліджуваних рядів до рядів із монотонною тенденцією.

Крім того, необхідно зазначити, що подолати недоліки описаного вище методу перевірки різниць середніх рівнів та отримати більш достовірні результати дозволяє метод Форстера-Стьюарта.

5.3. Оцінка стаціонарності часового ряду значень узагальнюючого показника динамічної оцінки стійкості фінансового ринку в розрізі обраного для дослідження часового інтервалу *методом Форстера-Стьюарта*. Цей метод характеризується більш широкими можливостями застосування та дає надійніші результати, ніж попередній. Окрім тренду самого ряду (тренду в середньому), він дає змогу встановити існування тренду дисперсії часового ряду: якщо тренду дисперсії немає, то розкид рівнів ряду постійний; якщо дисперсія збільшується, то ряд «розхитується». Метод Форстера-Стьюарта передбачає проведення наступних кроків:

5.3.1 Розрахунок двох послідовностей чисел як множин оцінок результатів порівняння кожного рівня вхідного часового ряду, починаючи з

другого рівня, з усіма попередніми. Реалізація даного кроку передбачає застосування наступного математичного забезпечення:

$$k_t = \begin{cases} 1, & \text{якщо } u_t \text{ більше всіх попередніх рівнів} \\ 0, & \text{в іншому разі} \end{cases}$$

$$l_t = \begin{cases} 1, & \text{якщо } u_t \text{ менше всіх попередніх рівнів} \\ 0, & \text{в іншому разі} \end{cases} \quad (5.18)$$

Результати практичної реалізації даного кроку представимо у вигляді табл. 5.12.

Таблиця 5.12 – Проміжні розрахунки дослідження стаціонарності часового ряду значень узагальнюючого показника динамічної оцінки стійкості фінансового ринку методом Форстера-Стьюарта

Період	Узагальнюючий показник (нормалізоване значення)	k	l
A	1	2	3
Рік 1	C1	-	-
...	...		
Рік j	Cj		
...	...		
Рік n	Cn		
Сума			

5.3.2 Аналіз зміни рівнів вхідного часового ряду за допомогою величини «с», яка набуває можливих значень від мінімального 0 у випадку, коли всі рівні ряду однакові, до максимального  $n - 1$  (якщо ряд монотонний). Математичний інструментарій проведення описаних розрахунків набуває вигляду формули (5.19):

$$c = \sum_{t=2}^n (k_t + l_t) \quad (5.19)$$

Числові результати проведених розрахунків представимо в першому рядку граfi 2 табл. 5.13.

Таблиця 5.13 – Вихідні розрахунки дослідження стаціонарності часового ряду значень узагальнюючого показника динамічної оцінки стійкості фінансового ринку методом Форстера-Стьюарта

№	Показник	Числове значення	Показник	Числове значення	Критичне значення	Висновки
A	1	2	3	4	5	6
1	c	11	$t_c$	1,989547	1,96	тренд у середньому
2	d	o	$t_d$	3,598944	1,96	тренд дисперсії рівнів

5.3.3 Аналіз зміни дисперсії вхідного часового ряду значень узагальнюючого показника динамічної оцінки стійкості фінансового ринку (величини «d»), що приймає значення від  $[-(n-1)]$ , якщо ряд поступово згасає, до  $(n-1)$ , коли ряд поступово розхитується. Формула характеристики описаної оцінки набуває вигляду:

$$d = \sum_{i=2}^n (k_i - l_i) \quad (5.20)$$

Числові результати проведених розрахунків представимо в рядку 2 граfi 2 табл. 5.13.

5.3.4 Висувається гіпотеза, від виконання чи невиконання якої залежить характеристика часового ряду в розрізі оцінки його стаціонарності чи не стаціонарності:

- відхилення величини c від математичного сподівання ряду, в якому рівні розташовані випадково;
- відхилення величини d від нульового рівня.

5.3.5. Проведення перевірки істинності висунутої гіпотези на основі застосування t-критерію, що передбачає застосування наступних формул

$$t_c = \frac{|c - \hat{\mu}|}{\sigma_1}; \sigma_1 = \sqrt{2 \ln n - 3,4253}$$

$$t_d = \frac{|d - 0|}{\sigma_2}; \sigma_2 = \sqrt{2 \ln n - 0,8456},$$
(5.21)

де  $\hat{\mu}$  – оцінка математичного сподівання вхідного часового ряду;

$\sigma_1$  – оцінка середньоквадратичного відхилення для величини  $c$ ;

$\sigma_2$  – оцінка середньоквадратичного відхилення для величини  $d$ .

5.3.6. Розрахункові значення  $t_c$  і  $t_d$  порівнюють із табличним значенням t-критерію із заданим рівнем значущості  $t_{\alpha}$ . Якщо розрахункове значення  $t$  менше за табличне  $t_{\alpha}$ , то гіпотезу про відсутність відповідного тренду (в середньому та дисперсії, відповідно) приймають, в іншому разі тренд існує. Наприклад, якщо  $t_c$  більше табличного значення  $t_{\alpha}$ , а  $t_d$  менше  $t_{\alpha}$ , то для заданого часового ряду існує тренд в середньому, а тренду дисперсії рівнів ряду немає.

Отже, можна зробити висновки: якщо тренд присутній або в середньому, або в дисперсії, або одночасно в розрізі обох зазначених аспектах, розглянутий часовий ряд вважається нестационарним. При відсутності тренду як в середньому, так і дисперсії, вхідний часовий ряд приймається стаціонарним.

6 етап. Підводячи підсумок проведеному дослідженню, необхідно зауважити, що за умови, якщо в процесі аналізу значень часових рядів, які характеризують базові аспекти розвитку фінансового ринку, гіпотеза про їх стаціонарність підтвердиться, то справедливо стверджувати, що протягом обраного періоду фінансовий ринок був стабільним та мав стійку тенденцію до зростання.



### 5.3 Порівняльний аналіз окремих європейських країн світу за рівнем динамічної стійкості фінансового ринку

У попередньому підрозділі дисертації було запропоновано науково-методичний підхід до оцінки динамічної стійкості фінансового ринку в розрізі окремих його компонентів, однак, для перевірки адекватності розробленого математичного апарату та оцінки його прикладної значимості доцільно здійснити його практичну реалізацію та, на основі отриманих результатів, зробити відповідні висновки. Однак, необхідно зазначити, що перевірку прикладного впровадження розробленого науково-методичного підходу доцільно здійснювати не лише на основі статистичних даних, акумульованих для вітчизняної економіки, важливе значення має й порівняння отриманих результатів для різних країн світу.

Актуальність та доцільність здійснення саме порівняльного аналізу полягає в тому, що подібний підхід дозволить з'ясувати походження причин відсутності стійкості фінансового ринку на окремому етапі його розвитку, а також виявити фактори, що призвели до виникнення деструктивних процесів і, відповідно, виокремити сегмент ринку, який спричинив дисбаланс усієї системи.

Отже, якщо відсутність стійкості фінансового ринку є притаманною для ряду країн на певному проміжку часу, то, вірогідно, що дестабілізація була спричинена зовнішніми факторами та поширенням деструктивних тенденцій на наднаціональному рівні, однак, якщо прослідковується відсутність стійкості лише для однієї країни з проаналізованих, то доцільно припустити, що причиною негативної динаміки є внутрішня нестабільність.

У даному контексті також важливо зауважити, що для отримання раціональних та об'єктивних висновків мають бути встановлені особливі умови відбору статистичних індикаторів та переліку країн для порівняння. Саме тому у рамках даного дослідження у якості статистичного масиву було сформовано

групу показників на основі статистики, представленої Світовим Банком, оскільки використання зазначеної інформації дозволяє здійснити порівняння рівня розвитку різних країн за показниками, розробленими та розрахованими за єдиною методикою, що значно підвищує рівень точності отриманих результатів.

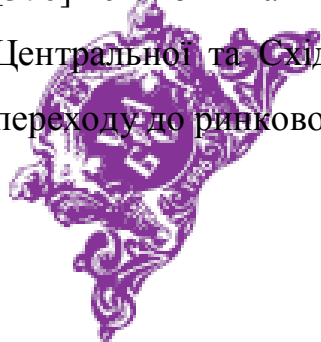
У рамках відбору країн для порівняння, доцільно виокремити значимий параметр, за яким буде проводитися групування. У контексті даного дослідження групу країн слід формувати з урахуванням рівня їх розвитку та типу фінансового ринку. Варто відзначити, що в Україні фінансова система побудована за банкоцентричною моделлю, тобто основним фінансовим посередником виступає банківська система, а, відповідно, найбільша частка позикових ресурсів суб'єктів господарювання утворюється за рахунок банківських кредитів. Аналогічною моделлю характеризується також функціонування фінансових систем країн континентальної Європи, на відміну від США, Великобританії, Австралії, яким притаманне домінування фондового ринку у процесах обігу фінансових активів [187]. Саме тому для порівняння результатів оцінки рівня динамічної стійкості фінансового ринку України з іншими державами варто проводити розрахунки для країн європейського континенту.

Аналізуючи особливості становлення фінансових ринків європейських держав, передусім, варто звернути увагу на групу країн Центральної та Східної Європи (країн з перехідною економікою), розвиток фінансових систем яких характеризується наявністю спільних рис порівняно з вітчизняною економікою. По-перше, становлення фінансового ринку у постсоціалістичних країнах відбувалося у контексті впровадження стабілізаційних програм, які охоплювали сферу податкової, бюджетної та грошово-кредитної політики. По-друге, перехід до ринкової економіки передбачав реформування систем ціноутворення та розвиток діяльності небанківських фінансово-кредитних установ на фінансових ринках. По-третє, розвиток фінансового сектору супроводжувався приватизаційними процесами в економіці, що, відповідно, викликало

необхідність трансформації нормативно-правової бази з питань приватної власності, банкрутства та монополізації. По-четверте, відбулися суттєві зміни щодо ролі держави як суб'єкта фінансового ринку – відповідно до умов ринкової економіки виникала необхідність переорієнтації державного регулювання з використання адміністративних методів впливу до впровадження механізмів непрямого управління економікою в цілому та фінансовим ринком зокрема, що потребувало зміни законодавчої бази, систем інформаційного забезпечення та методів регулювання економіки.

В процесі переходу до ринкової економіки у країнах Центральної та Східної Європи було реалізовано дві моделі трансформації постсоціалістичної економіки – «шокова терапія» (Республіка Польща) та «градуалістська стратегія» (Угорщина, Чеська Республіка, Республіка Словенія, Латвія та ін. країни) [169]. Ключовою відмінністю моделі градуалізму від «шокової терапії» виступала етапність у реалізації ринкових реформ. При цьому в Україні та деяких інших країнах (Болгарія, Румунія, Росія тощо) стратегія реформування економіки поєднувала елементи обох зазначених моделей, що спровокувало досить «затяжний шок» для економіки [310]. Дослідження, проведене А. С. Магдич [146], свідчить, що найбільш вдалими можна відзначити економічні реформи, впроваджені у країнах Центральної Європи (Угорщина, Словаччина, Республіка Словенія, Чеська Республіка та Республіка Польща), що вказує на доцільність розгляду країн саме даної групи у контексті порівняння стабільності фінансових ринків.

При цьому відповідно до Глобального звіту конкурентоспроможності [370] станом на кінець 2011 року було проведено класифікацію країн Центральної та Східної Європи за стадією економічного розвитку у процесі переходу до ринкової економіки (табл. 5.14).



Таблиця 5.14 – Класифікація країн Центральної та Східної Європи за стадіями розвитку [370]

Стадія економічного розвитку	Стадія 1 (управління ресурсами)	Перехід від 1 до 2 стадії	Стадія 2 (управління ефективністю)	Перехід від 2 до 3 стадії	Стадія 3 (управління інноваціями)
Країни класифікаційної групи	Молдова	Україна	Албанія, Боснія і Герцеговина, Болгарія, Латвія, Литва, Македонія, Республіка Польща, Румунія, Росія, Сербія	Естонія, Словаччина, Угорщина, Хорватія, Чеська Республіка	Республіка Словенія, країни Великої сімки, країни ЄС 15

Ранжування країн здійснюється за розміром ВВП на душу населення, що характеризує рівень економічного розвитку держави. Відповідно до даних таблиці, на сучасному етапі розвитку економіка України характеризується поступовим зміщенням акцентів з ресурсорієнтованого управління (на даній стадії економіка країни має бути спрямована на забезпечення функціонування державних та приватних установ, розвиток інфраструктури, створення стабільного макроекономічного середовища та формування трудових ресурсів, забезпечених, принаймні, базовою освітою) до управління ефективністю, яке має включати стимулювання вищої освіти, розвиток товарних ринків, покращення функціонування ринку праці, використання технологічних переваг, розширення внутрішніх та зовнішніх ринків, а також функціонування розвинутого фінансового ринку.

Незважаючи на схожі умови розвитку та термін транзитивного періоду, різні країни Центральної та Східної Європи досягли диференційованого рівня економічного розвитку, що характеризує ефективність реалізованих стратегій реформування. У контексті даного дослідження логічним для порівняння динамічної стійкості фінансового ринку України є вибір країн з різних класифікаційних груп, що дозволить отримати висновки про відповідність розробленої методики реальним тенденціям розвитку національної та зарубіжних економік.

Досить близькою за умовами економічного розвитку для України є Республіка Польща, економіка якої на сьогоднішній день перебуває на стадії управління ефективністю, – зокрема, у контексті становлення фінансового ринку обох країн можна відзначити аналогічну модель перебігу приватизаційних процесів, відповідно до якої більшість цінних паперів корпорацій оберталась на позабіржовому ринку [187]. Окрім того, можна відзначити спільні риси банківського сектору України та Республіки Польща – значну участь іноземних банків у формуванні активів національних банківських систем, стрімкий розвиток валютного кредитування. Саме тому, доцільним є вибір Республіки Польща для порівняльної оцінки динамічної стійкості фінансового ринку.

Серед постсоціалістичних країн, економіка яких характеризується більш високими стадіями розвитку, для перевірки практичної значимості досліджуваного науково-методичного підходу найбільш цікавими являються Чеська Республіка та Республіка Словенія, враховуючи той факт, що банківська система Чеської Республіки характеризувалась високим рівнем стабільності у період світової фінансової кризи, незважаючи на значну частку іноземного капіталу, а Республіка Словенія є першою з країн з перехідною економікою, стратегія розвитку якої дозволила віднести її до групи розвинених країн, однак, її фінансовий ринок також характеризувався певними коливаннями розвитку, викликаними кризовими явищами.

Таким чином, в першу чергу детально розглянемо сутність кожного етапу реалізації запропонованої методики оцінки динамічної стійкості фінансового ринку України. Так, проводячи практичне впровадження першого етапу запропонованого науково-методичного підходу на основі статистичної інформації України, сформуємо інформаційний масив даних (табл. Е.1 дод. Е) за період з 1993 по 2012 рр. в розрізі 34-х показників.

Актуальність розгляду всього зазначеного масиву статистичних даних, а не його окремої підмножини, полягає в тому, що дослідження виділених істотних показників дозволяє отримати всебічну оцінку стаціонарності

фінансового ринку з урахуванням характеру впливу даних критеріїв на узагальнюючий показник. Крім того, попередній аналіз масиву вхідної інформації виступає підґрунтям проведення подальшого ґрунтовного дослідження поведінки як кожного окремо взятого показника, визначення динамічної оцінки стійкості фінансового ринку, так і характеру варіації узагальнюючого критерію стаціонарності даного ринку.

Отже, у рамках даного етапу проведемо більш детальний аналіз динаміки статистичних показників протягом 1993-2012 рр. Для більш систематизованого представлення інформації, проведемо дослідження індикаторів за групами, сформованими у попередньому підрозділі дисертації.

Таким чином, перш за все розглянемо тенденції розвитку ключових макроекономічних показників. Головним індикатором, який відображає рівень розвитку країни є динаміка ВВП. Цілком закономірно, що протягом 1993-2000 рр. обсяг ВВП в Україні був невисоким і щорічно скорочувався, що можна пояснити активізацією трансформаційних процесів, стадією становлення національної економіки та кризовими процесами на міжнародному рівні.

У 2001-2008 рр. ситуація покращилася, що проявилось у зростанні рівня ВВП на даному етапі на щорічній основі, однак фінансова криза 2008-2009 рр. призвело до стрімкого скорочення даного індикатора у 2009 р., хоча варто зауважити, що національна економіка досить динамічно регенерується, що проявляється у суттєвому зростанні досліджуваного показника протягом 2010-2012 рр.

Наступним показником групи є скоригований чистий національний дохід, який відображає обсяг ВНП, зважений на амортизаційні відрахування та непрямі податки на бізнес. Важливість виокремлення даного показника виявляється в тому, що, по-перше, зазначений індикатор ілюструє динаміку саме ВНП, а, по-друге, він розраховується, на відміну від ВВП, не у ринкових цінах, а у цінах факторів виробництва (цінах виробника). Однак, справедливо зазначити, що попри наявні відмінності, динаміка значень показника ЧНД повністю повторює динаміку ВВП, тобто динаміка вартості кінцевого

споживання товарів, вироблених на території нашої держави різними групами суб'єктів, та динаміка вартості товарів, вироблених національними товаровиробниками, незалежно від географічного розподілу розвиваються за аналогічним сценарієм.

Досить важливими макроекономічними показниками є експорт та імпорт, порівняння яких дозволяє визначити сальдо торгівельного балансу в Україні. У рамках дослідження динаміки даних показників можна відзначити, що протягом 1993-1995 рр. відзначалося зростання експорту та імпорту, однак уже у 1996-1999 рр. відбулося скорочення обох показників. Крім того, необхідно відмітити, що протягом 1993-1999 рр. сальдо торгівельного балансу було негативним, тобто імпорт дещо перевищував експорт. Однак, ситуація кардинально змінилася протягом 2000-2005 рр., адже протягом цього періоду спостерігалось позитивне сальдо, хоча обидва показники демонстрували тенденцію до зростання на щорічній основі, яке тривало до 2008 р. Цілком закономірно, що у 2008 р. обидва показники суттєво скоротилися, причому, починаючи з 2006 р. відновилося тенденція до формування негативного сальдо торгівельного балансу, яка триває і до сьогодні.

Досить тісно пов'язаним із показниками експорту/імпорту є вартість торгівлі, розрахована як відсоток від ВВП. Цілком логічно, що закономірності зміни частки торгівлі у ВВП співпадають із тенденціями розвитку експорту та імпорту. Причому, коливання зазначеного відносного показника має велику амплітуду, а саме: мінімальне значення (1993 р.) – 52%, тоді як максимальне – 120% (2000 р.).

Наступною групою показників є індикатори, що характеризують стан платіжного балансу, важливість впливу якого на функціонування фінансового ринку заключається у його ролі одного з головних балансових звітів держави. Серед параметрів, на основі яких можна здійснити характеристику платіжного балансу, найгіршу динаміку можна відмітити за показником чистого прибутку, який мав негативне значення протягом усього досліджуваного періоду.

За показником сальдо поточного рахунку можна відмітити певну циклічність, оскільки протягом 1993-1998 рр. (6 років) значення цього показника було негативним, тоді як у 1999-2005 рр. (7 років) динаміка була позитивною, проте, починаючи з 2006 р., тобто вже протягом 6 років зазначений показник є від'ємним.

Досить стихійно коливалося значення показника "чистий рахунок операцій з капіталом", оскільки ситуація була стабільно позитивною на проміжку 1993-1997 рр., тоді як негативне значення спостерігалось у 1998-2000, 2003 та 2005 рр., у той час як, починаючи з 2006 р. ситуація стабілізувалася і, саме починаючи з того моменту, і до 2011 р. показник не набував негативного значення.

Останній показник групи (потіки приватного капіталу) відображає динаміку потоків приватного капіталу. Позитивною є тенденція зростання даного показника протягом періоду, скорочення ж відбувалося лише в окремі роки, проте зі швидким відновленням до попереднього рівня.

У контексті характеристики ефективності реального сектору економіки можна виділити кілька показників. Зокрема, позитивною є тенденція до скорочення вартості відкриття бізнесу у відношенні до ВВП, оскільки спрощення умов ведення бізнесу стимулює розвиток національної економіки та, відповідно, становлення фінансового ринку. Підтвердженням даного факту є зростання обсягу прямих іноземних інвестицій у 1993-2008 рр. і лише у кризовий період відбулося певне скорочення.

Необхідно зазначити, що негативною є тенденція до скорочення валового нагромадження капіталу у 1993-1998 рр., однак після завершення фундаментальних трансформаційних перетворень досліджуваний показник перманентно збільшувався. Останнім показником групи є валова додана вартість, яка є важливим індикатором результативності національної економіки. Цілком закономірно, що протягом трансформаційного періоду (1993-1998 рр.) значення даного показника щорічно скорочувалося, однак, починаючи з періоду, який характеризувався стабілізацією інфраструктурних



перетворень, розпочалася позитивна динаміка і за даним показником (1999-2008 рр.); фінансова криза дещо похитнула стабільність даного індикатора, однак, дія деструктивних тенденцій не була затьожною, а тому динаміка показника поступово відновлюється.

Крім зазначених вище груп індикаторів, до показників опосередкованого впливу на функціонування фінансового ринку також можна віднести статистичні дані, що відображають динаміку вільних фінансових ресурсів населення. Необхідність ідентифікації тенденцій розвитку саме даної групи параметрів обумовлена тим, що населення виступає одним з найбільш активних суб'єктів фінансового ринку, виконуючи роль як покупця, так і продавця фінансових активів. Позитивною є тенденція до зростання заощаджень населення, оскільки саме наявність вільних фінансових ресурсів призводить до активізації домогосподарств на фінансовому ринку. У рамках дослідження даної групи параметрів важливо з'ясувати динаміку й іншого показника – витрат на кінцеве споживання.

Таким чином, необхідно відмітити, що витрати на кінцеве споживання стрімко скорочувалися протягом 1993-2000 рр., що можна пояснити недостатньою пропозицією товарів широкого вжитку на національному ринку протягом даного періоду. Саме тому, попри зростання заощаджень населення паралельно зі скороченням витрат домогосподарств протягом досліджуваного періоду розвитку, не можна стверджувати про позитивну тенденцію, оскільки фактично така динаміка не сприяла розвитку інфраструктури фінансового ринку та позитивній зміні його кон'юнктури; найбільш ймовірно, що така ситуація була обумовлена макроекономічною нестабільністю та трансформаційними процесами.

У той же час необхідно зазначити, що зростання витрат на кінцеве споживання разом зі зростанням заощаджень населення протягом 2001-2008 рр. може бути проявом позитивної динаміки, оскільки саме у цьому періоді підвищилась лояльність населення до банківського сектору, відбулася активізація кредитування, що, цілком закономірно, призвело до зростання

витрат на споживання. Однак, протягом 2009-2011 рр. ситуація дещо погіршилася, що було викликано реалізацією деструктивного впливу фінансової кризи.

Дослідивши ключові тенденції зміни показників опосередкованого впливу, перейдемо до характеристики показників, що безпосередньо описують розвиток фінансового ринку. Перш за все, необхідно дослідити динаміку індикаторів, які відображають стан кредитно-депозитного сегменту, оскільки саме даний сегмент є найбільш динамічним. Про позитивну динаміку розвитку кредитно-депозитного сегменту може свідчити зростання протягом усього періоду, з незначним коливанням у кризовий період, показника широкої грошової маси (М3).

Характеризуючи безпосередньо кредитний сегмент, варто відзначити динаміку відсоткових ставок за кредитами. Даний показник цілком адекватно відображав закономірності розвитку досліджуваного сегменту фінансового ринку. Так, можна відмітити стрімке скорочення ставок за кредитами протягом 1993-2000 рр. та стабілізацію даного показника у 2001-2011 рр. Крім того, необхідно зазначити, що максимального значення даний показник набув у 1994 р. – 250%, тоді як мінімальне його значення прослідковувалось у 2007 р. – 14%. Здешевлення кредитних ресурсів може бути проявом стабільності та високого попиту на кредитному ринку, а також наслідком монетарної політики НБУ. Про активізацію процесів кредитування може також свідчити зростання показників внутрішнього кредитування приватного сектору та загального обсягу внутрішніх кредитів, наданих банківським сегментом, у відношенні до ВВП. Свого максимального значення (74%) перший показник набув у 2008 р., що є позитивною тенденцією і свідчить про зростання лояльності приватного сектору до кредитних установ, оскільки у 1993-1999 рр. він не перевищував 8%. Що стосується динаміки другого показника, то свого екстремуму він досяг у 2009 р. на рівні 89%, тобто домінантним кредитором цього року був саме банківський сегмент.

Динаміку кредитного сегменту не можна досліджувати окремо від динаміки депозитного, оскільки обсяг залучених депозитів багато в чому визначає кредитну політику банків. Отже, необхідно відмітити, що відсоток за депозитними вкладками досить стрімко скорочувався, починаючи з 1993 р., і досягнув свого мінімального значення у 2003 р. – 7%, що може свідчити про достатній рівень ліквідності банківського сектору та відсутність необхідності залучати додаткові фінансові ресурси для розширення своєї діяльності. Однак, протягом 2007-2011 рр. ставки дещо збільшились, що можна пояснити деструктивним впливом фінансової кризи.

У рамках характеристики валютного сегменту, доцільно зосередити увагу на дослідженні динаміки обмінного курсу національної валюти до долара США. Справедливо зауважити, що із введенням гривні у 1996 р., національна грошова одиниця була досить дорогою, порівняно до долара США, однак протягом наступних кількох років гривня дещо девальвувала, хоча НБУ підтримував стабільний обмінний курс, який тримався до початку кризи включно. У посткризовий період відбулася дестабілізація на валютному сегменті, тому тенденції його розвитку і до сьогоднішнього дня характеризуються значною волатильністю, що проявляється у помітному коливанні обмінного курсу.

Сегмент цінних паперів є найменш розвинутим у структурі фінансового ринку України, однак, попри низку проблем, показники, що характеризують цей сегмент, демонструють високу динаміку, що підтверджується зростанням кількості компаній, які знаходяться у лістингу, протягом усього досліджуваного періоду та підвищенням загальної вартості акцій, випущених цими компаніями. Незначне скорочення обох показників відбулося лише у посткризовий період, що пояснюється загальною нестабільністю.

Переходячи до другого етапу формування практичних рекомендацій щодо оцінки динамічної стійкості фінансового ринку України, здійснимо визначення мінімального та максимального значень рівнів часових рядів в розрізі кожного з виділених показників стаціонарності, а також проведемо

ідентифікацію років, яким відповідають визначені піки і спади. Результати проведених на даному етапі розрахунків представимо у вигляді табл. Е.2. Справедливо зазначити, що реалізація даного етапу наочно ілюструє описані на попередньому етапі закономірності розвитку показників, що формують вхідний масив статистичної інформації, та, відповідно, періоди розвитку або занепаду часового ряду.

У межах практичної реалізації наступного (третього) етапу досліджуваного науково-методичного підходу, на основі обробки даних, представлених в табл. Е.1, та застосовуючи інформацію, наведену в табл. Е.2, необхідно привести значення показників оцінки динамічної стійкості фінансового ринку України до співставного вигляду (табл. Е.3).

Так, застосування формули проведення природної нормалізації вхідної інформації дозволяє привести величини даних показників до діапазону від нуля до одиниці:

$$c_{ji} = \begin{cases} = 0, k_{ji} = \min_j \{k_{ji}\} \\ = (k_{ji} - \min_j \{k_{ji}\}) / (\max_j \{k_{ji}\} - \min_j \{k_{ji}\}), \min_j \{k_{ji}\} < k_{ji} < \max_j \{k_{ji}\}, \text{ для ттихпоказників,} \\ \text{збільшення якийокращуєцільову функцію;} \\ = (\max_j \{k_{ji}\} - k_{ji}) / (\max_j \{k_{ji}\} - \min_j \{k_{ji}\}), \min_j \{k_{ji}\} < k_{ji} < \max_j \{k_{ji}\}, \text{ для ттихпоказників,} \\ \text{зменшення якийокращуєцільову функцію;} \\ 1, k_{ji} = \max_j \{k_{ji}\} \end{cases} \quad (5.22)$$

де  $c_{ji}$  – нормалізоване значення і-го показника динамічної оцінки стійкості фінансового ринку в розрізі j-го року;

$k_{ji}$  – вихідне значення і-го статистичного показника динамічної оцінки стійкості фінансового ринку в розрізі j-го року.

Результати проведених розрахунків згруповані у табл. 5.15. Крім того, необхідно зазначити, що перетворення вхідного масиву даних до описаного вигляду дозволяє не лише порівнювати і співставляти показники оцінки

динамічної стійкості фінансового ринку України між собою, але і виявляти приховані тенденції даних часових рядів.

Таблиця 5.15 – Статистичний аналіз значень часового ряду динамічної оцінки стійкості фінансового ринку

Рік	Узагальнюючий показник динамічної оцінки стійкості фінансового ринку	Середнє значення за кожні 5 років	Середнє квадратичне відхилення за кожні 5 років
1993	0,23	0,28	0,035
1994	0,32		
1995	0,27		
1996	0,27		
1997	0,29		
1998	0,31	0,34	0,025
1999	0,32		
2000	0,33		
2001	0,36		
2002	0,36		
2003	0,37	0,46	0,073
2004	0,42		
2005	0,44		
2006	0,49		
2007	0,56		
2008	0,66	0,64	0,057
2009	0,56		
2010	0,62		
2011	0,70		
2012	0,68		

Зведення нормалізованих показників динамічної оцінки стійкості фінансового ринку в один узагальнюючий показник у розрізі аналізу обраного об'єкту дослідження за кожен рік розглянутого часового інтервалу виступає основою проведення наступного (четвертого) етапу науково-методичного підходу. Отже, отримані розрахункові значення шуканого узагальнюючого показника та їх співставлення із середнім рівнем представимо графічно на рис. 5.12.

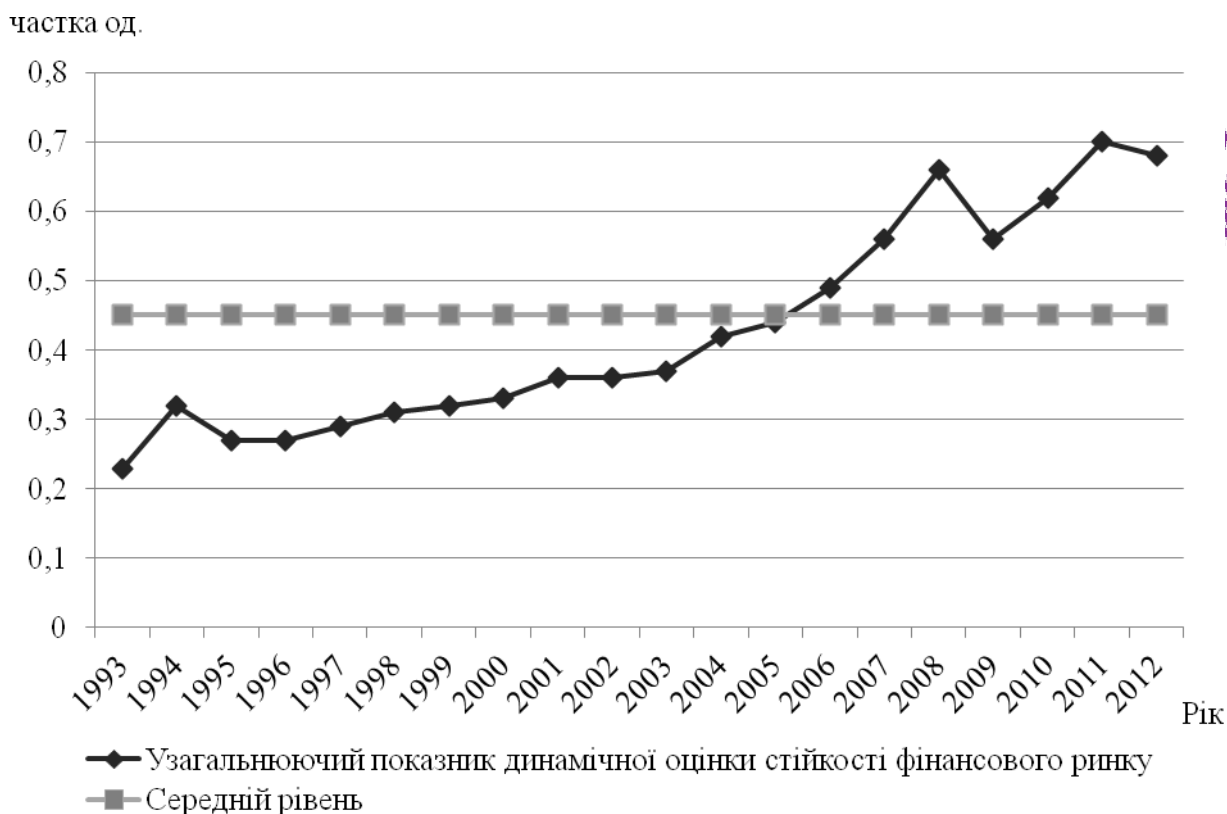


Рисунок 5.12 – Діаграма динаміки узагальнюючої оцінки стійкості фінансового ринку України

Таким чином, доцільно зауважити, що на рис. 5.12 зображено часовий ряд річних значень узагальнюючої оцінки динамічної стійкості фінансового ринку (частки одиниці) з 1993 по 2012 роки. Проводячи його аналіз, справедливо зауважити, що даний показник за 20 років збільшився із 0,23 до 0,68 частки одиниці, але протягом досліджуваного періоду прослідковуються значні циклічні коливання, зокрема, можна відзначити різке зростання показника у 1994 р., яке супроводжувалося подальшим зниженням у наступному році. Період 1995-2008 рр. характеризується постійною зростаючою тенденцією, однак, 2009 р. позначився різким зниженням узагальнюючого індикатора, попередній рівень якого було в результаті досягнуто у 2011 р. та майже збережено протягом 2012 р. Таким чином, протягом аналізованого періоду можна виокремити два роки, які характеризувалися різкою зміною узагальнюючого показника, що може свідчити про наявність впливу кризових

явищ на стабільність функціонування фінансового ринку України у зазначені періоди.

На даному етапі практичної реалізації методики оцінки динамічної стійкості фінансового ринку, необхідно зазначити, що стверджувати про будь-який стан фінансового ринку країни на основі аналізу, що охоплює період 1993-2012 рр. у цілому недоцільно. Виходячи з цього, актуально розглядати певні проміжки його розвитку, у межах яких можна зафіксувати наявність певних змін, що стосуються умов його стабільного функціонування та можуть мати деструктивний вплив на стійкість одного чи декількох його сегментів або фінансового ринку в цілому. Безумовно, запропонована методика дозволяє проводити оцінку стійкості фінансового ринку навіть протягом місяця, за умови наявності щоденної інформації, але переважна більшість показників не зазнає ніяких змін. Крім того, фінансовий ринок є дуже складною системою, зміни якої найбільш явно проявляються по закінченню року. Таким чином, в межах даного дослідження запропоновано виокремлювати чотири етапи по п'ять років.

Отже, аналіз середнього й середнього квадратичного відхилення, зроблений за кожні 5 років, свідчить, що дані показники впродовж перших п'яти років будуть нижчими, ніж впродовж других п'яти років, і очевидно, за останній період, коли показник зростає в середньому до 0,64 частки одиниці, його середній рівень буде вищий, ніж за перший рік. Тобто, можливо зазначити, що з кожним періодом ряд поступово розхитується.

Доцільно також зазначити, що величина дисперсії й середнього квадратичного відхилення може бути функцією від значення певного чинника, який відображує поведінку часового ряду від інтервалу дослідження. Отже, дисперсія показника, що коливається навколо 0,28 (середнє значення першого проміжку), приймає значення за величиною нижчою за дисперсію показника, що коливається навколо позначки 0,64 (значення останніх п'яти років). Очевидно, ряд значень показника узагальнюючої оцінки динамічної стійкості фінансового ринку не є стаціонарним. Виходячи з цього, в подальшому

необхідності набуває ідентифікація причин нестационарності досліджуваного часового ряду та визначення етапів з якими пов'язано відхилення ряду від стаціонарного стану.

Реалізація попередніх чотирьох етапів досліджуваної методики дозволяє, в подальшому, перейти, безпосередньо, до динамічної оцінки стійкості фінансового ринку України та визначити її тип, відповідно до періоду становлення фінансового ринку (п'ятий етап методики).

На теоретичному рівні було з'ясовано, що використання z-критерію (статистика), не призведе до отримання адекватних результатів, тому оцінку стійкості фінансового ринку проводимо на базі використання інших методів. Характеризуючи метод перевірки різниць середніх рівнів та метод Форстера-Стьюарта з точки зору адекватності їх застосування у даному дослідженні, передусім, варто відзначити, що метод перевірки різниць середніх рівнів застосовується, переважно, для виявлення монотонної тенденції, у той час як метод Форстера-Стьюарта являється більш універсальним та дає змогу отримати більш надійні результати.

Окрім того, з математичної точки зору більш адекватні висновки можливо отримати за допомогою метода Форстера-Стьюарта, оскільки він поряд з порівнянням середніх, ще враховує факт нерівності дисперсій. Враховуючи той факт, що розвиток фінансового ринку характеризується певними коливаннями, які залежать від значного числа зовнішніх та внутрішніх факторів, його функціонування, ймовірніше за все, описуватиметься зміною тенденцій протягом досліджуваного періоду, що зумовлює доцільність вибору для оцінки методу Форстера-Стьюарта, який дозволить отримати результати, що більшою мірою відповідають реальним тенденціям розвитку економіки країни.

Застосування методу Форстера-Стьюарта для часового ряду значень узагальнюючого показника динамічної оцінки стійкості фінансового ринку дозволило отримати результати, наведені в табл. 5.16, 5.17.



Таблиця 5.16 – Проміжні розрахунки дослідження стаціонарності часового ряду значень узагальнюючого показника динамічної оцінки стійкості фінансового ринку методом Форстера-Стьюарта

Період	Узагальнюючий показник (нормалізоване значення)	k	l
A	1	2	3
1993	0,23		
1994	0,32	1	0
1995	0,27	0	0
1996	0,27	0	0
1997	0,29	0	0
1998	0,31	0	0
1999	0,32	0	0
2000	0,33	1	0
2001	0,36	1	0
2002	0,36	1	0
2003	0,37	1	0
2004	0,42	1	0
2005	0,44	1	0
2006	0,49	1	0
2007	0,56	1	0
2008	0,66	1	0
2009	0,56	0	0
2010	0,62	0	0
2011	0,70	1	0
2012	0,68	0	0
Сума	-	11	0

Отже, проведемо розрахунок критерію Стюдента. На рівні значущості  $\alpha = 0,05$ , тобто з імовірністю 0,95 та з числом ступенів свободи  $n_1 + n_2 - 2 = 19 - 2 = 17$  табличне значення критерію Стюдента дорівнює  $t_\alpha = 2,11$ .

Таблиця 5.17 – Вихідні розрахунки дослідження стаціонарності часового ряду значень узагальнюючого показника динамічної оцінки стійкості фінансового ринку методом Форстера-Стьюарта

№	Показник	Числове значення	Показник	Числове значення	Критичне значення	Висновки
A	1	2	3	4	5	6
1	e	11	$t_e$	2,830696	2,11	тренд у середньому
2	d	0	$t_d$	3,598944	2,11	тренд дисперсії рівнів

Крім того, для аналізованого часового ряду розрахункові значення  $t_c$  і  $t_d$  перевищують табличне значення  $t_a$ , тобто нульова гіпотеза не приймається, існує тренд як середнього, так і дисперсії ряду. Даний факт виступає підтвердженням нестационарності даного часового ряду.

Окремого дослідження потребує застосування методу Форстера-Стюарта для часових рядів інтервалом по 5 років значень узагальнюючого показника динамічної оцінки стійкості фінансового ринку дає розрахунки, наведені в табл. 5.18, 5.19.

Таблиця 5.18 – Проміжні розрахунки дослідження стаціонарності часового ряду значень узагальнюючого показника динамічної оцінки стійкості фінансового ринку методом Форстера-Стюарта протягом чотирьох проміжків дослідження

Період	Узагальнюючий показник (нормалізоване значення)	k	l
A	1	2	3
Перший п'ятирічний період			
1993	0,23		
1994	0,32	1	0
1995	0,27	0	0
1996	0,27	0	0
1997	0,29	0	0
Другий п'ятирічний період			
1998	0,31		
1999	0,32	1	0
2000	0,33	1	0
2001	0,36	1	0
2002	0,36	1	0
Третій п'ятирічний період			
2003	0,37		
2004	0,42	1	0
2005	0,44	1	0
2006	0,49	1	0
2007	0,56	1	0
Четвертий п'ятирічний період			
2008	0,66	0	1
2009	0,56	0	1
2010	0,62	0	0
2011	0,70	1	0
2012	0,68	0	0

На рівні значущості  $\alpha = 0,05$ , тобто з імовірністю 0,95 та з числом ступенів свободи  $n_1 + n_2 - 2 = 5 - 2 = 3$  табличне значення критерія Стьюдента для перших трьох інтервалів дорівнює  $t_\alpha = 3,18$ , в той час як для останнього проміжку (який містить чотири рівні)  $t_\alpha = 2,77$ . Для часового ряду протягом інтервалу часу 1993-1997 роки розрахункові значення  $t_c$  і  $t_d$  перевищують табличне значення  $t_\alpha$ , тобто нульова гіпотеза не приймається, існує тренд або середнього, або дисперсії ряду. Даний факт виступає підтвердженням нестационарності відповідного часового ряду.

Протягом 1998-2012 років часовий ряд значень узагальнюючого показника динамічної оцінки стійкості фінансового ринку виявляється стаціонарним, підтвердженням чого виступають практичні аспекти застосування методу Форстера-Стьюарта: тренд відсутній як в середньому, так і дисперсії рівнів, отже часовий ряд характеризується як стаціонарний.

Таким чином, на основі комплексного дослідження стійкості фінансового ринку України методом Форстера-Стьюарта, отримуємо табл. 5.19, в якій наведено фактичні та розрахункові значення критерію Стьюдента протягом ідентифікованих проміжків часу.

Аналіз значень критерію Стьюдента дозволяє прийняти або відхилити гіпотезу про наявність тренду в середньому і наявність тренду дисперсії рівнів ряду та, в результаті, виявити характер його стаціонарності або не стаціонарності.

На основі даних табл. 5.19 можна відмітити, що протягом досліджуваного періоду не спостерігалось єдиної тенденції розвитку фінансового ринку України. Так, у 1993-1997 рр. ряд є нестационарним, тобто період характеризується відсутністю рівноваги. Такі висновки є цілком закономірними, оскільки на даному етапі розвитку економіка характеризувалася значною нестабільністю, що було обумовлено зміною статусу нашої держави, переходом від командно-адміністративної до ринкової моделі функціонування економіки.

Таблиця 5.19 – Вихідні розрахунки дослідження стаціонарності часового ряду значень узагальнюючого показника динамічної оцінки стійкості фінансового ринку України методом Форстера-Стьюарта протягом чотирьох проміжків дослідження

Період	Показник	Число-ве значення	Показник	Числове значення	Критичне значення	Висновки	Характеристика ряду	
1993-1997	c	1	tc	3,607167	3,18	тренд у середньому	Ряд нестационарний	
	d	1	td	0,649121		тренд дисперсії рівнів відсутній		
1998-2002	c	4	tc	0,094772		тренд у середньому відсутній	Ряд стаціонарний	
	d	4	td	2,596485		тренд дисперсії рівнів відсутній		
2003-2007	c	4	tc	0,094772		тренд у середньому відсутній	Ряд стаціонарний	
	d	4	td	2,596485		тренд дисперсії рівнів відсутній		
2009-2012	c	3	tc	2,562384		2,77	тренд у середньому відсутній	Ряд стаціонарний (на межі нестационарності)
	d	-1	td	0,720378			тренд дисперсії рівнів відсутній	

Крім загальної макроекономічної нестабільності, досить волатильним був і фінансовий сектор, який знаходився на початковому етапі свого розвитку і характеризувався відсутністю адекватного нормативного регулювання, недостатністю розвитку інфраструктурних елементів та недостатністю необхідного досвіду. Фактично, фінансовий ринок у розрізі визначених структурних компонентів не функціонував, що і обумовило його нестационарність.

Проведення реформи у грошово-кредитній сфері у 1996 р., розробка та затвердження ряду нормативно-правових актів призвело до активізації розвитку банківського сегменту та, дещо згодом, і решти структуроутворюючих елементів фінансового ринку, що призвело до макроекономічної стабілізації та, як наслідок, встановлення рівноваги на окремих ринках, що і обумовлює стаціонарність рядів 1998-2002, 2003-2007 рр. Саме даний період характеризувався становленням та розвитком фінансового ринку. Протягом цих

років значно збільшилася довіра населення до банківського сегменту, що, разом із підвищенням рівня життя населення, спричинило стрімке зростання попиту на кредитні, а, дещо пізніше, і депозитні послуги. Активність на кредитно-депозитному та валютному сегментах призвела до поступової популяризації і інших фінансових інструментів, що викликало активізацію трансформаційних процесів на сегменті цінних паперів та зростання обсягу операцій, укладених на цьому сегменті. Справедливо зазначити, що у докризовий період фондовий сегмент України був одним із найбільш динамічних секторів.

Однак, глобальна фінансова криза 2008-2009 рр. призвела до розвитку дестабілізаційних процесів на вітчизняному фінансовому ринку, що призвело до його нестаціонарності в останньому періоді, тобто відсутності стійкої рівноваги. Фінансова криза, перш за все, спричинила значну волатильність банківського сегменту, що проявилось у стрімкому зменшенні, а на певному проміжку часу і забороні на здійснення кредитних та депозитних операцій. Варто зауважити, що дія деструктивних чинників поширилася за межі банківського сегменту та спричинила макроекономічну нестабільність та рецесію, що, попри певні санаційні заходи, не дозволяє стверджувати про відновлення рівноваги як у цілому на макrorівні, так і, зокрема, на фінансовому ринку.

Дослідивши практичне впровадження науково-методичного підходу щодо оцінки динамічної стійкості фінансового ринку на прикладі України, з метою перевірки адекватності методики та порівняння отриманих результатів, проведемо ідентифікацію результативного показника для інших країн, а саме Республіки Словенія, Республіки Польща та Чеської Республіки. Вибір саме даного набору країн пов'язаний з їх географічною близькістю, подібністю організації фінансового ринку та спрямованістю української влади до євроінтеграційних процесів.

Перше ніж, надавати результати практичної реалізації розробленої методики визначення динамічної стійкості фінансового ринку для обраних країн, необхідно зазначити, що інформаційна база дослідження була

сформована на основі даних, наведених на сайті Світового банку [373], а перелік статистичних показників та етапи проведення подібні до вищенаведеного прикладу по Україні.

Інформаційна база для проведення оцінки динамічної стійкості фінансового ринку Республіки Словенія, Республіки Польща та Чеської Республіки наведено у дод. Ж.

Характеризуючи економічну ситуацію, що склалася в період дослідження у Республіці Словенія, варто зазначити, що тенденції розвитку фінансового сектору даної країни, незважаючи на незначний розмір її ВВП, порівняно з масштабами Європейського Союзу, враховуючи високий рівень інтегрованості економік країн Євросоюзу, мають досить значний вплив на стабільне функціонування європейської фінансової системи.

Аналіз показників розвитку Республіки Словенія доцільно розпочати, передусім, з розгляду динаміки валового внутрішнього продукту. Наведені у табл. Ж.1 статистичні дані відображають наявність тенденції поступового зростання даного індикатора протягом 1993-2008 рр. (період 1993-1999 рр. характеризувався помірним підвищенням показника, тоді як, починаючи з 2002 р. після незначного спаду у 2000-2001 рр. зростання відбувається більш різкими темпами), причому у 2008 р. було досягнуто максимального протягом періоду дослідження значення, у той час як період 2009-2012 рр. позначився досить різким зниженням показника, що, ймовірно, є наслідком світової фінансової кризи 2007-2009 рр. Аналогічні тенденції демонструють також зафіксовані значення скоригованого чистого національного доходу, експорту та імпорту товарів і послуг.

Що стосується динаміки показника торгівлі, який досліджується на основі її відсоткового співвідношення до ВВП, можна відзначити поступове зростання даного коефіцієнта протягом аналізованого періоду 1993-2012 рр., яке супроводжується незначною волатильністю на різних етапах дослідження. Таким чином, можна визначити, що динаміка ключових макроекономічних показників, тенденції розвитку яких мають прямий вплив на стабільне

функціонування фінансового ринку, свідчить про можливість коливань у даній сфері протягом 2008-2012 рр.

Розглядаючи динаміку параметрів, які відображають стан платіжного балансу, варто, передусім, проаналізувати сальдо поточного рахунку, яке відображає зміну обсягів іноземних активів, присутніх у країні, що характеризує рівень валютизації економіки та впливає на розвиток фінансового ринку у сфері операцій, що реалізуються в іноземній валюті. Динаміка даного показника у Республіці Словенія дає змогу зробити висновок про незначний приплив валюти у країну у 1993-1994 рр., 2001-2002 рр. та 2011 р., у той час як за підсумками 2012 р. зафіксовано значне зростання показника. Протягом решти досліджених років сальдо поточного рахунку характеризується від'ємним значенням, що свідчить про зниження валютних активів у економіці країни.

Характеризуючи чистий прибуток, який відображається у платіжному балансі, зазначимо, що в цілому динаміка його значень свідчить про поступовий спад показника протягом 1993-2012 рр., причому, починаючи з 2002 р. і до кінця періоду було зафіксовано чистий збиток індикатора, що свідчить про зниження ефективності зовнішньоекономічних операцій, що, відповідно, може негативно відобразитися і на функціонуванні фінансового ринку, оскільки, поруч з показниками розвитку реального сектору, включає також і фінансовий результат від здійснення іноземних інвестицій.

Позитивний вплив на функціонування фінансового ринку чинить зростання обсягу потоків приватного капіталу. Однак, аналіз статистичних даних, що характеризують економіку Республіки Словенія, свідчить про відсутність однозначної тенденції, яка відображає динаміку зазначеного показника. Так, період 1993-2003 рр. у цілому характеризується позитивними значеннями індикатора, причому, незважаючи на коливання у межах зазначеного проміжку часу, на кінець 2003 р. рівень показника суттєво зростає у порівнянні з початком періоду. Проте, за підсумками 2004 р. відбувається стрімке зниження показника до рівня, що характеризує відтік капіталу за межі

країни, що, відповідно, суттєво вплинуло на перебіг процесів у всіх сферах національної економіки. Зазначена тенденція збереглася включно до кінця 2007 р., за результатами якого зафіксовано найбільш низький рівень показника протягом всього досліджуваного періоду, однак, у 2008-2009 рр. знову спостерігався значний притік капіталу, обсяги якого у подальшому знизилися, однак, у останні періоди показник демонстрував позитивні значення.

Досліджуючи можливості домогосподарств щодо постачання вільних фінансових ресурсів на фінансовий ринок, слід розглянути показник валових національних витрат, у структурі якого можна визначити витрати на споживання та заощадження. Отже, розглядаючи динаміку валових національних витрат у Республіці Словенія, доцільно звернути увагу на рівномірність темпів їх зростання протягом 1993-2008 рр. та незначне зниження показника у 2009-2012 рр., що свідчить про певне погіршення рівня життя населення у зазначеному періоді. При цьому динаміка значень, що характеризують витрати на кінцеве споживання, характеризується наявністю певних коливань протягом аналізованого періоду, які в цілому відповідають тенденціям зміни рівня ВВП, у той час як динаміка індикатора валових заощаджень повністю повторює тенденцію, виявлену для показника валових національних витрат, що свідчить про поступове зростання обсягу потенціальних фінансових ресурсів протягом 1993-2012 рр. для формування пропозиції на фінансовому ринку, що в цілому створює сприятливі умови для його функціонування.

Важливий вплив на розвиток фінансового ринку має ефективне функціонування реального сектору економіки, яке, з одного боку, забезпечує постачання вільних фінансових ресурсів суб'єктів господарювання на фінансовий ринок, а з іншого – відображає зростання попиту виробничих підприємств на інвестиційні ресурси, що обертаються на фінансовому ринку. Одним з показників, що відображає масштаби розвитку реального сектору економіки, є валова додана вартість, динаміка значень якої характеризується тенденцією зростання у 1993-2008 рр. та досить суттєвим спадом у подальших з



досліджених періодів. Позитивний вплив на стабільне зростання фінансового ринку чинить також валове нагромадження капіталу, статистичні дані щодо динаміки якого демонструють наявність певних коливань протягом дослідженого періоду, зокрема, незважаючи на те, що в цілому у 1993-2008 рр. простежується зростаюча тенденція, у рамках даного часового проміжку можна відзначити періоди поступового (1995-1999 рр., 2004-2006 рр.) та стрімкого зростання (1993-1994 рр., 2002-2004 рр. та, особливо, 2006-2008 рр.), а також незначний спад на відрізок 2000-2001 рр. Окрім цього, для даного індикатора характерний різкий спад за підсумками 2009 р., який продовжився його незначним подальшим зниженням у наступних періодах.

Окрім внутрішніх умов, для розвитку реального сектору важливе значення мають обсяги іноземних інвестицій, динаміка яких характеризується значною амплітудою коливань протягом досліджуваного періоду, причому 1993-2001 рр. позначилися досить рівномірними значеннями показника, найбільший обсяг іноземних коштів, вкладених у економіку Республіки Словенія, було зафіксовано у 2002 р., а, починаючи з 2003 р., відбуваються суттєві коливання показника, причому періоди припливу іноземних інвестицій змінюються на відплив ресурсів за межі країни, що пов'язано з нестабільністю фінансового та реального секторів у даний період.

У контексті даного дослідження, окрім ключових індикаторів функціонування економіки, мають значення також показники розвитку структурних елементів фінансового ринку, які характеризуються рядом специфічних показників.

Функціонування кредитно-депозитного сегменту тісно пов'язане з показниками, що характеризують обсяги грошової маси, яка перебуває в обігу. Зокрема, доцільно розглянути критерій забезпеченості економіки готівкою, який відображається показником її надлишку чи дефіциту, наведені статистичні дані щодо динаміки якого відображають наявність різких коливань, що, відповідно, формує передумови нестабільного функціонування фінансового ринку. Характеризуючи даний показник, варто зазначити, що протягом періоду

дослідження досить значна сума надлишку готівкових коштів сформувалась у 1993 р., у той час як періоди 1994-1996 рр та 2007-2008 рр. відображали майже збалансований стан потреб економіки та маси готівки в обігу. Негативний вплив на розвиток фінансового ринку спричинив період 1997-2006 рр., у якому було зафіксовано дефіцит готівки, однак, найбільш несприятливим у даному контексті можна вважати відрізок часу в межах 2009-2012 рр., рівень дефіциту у якому характеризувався найвищими значеннями, зафіксованими протягом всього періоду дослідження, причому привертає увагу той факт, що після стрімкого зниження показника у 2009 р. дана тенденція збереглася і у наступні періоди.

У контексті дослідження кредитно-депозитного сегменту окремої уваги заслуговують показники наданих кредитів – зокрема, динаміка внутрішніх кредитів, наданих банківськими установами Республіки Словенія, виражена у відсотках до ВВП, характеризується поступовим зростанням протягом 1993-2010 рр. (у 2010 р. дане співвідношення склало (97% ВВП) та незначним зниженням протягом 2011-2012 рр. (до 94%); у той час як співвідношення кредитів, наданих внутрішньому сектору, до ВВП, характеризується аналогічною тенденцією, однак, дещо нижчими значеннями (максимальний рівень, зафіксований у 2009 р., становить 94%). Виявлені тенденції свідчать про розвиток кредитного сегменту. Важливе значення для розвитку кредитно-депозитного сегменту мають також показники ставок за кредитами та депозитами, динаміка яких у Республіці Словенія у період дослідження відображається чітко спадними тенденціями – загальне зниження кредитної відсоткової ставки склало 43% (з 49% у 1993 р. до 6% на кінець досліджуваного періоду), а рівень депозитної ставки знизився з 33% до 1%, що в сумі складає 32%.

Основними показниками, що характеризують тенденції функціонування валютного сегменту, є індикатори валютних курсів. У межах досліджуваного періоду у 1993-2006 рр. у Республіці Словенія існувала власна національна валюта – толар, у той час як з 2007 р. відбувся перехід країни на євро, тому,

характеризуючи валютний сегмент, розглянемо динаміку офіційного обмінного курсу долара до долара США протягом 1993-2006 рр. Наведені статистичні дані свідчать про поступову девальвацію національної валюти Республіки Словенія у 1993-2001 рр., тоді як на відрізьку 2002-2006 рр. відбувається зміцнення її валютного курсу.

Що стосується розвитку сегменту цінних паперів Республіки Словенія, можемо констатувати, що фондова біржа у країні функціонує, починаючи з 1990 р. [187], і даний сегмент вважається досить розвиненим, порівняно з іншими країнами з перехідною економікою. Одним з ключових показників, що відображає обсяги фінансових активів, які перебувають в обігу на даному сегменті, є загальна вартість акцій, що торгуються, динаміку якої протягом 1993-2007 рр., незважаючи на досить значну волатильність у рамках періоду, можна охарактеризувати зростаючою тенденцією, у той час, як подальший період позначився зниженням індикатора, що, ймовірно, пов'язано з кризовими процесами, які вплинули на вартість акцій компаній.

Для більш повного аналізу доцільно дослідити також кількість компаній, які перебувають у лістингу, динаміка яких характеризується наступними тенденціями – протягом 1993-2002 рр. відбулося зростання показника з 16 до 35 компаній, стрімке зростання (135 компаній) було зафіксоване за підсумками 2003 р., яке посилилось подальшим зростанням у 2004 р. до максимального за період значення, однак, починаючи, з 2005 р., кількість компаній у лістингу знижується і на кінець 2012 р. показник становить 61 компанію, що, відповідно, свідчить про зниження масштабів фондового ринку та є передумовою для зниження вартості торгів, зафіксованого у даному періоді. Про зменшення активності на сегменті цінних паперів Республіки Словенія свідчить також динаміка коефіцієнта оборотності акцій, що торгуються, який, за аналізований період знизився з рівня 76% до значення 6%.

Виявлені тенденції свідчать про існування як періодів стабільного розвитку економіки, так і негативних показників її розвитку, однак на основі наведених статистичних даних не можна зробити однозначного висновку про

стійкість фінансового ринку Республіки Словенія, тому перейдемо до інтерпретації результатів, отриманих у підсумку застосування розробленого науково-методичного підходу.

У табл. 5.20 наведено значення узагальнюючого показника динамічної стійкості фінансового ринку Республіки Словенія.

Таблиця 5.20 – Статистичний аналіз значень часового ряду динамічної оцінки стійкості фінансового ринку Республіки Словенія

Рік	Узагальнюючий показник динамічної оцінки стійкості фінансового ринку	Середнє значення за кожні 5 років	Середнє квадратичне відхилення за кожні 5 років
1993	0,07	0,14	0,040
1994	0,15		
1995	0,13		
1996	0,17		
1997	0,16		
1998	0,18	0,28	0,089
1999	0,18		
2000	0,34		
2001	0,34		
2002	0,35		
2003	0,36	0,40	0,035
2004	0,38		
2005	0,39		
2006	0,43		
2007	0,44		
2008	0,57	0,42	0,116
2009	0,41		
2010	0,44		
2011	0,28		
2012	0,38		

Отже, розпочинаючи аналіз стійкості фінансового ринку Республіки Словенія, констатуємо, що Республіка Словенія, як і Україна, здобула незалежність у 1991 році, однак, попри активні трансформаційні процеси, економіка досліджуваної країни була досить стабільною і демонструвала високі темпи розвитку, оскільки саме Республіка Словенія була найбільш розвинутою серед колишніх югославських республік та успадкувала налагоджені торгівельні зв'язки з високорозвинутими країнами Європи.

Отримані розрахункові значення шуканого узагальнюючого показника та їх співставлення із середнім рівнем індикатора протягом досліджуваного періоду представимо графічно на рис. 5.13.



Рисунок 5.13 – Діаграма динаміки узагальнюючої оцінки стійкості фінансового ринку Республіки Словенія

Дані рисунку свідчать, що у 2012 р. порівняно з 1993 р. значення узагальнюючого показника зросло на 0,31, при цьому найбільш високий його рівень спостерігався у 2008 р. Досліджуючи динаміку показника, можемо стверджувати, що протягом 1993-2008 рр. спостерігається його поступове зростання, тоді як 2009-2011 рр. характеризуються зворотною тенденцією. У цілому протягом аналізованого періоду можна відзначити два роки, що позначилися різким зростанням індикатора (2000 та 2008 рр.), а також два роки, для яких характерне значне зниження рівня узагальнюючого показника (2009 та 2011 рр.).

Кінцеві результати дослідження стаціонарності часового ряду методом Форстера-Стьюарта з використанням критерію Стьюдента для фінансового ринку Республіки Словенія наведено у табл. 5.21.

Таблиця 5.21 – Вихідні розрахунки дослідження стаціонарності часового ряду значень узагальнюючого показника динамічної оцінки стійкості фінансового ринку Республіки Словенія методом Форстера-Стьюарта протягом чотирьох проміжків дослідження

Період	Показник	Числове значення	Показник	Числове значення	Критичне значення	Висновки	Характеристика ряду
1993-1997	c	2	tc	1,20742		тренд у середньому відсутній	ряд стаціонарний
	d	2	td	1,29824		тренд дисперсії рівнів відсутній	
1998-2002	c	3	tc	1,76724	3,18	тренд у середньому відсутній	ряд стаціонарний
	d	1	td	0,64912		тренд дисперсії рівнів відсутній	
2003-2007	c	4	tc	2,33849		тренд у середньому відсутній	ряд нестационарний
	d	4	td	2,59649		тренд дисперсії рівнів	
2009-2012	c	3	tc	2,57679	2,77	тренд у середньому	ряд нестационарний
	d	-3	td	2,16113		тренд дисперсії рівнів відсутній	

Необхідно відмітити, що протягом 1993-2002 рр. економіка, а, відповідно, і фінансовий ринок Республіки Словенія демонстрували високі показники результативності, сам тому даний період є стаціонарним, проте, враховуючи подальший розвиток економіки Республіки Словенія, можна відмітити, що нестационарність рядів вказує на прояви кризових явищ у фінансовій системі Республіки Словенія, що позначилося на стійкості фінансового ринку, описаній індикаторами, розрахованими за методом Форстера-Стьюарта.

Нестационарність рядів протягом 2003-2012 рр. для фінансового ринку досліджуваної країни можна пояснити наступними факторами: у 2007 році Республіка Словенія змінює національну валюту на євро, що, цілком

закономірно, призвело до волатильності валютного сегменту, а, відповідно, і фінансового ринку; щодо періоду 2008-2012 рр., то нестационарність цілком закономірно можна пояснити деструктивним впливом фінансової кризи, наслідки якої не дозволяють відновити стабільність в країні і на теперішньому етапі. Відповідно до аналітичних даних, на сьогоднішній день, незважаючи на проведені у 2012 р. реформаційні заходи, економіка Республіки Словенія характеризується ризиком виникнення боргової кризи, що пов'язано з зростанням дефіциту державного бюджету, зумовленим рецесією експортоорієнтованої національної економіки за підсумками 2009 р. [75].

Значними проблемами характеризується також банківська система держави – рівень проблемних кредитів складає близько 20% ВВП, що становить значний ризик для її економіки в цілому, враховуючи той факт, що банківський сегмент становить близько 130% ВВП [234]. Відповідно на сьогоднішній день нестабільний фінансовий ринок Республіки Словенія чинить загрозу функціонуванню як національної, так і європейської економіки, що зумовлює необхідність залучення міжнародної фінансової допомоги для повернення його стійкого стану.

Наступною країною, для якої буде здійснено оцінку стійкості фінансового ринку виступає Чеська Республіка. Статистичні дані, які характеризують економіку даної країни, наведено в табл. Ж.4

Динаміка обсягів ВВП країни свідчить, що, протягом 1993-2009 рр. відбувається поступове нарощення рівня показника, у рамках якого можна виокремити період поступового зростання (1993-1996 рр.), період стабільного рівня (1997-2000 рр.) та період стрімкого зростання (2001-2009 рр.), однак, за результатами 2010 р. відбувається зниження даного параметра, яке, проте, вже у наступному році змінюється незначним підвищенням з нарощенням зростаючого темпу у 2012 р., що в цілому свідчить про стабільний розвиток економіки Чеської Республіки. Аналогічні тенденції було виявлено у процесі аналізу динаміки скоригованого чистого національного доходу, а також експорту та імпорту товарів і послуг, обсяги яких протягом періоду

дослідження були майже рівними у розрізі кожного з розглянутих років, що свідчить про стабільність платіжного балансу держави. Динаміка частки страхових та фінансових послуг у структурі експорту та імпорту послуг свідчить про зниження показників у 2012 р. порівняно зі значеннями, зафіксованими у 1993 р. Окремо слід відмітити, що частка страхових та фінансових послуг у структурі імпорту послуг досить значно перевищує аналогічний показник, розрахований для експорту послуг, при цьому найбільший розрив спостерігається протягом 2001-2009 рр.

Аналізуючи показники, що характеризують зовнішньоекономічну діяльність Чеської Республіки, слід звернути увагу на динаміку сальдо поточного рахунку платіжного балансу, рівень якого протягом періоду дослідження за винятком 1993 р., відображається від'ємними значеннями, які, до того ж, супроводжуються значними коливаннями, що свідчить про зменшення обсягу іноземних активів, присутніх у чеській економіці. Аналогічною тенденцією відображається динаміка чистого прибутку.

На відміну від зазначених результатних показників зовнішньоекономічної діяльності, статистичні дані щодо обсягу потоків приватного капіталу свідчать, що протягом аналізованого періоду динаміка їх значень свідчить про постійне зростання показника, темпи росту якого, проте, характеризуються значними флуктуаціями – зокрема, періодами різкого зростання позначилися 1995, 1998, 2001, 2004-2005, 2007, 2010 рр., у той час як суттєве зниженням індикатора можна відмітити у 1994, 1996, 2000, 2003, 2006, 2008 та 2011 рр.

Аналізуючи витрати населення у контексті акумулювання домогосподарствами вільних фінансових ресурсів, можна відзначити, що зростання валових національних витрат у Чеській Республіці протягом 1993-2012 рр. відбувається значно стрімкішими темпами, ніж динаміка значень показника валових заощаджень, незважаючи на подібність тенденцій зміни зазначених індикаторів, для яких у цілому можна відзначити досить суттєве збільшення протягом періоду дослідження, що свідчить про розширення можливості домогосподарств у операціях на фінансовому ринку.



Обсяги валової доданої вартості у розрізі факторної вартості, зафіксовані у 1993-2012 рр., змінюються у відповідності до динаміки обсягів ВВП, що свідчить про рівномірний розвиток реального сектору економіки, який є запорукою ефективного функціонування фінансового ринку. Про зростання масштабів економіки можна зробити висновок також, аналізуючи динаміку обсягів валового нагромадження капіталу, рівень якого зростає протягом 1993-1996 рр., потім характеризується поступовим зниженням включно до 1999 р., та, починаючи з 2000 р., відбувається нарощення темпів збільшення показника, що у 2008 р. дозволяє зафіксувати найвищий за період дослідження рівень, значення якого, однак, різко знижується протягом 2009 р., яке, незважаючи на певне зростання у 2010-2011 рр., повторюється за результатами 2012 р.

Враховуючи значний рівень інтегрованості Чеської Республіки у міжнародний економічний простір, при характеристиці стану її економіки варто звернути увагу на динаміку прямих іноземних інвестицій, зростання обсягу яких стимулює розвиток реального та фінансового сектору. Протягом 1993-2005 рр., у результаті досить суттєвих коливань даного індикатора було досягнуто його максимального значення за період дослідження, однак, у подальшому можна відзначити спадну тенденцію хвиль його волатильності, що у підсумку 2012 р. відобразилося від'ємним значенням індикатора. Відзначимо, що основними об'єктами вкладення прямих інвестицій є автомобільна та нафтопереробна промисловість, а також фінансовий сектор [129], тому значення показника, зафіксоване у 2012 р., може стати причиною зниження стійкості чеського фінансового ринку.

Аналізуючи внутрішньоекономічну ситуацію, слід відмітити важливість умов створення бізнесу для розвитку реального сектору, які відображаються показником витрат на його започаткування, наявні дані щодо рівня яких свідчать про здешевлення процедури створення нового підприємства, що, відповідно, є передумовою зростання масштабів реального сектору.

Розглядаючи розвиток валютного сегменту чеського фінансового ринку, можемо констатувати, що динаміка офіційного обмінного валютного курсу

чеської крони до долара США протягом 1993-2000 рр. характеризується зростаючою тенденцією, що свідчить про присутність у чеській економіці явища девальвації, у той час 2001-2012 рр. позначилися поступовим змцненням національної валюти, яка вважається на сьогодні однією з найбільш стабільних у Європі. Зазначені тенденції свідчать про незначний вплив зовнішніх факторів на функціонування валютного сегменту, що зумовлює утримання стійкого стану фінансового ринку у період нестабільності світового фінансового простору.

Про наявність перспектив розширення масштабів кредитно-депозитного сегменту фінансового ринку Чеської Республіки у 1993-2012 рр. свідчить суттєве зростання показника широкої грошової маси (відповідно до класифікації грошових агрегатів НБУ даний показник відображається агрегатом М3), який характеризує потенціальний обсяг фінансових активів, що можуть бути реалізовані на даному сегменті. При цьому у межах періоду дослідження можна виділити періоди різкого зростання показника (1993-1994 рр., 2000-2001 рр. та 2003-2009 рр.) та більш помірного підвищення (1995-1999 рр. та 2010-2012 рр.).

Однак, аналізуючи забезпеченість економіки готівковими коштами, можна відмітити, що, за винятком 1993 р., у якому попит та пропозиція на дані активи були збалансованими, протягом періоду дослідження спостерігається дефіцит готівки в економіці, що, враховуючи зростання обсягів широкої грошової маси, свідчить про зростання масштабів безготівкових розрахунків.

Важливим показником у контексті дослідження даного сегменту фінансового ринку виступають обсяги наданих кредитів, зокрема, масштаби банківського кредитування Чеської Республіки у його відсотковому співвідношенні до ВВП відображається спадною тенденцією протягом періоду 1993-2002 рр., яка у подальшому змінюється зростанням значень, що у результаті дозволяє зафіксувати максимальне значення протягом 2011-2012 рр. (68% ВВП), рівень якого відповідає показникам 1994-1995 рр. Що стосується показника внутрішнього кредитування приватного сектору, вираженого у

відсотках до ВВП, його значення характеризуються аналогічними тенденціями, що є результатом впливу внутрішньої банківської кризи, яка зумовила різке скорочення активів банківської системи та зміну структури власності чеських банків [71]. У даному контексті доцільно розглянути також показник співвідношення капіталу банків до активів, зростаюча динаміка значень якого протягом аналізованого періоду свідчить про підвищення рівня забезпеченості операцій банку капіталом, що дозволяє зробити висновок про підвищення стабільності банківського сегменту.

Наведені статистичні дані щодо динаміки кредитних та депозитних відсоткових ставок свідчать про зниження їх загального рівня протягом періоду дослідження (відсоткова ставка по кредитах зменшилась з 14% у 1993 р. до 6% у 2012 р., у той час як зниження депозитної ставки склало 6% – її значення у 1993 р. складало 7%, тоді як за результатами 2012 р. її рівень становить 1%), при цьому у межах періоду дослідження найбільш різке зниження значень обох аналізованих показників зафіксоване протягом 1999 р., у той час як 1997 та 2008 рр. позначилися незначним зростанням відсоткової ставки за депозитами при збереженні попереднього рівня кредитної ставки.

Характеризуючи сегмент цінних паперів Чеської Республіки, слід зазначити, що фондова біржа Праги була створена ще у 1871 р., однак виключної спеціалізації у торгівлі цінними паперами набула після Першої світової війни. У процесі її розвитку суттєву роль відіграє специфіка перебігу процесів приватизації підприємств у країні дослідження, характерною рисою якого був обов'язковий порядок лістингу акцій приватизованих підприємств на фондовій біржі, починаючи з 1995 р. [187]. Зазначені особливості зумовили зростання кількості включених до лістингу чеських компаній з 1024 у 1994 р. до 1635 у 1995 р. Однак, вже починаючи з 1996 р. кількість включених до лістингу компаній починає суттєво знижуватися, що було викликано рішеннями корпорацій щодо уникнення випуску акцій у продаж, зумовленими наступними причинами – по-перше, перебування компанії у лістингу фондової біржі передбачає дотримання вимог стосовно розкриття нею інформації, що,

відповідно, зменшує можливості проведення операцій неринкового характеру та ухилення від сплати податків; по-друге, вартість фінансових ресурсів на фондовому сегменті перевищувала вартість банківського кредиту, що визначало пріоритетність вибору компанією джерел фінансування. Таким чином, закладені у 1990-і рр. засади ведення діяльності компаній щодо залучення фінансових ресурсів зумовили зниження показника компаній у лістингу до значення 17 у 2012 р.

Динаміка кількості компаній у лістингу частково визначила тенденції зміни загальної вартості акцій, що торгуються, для яких було характерне зростання у 1994-1996 рр., яке змінилося досить незначними коливаннями протягом 1997-2003 рр., яке завершилося стрімким підвищенням рівня показника у 2004-2005 рр. Часовий проміжок 2006-2008 рр. позначився наявністю певних флуктуацій показника, що призвело до досягнення максимального в аналізованому періоді рівня за підсумками 2008 р., однак, яке передувало зниженню показника аж до кінця періоду дослідження у результаті чого він зменшився майже до рівня 2003 р. Окрім того, розвиток сегменту цінних паперів відображають значення коефіцієнта оборотності акцій, що торгуються, динаміка яких свідчить про найбільш активне функціонування даного сегменту у 2005 р., у той час як періоди 1993-2004 та 2006-2012 рр. характеризуються наявністю суттєвих коливань, які в цілому відображають зростаючу та спадну тенденції відповідно.

Наведені статистичні дані свідчать, що протягом періоду дослідження не було зафіксовано критичних тенденцій у розвитку економіки Чеської Республіки, що є передумовою стабільного функціонування фінансового ринку, висновок про стан якого, однак, доцільно зробити на основі результатів пропонуваного науково-методичного підходу.

Розраховані значення узагальнюючого показника динамічної стійкості фінансового ринку Чеської Республіки представлено у табл. 5.22.

Таблиця 5.22 – Статистичний аналіз значень часового ряду динамічної оцінки стійкості фінансового ринку Чеської Республіки

Рік	Узагальнюючий показник динамічної оцінки стійкості фінансового ринку	Середнє значення за кожні 5 років	Середнє квадратичне відхилення за кожні 5 років
1993	0,30	0,34	0,035
1994	0,30		
1995	0,36		
1996	0,37		
1997	0,36		
1998	0,36	0,42	0,059
1999	0,36		
2000	0,48		
2001	0,45		
2002	0,46		
2003	0,33	0,42	0,057
2004	0,40		
2005	0,46		
2006	0,43		
2007	0,48		
2008	0,59	0,53	0,044
2009	0,48		
2010	0,53		
2011	0,54		
2012	0,53		

Графічне відображення отриманих результатів наведено на рис. 5.15.



Рисунок 5.15 – Діаграма динаміки узагальнюючої оцінки стійкості фінансового ринку Чеської Республіки

Протягом аналізованого періоду відбулося зростання показника на 0,23 частки од. Найвищого рівня розрахованого показника було досягнуто у 2008 р. При цьому можна констатувати періоди різких коливань індикатора так, досить стрімке зростання було характерне у 2000 та 2008 рр., тоді як значним зниженням відзначились 2003 та 2009 рр.

Кінцеві результати дослідження стаціонарності часового ряду методом Форстера-Стьюарта з використанням критерію Стьюдента для фінансового ринку Чеської Республіки наведено у табл. 5.23.

Таблиця 5.23 – Вихідні розрахунки дослідження стаціонарності часового ряду значень узагальнюючого показника динамічної оцінки стійкості фінансового ринку Чеської Республіки методом Форстера-Стьюарта протягом чотирьох проміжків дослідження

Період	Показник	Числове значення	Показник	Числове значення	Критичне значення	Висновки	Характеристика ряду	
1993-1997	c	3	tc	1,72739	3,18	тренд у середньому відсутній	ряд стаціонарний	
	d	1	td	0,64912		тренд дисперсії рівнів відсутній		
1998-2002	c	2	tc	1,02589		тренд у середньому відсутній	ряд стаціонарний	
	d	2	td	1,29824		тренд дисперсії рівнів відсутній		
2003-2007	c	3	tc	1,67420		тренд у середньому відсутній	ряд стаціонарний	
	d	3	td	1,94736		тренд дисперсії рівнів відсутній		
2009-2012	c	2	tc	1,05649		2,77	тренд у середньому відсутній	ряд стаціонарний
	d	2	td	1,44076			тренд дисперсії рівнів відсутній	

На сьогоднішній день економіка Чеської Республіки в цілому та, зокрема, її фінансового сектору характеризується високим рівнем стабільності. Незважаючи на значний рівень інтегрованості національної економіки даної країни у міжнародні відносини, що пов'язано зі зростанням ролі

зовнішньоекономічної діяльності, передумови для нарощення масштабів якої було закладено модернізацією чеської промисловості у напрямку зниження її матеріло- та енергоємності та зростання якості товарів та послуг, кризовий для країн Європи період не мав значного дестабілізуючого значення для чеського фінансового ринку.

Дані таблиці свідчать, що, незважаючи на нестабільний стан економіки Чеської Республіки протягом 1993-1997 рр., який був обумовлений територіальними та економічними трансформаціями країни, а також фінансовою кризою наприкінці зазначеного періоду, ситуація почала вирівнюватися уже у 1998 р., що і призвело до стаціонарності ряду у другому періоді. Окремо слід акцентувати, що Чеська Республіка характеризується стабільністю і у посткризовий період, що, головним чином визначається відмовою від переходу на євро, а тому дестабілізація фінансового ринку Європи не впливала настільки деструктивно на чеську фінансову систему.

Стабільний стан фінансового ринку Чеської Республіки значною мірою пояснюється побудовою її банківської системи, при розгляді якої привертає увагу той факт, що, незважаючи на домінуючу частку іноземних інвесторів у структурі власників чеських банків, питома вага нерезидентів у активах та пасивах складає близько 15%, незначною залишається і частка кредитів та депозитів у іноземній валюті [71]. Передумовою стабільного розвитку банківського сегменту виступає переважання у балансі банків обсягу залучених депозитів над виданими кредитами, що забезпечує формування достатнього обсягу економічного капіталу для стійкого функціонування навіть у кризові періоди. Саме тому, незважаючи на кризові явища у розвитку банківської системи Чеської Республіки у 2000-2003 рр., даний період не позначилися на стабільності фінансового ринку.

Досить незначними виявилися також і наслідки світової фінансової кризи 2007-2009 рр., які спричинили певне зниження обсягів кредитування та оборотів на міжбанківському ринку. На стабільність фінансового ринку Чеської Республіки у зазначений період впливає також відсутність надмірних обсягів

операцій на ринку нерухомості, не забезпечених реальними активами. У цілому обрана чеським урядом модель побудови банківської системи, яка орієнтована на здійснення внутрішньоекономічних операцій, дозволяє зберегти ситуацію на даному сегменті на незмінно стійкому рівні, що дозволяє забезпечити прибутковість банків та зниження зовнішніх ризиків для їх діяльності.

Окрім показників функціонування банківської системи про стабільний стан чеської економіки та її фінансового ринку свідчить утримання низького рівня інфляції та стійкого курсу національної валюти [129]. Таким чином, отримані результати відображають реальні умови функціонування фінансового ринку досліджуваної країни.

Останньою країною для проведення порівняльного аналізу стійкості фінансового ринку є Республіка Польща. Статистичні дані щодо основних показників, які мають прямий та опосередкований вплив на розвиток фінансового сектору країни наведено в табл. Ж.7.

Передусім, варто звернути увагу на динаміку показника ВВП, тенденція постійного зростання обсягів якого до 2008 р. включно свідчить про ефективність економічних реформ перехідного періоду. За підсумками 2009 р. наслідком світової фінансової кризи стало незначне зниження показника, тенденція росту якого, однак, відновилася вже у наступному році. Аналогічну динаміку демонструють також значення показника чистого національного скоригованого доходу, а також валової доданої вартості, створеної національною економікою країни.

Статистичні дані, які відображають динаміку експорту та імпорту товарів і послуг дозволяють зробити висновок про перевищення обсягу імпорту над показником експорту, починаючи з 1996 р., що у результаті призвело до формування торгового дефіциту на рівні 7,5% ВВП. При цьому економіка Республіки Польща характеризується відносно незначною залежністю від зарубіжних ринків, так, експорт товарів та послуг складає менше 40% ВВП, у той час як відношення експорту до ВВП у Чеській Республіці досягало рівня 80% [196]. Саме тому залежність національної економіки від зовнішніх, в тому



числі, кризових тенденцій, є менш значною. Однак, про необхідність урівноваження експортно-імпортних операцій свідчить також динаміка сальдо поточного рахунку платіжного балансу, яке, за винятком 1994-1995 рр. характеризується досить значним рівнем від'ємного значення, яке узагальнюється у вигляді спадної тенденції протягом періоду дослідження. До того ж, у результаті зовнішньоекономічних операцій у платіжному балансі 1993-2012 рр. зафіксовано чистий збиток, обсяги якого нарощуються протягом періоду.

Про активне залучення зовнішніх фінансових ресурсів у економіку Республіки Польща свідчить динаміка потоків приватного капіталу, обсяги яких, незважаючи на досить високу амплітуду коливань значень у межах періоду дослідження, за підсумками 2012 р., характеризувалися стрімким зростанням порівняно з показником 1993 р. Виявлені закономірності свідчать про досить високий рівень інтегрованості фінансового ринку Республіки Польща у європейський фінансовий простір, тому у контексті аналізу закономірностей його розвитку важливе значення відіграє розгляд показника прямих іноземних інвестицій, зростання якого стимулює активність у фінансовій сфері.

Відповідно до наведених статистичних даних, період 1993-2011 рр. характеризувався досить значним рівнем фінансових ресурсів іноземних інвесторів, спрямованих у польську економіку, найвище значення показника яких зафіксовано у 2008 р. Однак, за результатами 2012 р. зафіксовано вплив іноземних інвестицій. Дане явище стало причиною зосередження уваги уряду на стимулюванні активності іноземних інвесторів, для чого було розроблено ряд заходів: по-перше, відбулося удосконалення податкової системи у напрямку пом'якшення податкових умов для іноземних компаній; по-друге, на міжнародному ринку було розміщено державні 15-річні облігації загальною вартістю 3 млрд. євро, а також готується друга емісія на суму 6 млрд. євро; по-третє, було оголошено про приватизацію національних підприємств [196].

Характеризуючи можливості домогосподарств Республіки Польща щодо участі у операціях на фінансовому ринку, слід відмітити, що протягом 1993-2012 рр. відбулося зростання показників валових національних витрат, витрат на кінцеве споживання та валових заощаджень, рівномірні темпи росту яких свідчать про поступове зростання добробуту населення, яке є передумовою підвищення їх активності щодо постачання вільних фінансових ресурсів на національний фінансовий ринок.

Поступове зростання обсягу широкої грошової маси протягом 1993-2012 рр. характеризує розширення масштабів усіх сфер національної економіки, однак, при цьому у 2001-2011 рр. було зафіксовано досить суттєвий рівень дефіциту готівки, особливо характерний для 2010 р., що свідчить про існування певних проблем у веденні готівкових розрахунків у зазначений період.

Аналізуючи індикатори ефективності розвитку реального сектору економіки Республіки Польща, необхідно звернути увагу на високу частку промислового виробництва, яке характеризується високою конкурентоспроможністю. Окрім того, у країні функціонує 14 вільних економічних зон, у межах яких відсутній податок на прибуток корпорацій [196], що виступає суттєвою передумовою зростання обсягів капіталу, показник валового нагромадження якого зростає протягом 1993-2012 рр. у відповідності з тенденціями зміни обсягу ВВП.

У контексті дослідження особливостей функціонування сегменту цінних паперів слід враховувати, що існування Варшавської фондової біржі бере початок ще з 1817 р., однак функціонування фондового сегменту Республіки Польща у відповідності до сучасного розуміння засад фінансового ринку розпочато з 1991 р. Досить вагомий вплив на розвиток сегменту цінних паперів спричинили процеси приватизації державних підприємств, враховуючи той факт, що у Республіці Польща після 1996 р. було запроваджено обов'язковий лістинг приватизованих компаній та Національних інвестиційних фондів [187]. Про успішний розвиток сегменту цінних паперів свідчить наявність стійкої

тенденції зростання кількості компаній, що перебувають у лістингу, протягом періоду дослідження – з 22 у 1993 р. до 844 у 2012 р.

При цьому загальна вартість акцій, що торгуються, відображається дещо іншими тенденціями – коливання показника протягом 1993-2004 рр. позначилися незначними змінами його рівня, у той час як стрімке зростання характерне для періоду 2004-2007 рр., починаючи з якого можна відзначити різкі коливання досліджуваного індикатора. Привертає увагу також динаміка коефіцієнта оборотності акцій, що торгуються, яка свідчить про активність здійснення операцій суб'єктами сегменту цінних паперів – так, протягом 1993-2002 рр. спостерігається зниження показника, що, ймовірно, є результатом зростання компаній у лістингу та поступової трансформації умов функціонування зазначеного сегменту, у той час, як у наступні роки індикатор поступово зростає, що, поруч з динамікою інших показників, характеризує підвищення рівня розвитку сегменту цінних паперів Республіки Польща.

Що стосується функціонування банківської системи країни, можна відзначити високі показники прибутковості та ліквідності польських банків, до того ж, у останні роки зафіксовано одні з найкращих показників достатності капіталу на рівні Європи. Фінансовий ринок Республіки Польща характеризується високим рівнем конкуренції, що зумовлює зниження частки кооперативних банків, основне призначення яких полягає у наданні пільгових кредитів підприємствам, які провадять свою діяльність у пріоритетних сферах, визначених цілями державної політики [166].

Аналізуючи динаміку відсоткових ставок на кредитно-депозитному сегменті польського фінансового ринку, варто відзначити поступове зниження їх рівня протягом періоду дослідження. Що стосується показників кредитування, при розгляді їх динаміки можна констатувати як зростання параметра внутрішніх кредитів, наданих банківським сектором, у співвідношенні до ВВП (загальний приріст за період склав 26% – з 38% у 1993 р. до 64% за результатами 2012 р.), так і підвищення показника, що характеризує співвідношення внутрішніх кредитів приватному сектору до ВВП,

значення якого зросло з 20% у 1993 р. до 54% у 2012 р., що характеризує стабільний розвиток даного сегменту.

Узагальнюючи місце фінансового ринку в економіці Республіки Польща, доцільно розглянути частку страхових та фінансових послуг у обсягах експорту та імпорту послуг. Наявні статистичні дані свідчать про переважання частки фінансових та страхових послуг у структурі імпорту послуг над аналогічним показником для експорту, зафіксоване протягом всього періоду дослідження за винятком 1993 р., що враховуючи переважання імпорту над експортом свідчить про приплив зарубіжних фінансових посередників на фінансовий ринок Республіки Польща. При цьому найбільш високі показники були зафіксовані у 1998 р. (питома вага страхових та фінансових послуг у обсягах експорту та імпорту послуг становила 14% та 18% відповідно), у той час як станом на кінець 2012 р. значення індикаторів склали 2% та 4% відповідно, що є результатом загального зниження масштабів зовнішньоекономічної діяльності та відображає орієнтацію економіки країни на внутрішній попит.

Таким чином, аналіз статистичних даних свідчить про досить сприятливі тенденції для розвитку фінансового ринку, однак, при цьому розглянутих показників недостатньо для формулювання однозначного висновку стосовно рівня стабільності фінансового ринку Республіки Польща протягом досліджуваного періоду, тому розглянемо також результати, отримані у процесі застосування розробленого науково-методичного підходу для аналізу фінансового ринку зазначеної країни. У табл. 5.24 наведено розраховані значення узагальнюючого показника стійкості фінансового ринку Республіки Польща. Дані таблиці свідчать, що найвищий рівень індикатора спостерігався у 2010 р., при цьому, аналізуючи середні значення показника у розрізі п'ятирічних періодів, можна констатувати, що найвищий рівень було зафіксовано саме на останньому етапі (2008-2012 рр.), у той час як мінімальне середнє значення було характерне для проміжку 1993-1997 рр.

Таблиця 5.24 – Статистичний аналіз значень часового ряду динамічної оцінки стійкості фінансового ринку Республіки Польща

Рік	Узагальнюючий показник динамічної оцінки стійкості фінансового ринку	Середнє значення за кожні 5 років	Середнє квадратичне відхилення за кожні 5 років
1993	0,22	0,29	0,049
1994	0,27		
1995	0,30		
1996	0,31		
1997	0,35		
1998	0,39	0,44	0,053
1999	0,38		
2000	0,49		
2001	0,49		
2002	0,47		
2003	0,34	0,40	0,065
2004	0,37		
2005	0,41		
2006	0,39		
2007	0,51		
2008	0,56	0,50	0,128
2009	0,53		
2010	0,60		
2011	0,32		
2012	0,47		

Графічно отримані результати відображено на рис. 5.15.



Рисунок 5.14 – Діаграма динаміки узагальнюючої оцінки стійкості фінансового ринку Республіки Польща

У табл. 5.25 наведено результати дослідження стаціонарності часового ряду методом Форстера-Стьюарта з використанням критерію Стьюдента для фінансового ринку Республіки Польща.

Таблиця 5.25 – Вихідні розрахунки дослідження стаціонарності часового ряду значень узагальнюючого показника динамічної оцінки стійкості фінансового ринку Республіки Польща методом Форстера-Стьюарта протягом чотирьох проміжків дослідження

Період	Показник	Числове значення	Показник	Числове значення	Критичне значення	Висновки	Характеристика ряду
1993-1997	c	4	tc	2,40705	3,18	тренд у середньому відсутній	ряд нестационарний
	d	4	td	2,59649		тренд дисперсії рівнів	
1998-2002	c	3	tc	2,30892	3,18	тренд у середньому відсутній	ряд стаціонарний
	d	1	td	0,64912		тренд дисперсії рівнів відсутній	
2003-2007	c	3	tc	2,30892	3,18	тренд у середньому відсутній	ряд стаціонарний
	d	3	td	1,94736		тренд дисперсії рівнів відсутній	
2009-2012	c	4	tc	2,51925	2,77	тренд у середньому відсутній	ряд стаціонарний
	d	-2	td	1,44076		тренд дисперсії рівнів відсутній	

Характеризуючи стабільність фінансового ринку зазначеної держави, необхідно відзначити, що результати, отримані за методом Форстера-Стьюарта адекватно відображають ситуацію, що склалася для фінансового ринку даної країни, оскільки економіка даної країни в цілому та у розрізі окремих її секторів загалом є досить стабільною, певні деструктивні тенденції можна відзначити лише у трансформаційний період (1993-1997 рр.), коли впроваджувалися методи "шокової терапії", яка мали свої позитивні наслідки, що призвело до стаціонарності протягом усіх наступних періодів.

Аналізуючи отримані результати, можна зробити висновок, що фінансовий ринок Республіки Польща характеризується високим рівнем

стабільності, починаючи з середини 1990-х років, що свідчить про ефективність впроваджених на перехідному етапі реформ. При цьому вплив світової фінансової кризи 2007-2009 рр. на економіку та фінансову систему Республіки Польща був не настільки значним як для інших європейських країн, що, відповідно, відображається виявленими трендами.

Основними причинами формування стійкої економіки Республіки Польща у перехідний період вважається, по-перше, лібералізація цін та масова приватизація; по-друге, ліквідація бюджетного дефіциту у перші роки отримання незалежності; по-третє, відкритість економіки для іноземних інвесторів [196].

Таким чином, можна зробити висновок, що практична реалізація розробленого науково-методичного підходу щодо оцінки динамічної стійкості фінансового ринку, підтверджує загальний стан розвитку фінансової системи кожної з досліджуваних країн. Крім того, справедливо зазначити, що за умови системного підходу до її використання та зміною часового інтервалу вхідної інформації можливо проводити адекватний аналіз типу стійкості фінансового ринку, що особливо актуально в умовах сучасної циклічності розвитку фінансової архітектури як національних економік зокрема, так і світової системи в цілому.

#### Висновки до розділу 5

У п'ятому розділі дисертації «Методологічні засади оцінювання рівноваги та динамічної стійкості як результуючих параметрів функціонування кон'юнктури фінансового ринку» розроблено комплексний багаторівневий підхід до визначення рівноважного стану фінансового ринку та розвинуто методологічні засади оцінювання динамічної стійкості фінансового ринку.

За результатами розділу зроблено наступні висновки:

1. Базовою складовою забезпечення концепції системного функціонування кон'юнктури фінансового ринку вважається досягнення рівноваги на фінансовому ринку. У роботі узагальнено теоретичні концепції дослідження ринкової рівноваги в широкому та вузькому значенні, її типи та фактори забезпечення, моделі взаємодії попиту та пропозиції на ринку в процесі їх врівноваження тощо.

2. З метою ідентифікації необхідних та достатніх умов для встановлення рівноваги на фінансовому ринку України, а також прогнозування можливостей її досягнення на перспективу розроблено багаторівневий підхід, який складається з п'яти взаємопов'язаних етапів. Першим етапом у процесі моделювання точки рівноваги на фінансовому ринку України виступає формалізація функцій попиту та пропозиції на фінансовому ринку, яка передбачає ідентифікацію спільної змінної управління – облікової ставки НБУ, а також специфічних параметрів впливу (для формування попиту на фінансові активи – офіційний курс гривні до російського рубля (у співвідношенні: 1 гривня – 10 рублів), пропозиції на фінансові активи – імпорт товарів і послуг). Наступний етап полягає у визначенні точок рівноваги на фінансовому ринку, для чого будуються відповідні функціям попиту та пропозиції графіки, перетин яких свідчить, що протягом 2005-2012 рр. фінансовий ринок України тричі перебував у рівноважному стані: у 2006 р., на рубежі 2008-2009 рр. та в 2011 р.

На третьому етапі відбувається аналіз стійкості точок рівноваги на фінансовому ринку. За результатами проведення аналізу чутливості рівня попиту та пропозиції до зміни облікової ставки НБУ на 1% було доведено нестійкість ідентифікованих на другому етапі точок рівноваги (наприклад, зміна облікової ставки на 1% у 2006 р. призводить до зміни рівня пропозиції на 56,63% а рівня попиту – на 73,42%). Нестійкість ідентифікованих точок рівноваги обумовила проведення четвертого етапу, який передбачає перевірку функцій попиту та пропозиції на наявність часових лагів між їх зміною. Часовий лаг тривалістю 1 рік враховано у функції попиту (як базовій, що формується переважно внаслідок дії екзогенних чинників у не фінансовому



секторі економіки та в значній мірі визначає тенденції формування пропозиції). У результаті врахування часових лагів кількість точок рівноваги зменшилася з трьох до однієї (у 2011 р.). На останньому (п'ятому) етапі відбувається прогнозування точок рівноваги на фінансовому ринку, для чого було побудовано лінії тренду на підставі застосування процедур апроксимації функцій попиту та пропозиції. Результати прогнозування дозволяють обґрунтувати можливість досягнення вітчизняним фінансовим ринком рівноважної точки у 2018 р. при встановленні облікової ставки НБУ на рівні 8,06% та досягненні рівня ВВП – 1480 млрд. грн.

3. Результати розрахунків, проведені на базі розробленого науково-методичного підходу до оцінювання та прогнозування точки рівноваги на фінансовому ринку, свідчать, що при збереженні існуючих на сьогодні тенденцій у розвитку кон'юнктури фінансового ринку України протягом 2013-2017 рр. попит буде перевищувати пропозицію в середньому на 4,81%, тобто вітчизняний ринок може бути ідентифікований як ринок продавця. За прогнозами, у 2017 р. розрив між попитом та пропозицією скоротиться до 2,70%, переходячи у рівноважну точку в 2018 р., тоді як в наступних періодах цей розрив почне поступово збільшуватися, тобто і далі у розвитку фінансового ринку України буде домінувати модель ринку покупця.

4. Забезпечення стабільного та поступального розвитку фінансового ринку залежить від його стійкості, тобто здатності виконувати свої функції під впливом зовнішніх та внутрішніх деструктивних чинників. Було розроблено науково-методичний підхід до оцінювання динамічної стійкості фінансового ринку, який ґрунтується на дослідженні стаціонарності часових рядів значень інтегрального індикатора детермінант розвитку фінансового ринку. Таке дослідження запропоновано здійснювати в наступній послідовності:

— 1 етап – формування критеріальної бази для характеристики детермінант прямого впливу на розвиток фінансового ринку в цілому та його основних сегментів, а також детермінант опосередкованого впливу (макроекономічні індикатори розвитку економіки країни, стану платіжного

балансу, ефективності функціонування реального сектору економіки, соціального розвитку тощо). В роботі сформовано інформаційний масив статистичних даних за 34 показниками для України, Республіки Словенія, Чеської Республіки та Республіки Польща за період 1993-2012 рр.:

– 2 етап – проведення структурного аналізу вхідних даних: визначення максимального та мінімального значень показників, що кількісно вимірюють детермінанти розвитку фінансового ринку, а також напрямку їх впливу (стимулятори та дестимулятори). Отримані дані нормалізуються з метою приведення до співставного вигляду та узагальнюються в межах інтегрального індикатора, часовий ряд якого складає підґрунтя для оцінювання динамічної стійкості фінансового ринку;

– 3 етап – дослідження часового ряду індикатора детермінант розвитку фінансового ринку на стаціонарність, тобто виявлення наявності або відсутності в межах цього часового ряду трендів його середнього значення та/або його дисперсії. Наявність хоча б одного з цих трендів свідчить про порушення динамічної стійкості фінансового ринку. Перевірку часових рядів на стаціонарність здійснено за допомогою методу Форстера-Стьюарта, який в контексті даного дослідження має переваги порівняно з іншими (наприклад, методом z-критерію, методом перевірки різниць середніх рівнів тощо).

5. Оцінювання динамічної стійкості фінансового ринку не тільки України, а й декількох інших європейських країн дає можливість встановити природу походження детермінант її порушення. Так, зокрема, якщо в певному періоді часу мало місце порушення динамічної стійкості фінансового ринку для всіх досліджуваних країн, то причини цього скоріш за все є об'єктивними та мають екзогенний характер, тоді як її порушення лише в окремих країнах свідчить про переважний вплив ендогенних чинників. Вибір країн як бази порівняння з Україною обумовлений наявністю спільних передумов для розвитку фінансового ринку та його функціонуванням у цих країнах за банкоцентричною моделлю.

6. Як свідчать результати оцінки динамічної стійкості фінансових ринків досліджуваних країн, за 1993-2012 рр. не було жодного періоду (навіть під час світової фінансової кризи), коли дія екзогенних дестабілізуючих чинників була настільки значною, щоб це порушило динамічну стійкість всіх національних фінансових ринків. Період 1998-2002 рр. можна вважати найбільш стабільним у розвитку кон'юнктури фінансових ринків всіх досліджуваних країн. Розвиток фінансових ринків Чеської Республіки та Республіки Польща був найбільш стійким, що обумовлено стабільністю їх національних валют, орієнтацією фінансових політик цих країн на підтримання внутрішнього попиту, використанням національних заощаджень для реалізації завдань соціально-економічного розвитку, мінімізацією обсягів залучення ресурсів на зовнішніх ринках капіталу. Дослідження показало, що фінансовий ринок Республіки Словенія в значно більшій мірі, ніж України, демонструє ознаки переддефолтного стану, що пов'язано насамперед з низьким рівнем конкуренції на депозитно-кредитному сегменті фінансового ринку цієї країни та високим рівнем проблемної кредитної заборгованості. У роботі обґрунтовано причини та наслідки порушення динамічної стійкості фінансового ринку України в посткризовий період.

Основні положення даного розділу дисертаційної роботи опубліковано в роботах [8, 13, 17, 20, 24, 27, 34, 43, **Ошибка! Источник ссылки не найден.**, 50, 52, 59].



## ВИСНОВКИ

У дисертації наведено теоретичне узагальнення і нове вирішення наукової проблеми, що виявляється у розвитку відомих та розробці нових теоретико-методологічних підходів до формування, оцінювання та регулювання кон'юнктури фінансового ринку України.

За результатами дисертаційного дослідження зроблено такі висновки:

1. Трансформація відносин власності у фінансовому секторі економіки, обумовлена активним розвитком ринків фіктивного капіталу та ускладненням фінансових інструментів, призводить до зміни об'єктів укладання угод на фінансовому ринку. Фінансові ресурси втрачають властивості адекватно відображати сучасну специфіку відносин купівлі, продажу, обміну та перерозподілу товарів на фінансовому ринку, внаслідок чого економічно самостійними об'єктами купівлі-продажу на фінансовому ринку доцільно вважати фінансові активи. Виходячи з цього, фінансовий ринок слід розуміти як сукупність економічних відносин між покупцями, продавцями та посередниками, що виникають з приводу руху вартості, здатної генерувати потенційну економічну вигоду, в процесі купівлі, продажу, розподілу та перерозподілу фінансових активів.

2. Кон'юнктура фінансового ринку є динамічною характеристикою змін у попиту, пропозиції, конкуренції та рівні цін на кожному сегменті фінансового ринку, які відбуваються під впливом кон'юнктуро-утворюючих факторів та внаслідок застосування регуляторних заходів забезпечують досягнення рівноваги та динамічної стійкості фінансового ринку. Таке розуміння кон'юнктури фінансового ринку дозволяє врахувати системність при її дослідженні, адаптивність, динамічність, урегульованість та структурну збалансованість розвитку фінансового ринку.

3. Реалізація концепції системного функціонування кон'юнктури фінансового ринку забезпечується поєднанням процесного підходу

(обґрунтуванням специфіки формування, оцінювання та регулювання кон'юнктури фінансового ринку), структурного підходу (виявленням сукупності взаємопов'язаних та взаємообумовлених причинно-наслідкових зв'язків між її складовими – попитом, пропозицією, конкуренцією, ціною, а також результируючими параметрами – рівновагою та динамічною стійкістю) та функціонального підходу (визначенням функцій кон'юнктури фінансового ринку – інформаційної, прогнозної, попереджувальної, оціночної, регулюючої, консолідуючої; а також принципів її функціонування – системність, збалансованість, зворотність зв'язку, адаптивність, регульованість, рівність).

4. З метою відстеження поточних тенденцій формування попиту на фінансовому ринку та своєчасного виявлення структурних диспропорцій слід впровадити систему моніторингу, яка ґрунтується на національній методології складання грошово-кредитної статистики та передбачає ідентифікацію валютних, строкових, інституційних, галузевих, функціональних диспропорцій, формалізації індикаторів їх прояву, шкали оцінювання їх відповідності оптимальним значенням, алгоритму ідентифікації їх інтегрального рівня. Результати моніторингу ринкових процесів, пов'язаних з формуванням попиту на фінансові активи (на прикладі кредитного сегменту фінансового ринку) за період 2005 р. – II півріччя 2013 р. свідчать про критичний рівень структурних диспропорцій у формуванні попиту на фінансовому ринку в Україні.

5. Попит на фінансовому ринку України є спекулятивним, тобто процес купівлі – продажу фінансових активів не завжди супроводжується спрямуванням фінансових ресурсів у реальний сектор економіки та відповідно – не призводить до зростання ВВП. Це доведено шляхом обґрунтування наявності обернено пропорційної залежності між попитом на фінансовому ринку та рівнем економічного зростання: збільшення попиту на фінансові активи на 1% обумовлює зменшення величини ВВП на 378,60 млн. грн.

6. Специфічність взаємозв'язку між попитом на фінансові активи та рівнем економічного зростання України обумовлює необхідність впровадження концепції структурного регулювання попиту на фінансовому

ринку, яка спрямована не на стимулювання зростання його обсягу, а на усунення структурних диспропорцій в процесі його формування, зменшення спекулятивних мотивів придбання фінансових активів та розширення можливостей доступу домогосподарств до них.

7. На основі застосування методу головних компонент виокремлено три ключові канали формування пропозиції на фінансовому ринку України – грошово-кредитний, ринковий та канал бізнес-середовища. Це дозволило обґрунтувати інструментарій стратегічного регулювання пропозиції на фінансовому ринку в розрізі основних каналів її формування: грошово-кредитного – введення обмежень повноважень НБУ щодо кредитування державного сектора економіки шляхом лімітування обсягів, умов та строків платежів за борговими зобов'язаннями держави; ринкового – зниження вартості фінансових ресурсів, яка в значній мірі визначає цінові характеристики фінансових активів; каналу бізнес-середовища – посилення ролі національних заощаджень у фінансуванні реального сектору економіки.

8. Оцінювання рівня пропозиції на фінансовому ринку на основі трьохрівневої системи структурних рівнянь дозволило обґрунтувати: на макроекономічному рівні (рівні країни) – стимулюючий вплив збільшення пропозиції фінансових активів на ринку на зростання ВВП України; на мезоекономічному рівні (рівні фінансового ринку) – превалювання зовнішніх джерел формування пропозиції фінансових активів та нерозвиненість внутрішніх, зокрема ринку національних заощаджень; мікроекономічному рівні (рівні сегментів фінансового ринку) – низький рівень залежності зростання ринкової капіталізації компаній, які знаходяться в лістингу, від зростання пропозиції фінансових активів, низьку диверсифікованість активних операцій банків, та імпорتنу спрямованість використання фінансових активів.

9. Сучасна суб'єктно-об'єктна специфікація конкурентних відносин на фінансовому ринку обумовлює необхідність розмежування чотирьох рівнів конкуренції на фінансовому ринку (між кінцевими споживачами фінансових активів, між сегментами фінансового ринку, між фінансовими посередниками в

межах окремих сегментів фінансового ринку, між постачальниками фінансових активів), розгляду фінансових посередників як суб'єктів конкуренції на кожному з них. Фінансові активи як об'єкт конкурентних відносин мають триалістичний характер, що виявляється у їх здатності забезпечувати отримання фінансових ресурсів у майбутньому, генерування відповідного рівня доходності, а також мінімізацію ризиків.

10. З метою оцінювання конкуренції на фінансовому ринку запропоновано алгоритм інтегрального вимірювання потенціалу зміни інтенсивності конкурентних відносин на фінансовому ринку до межі виникнення загроз монополізації та деконцентрації ринку з урахуванням рівня концентрації суб'єктів, які акумулюють переважну більшість фінансових активів на окремих сегментах фінансового ринку, та впливу цих сегментів на загальний рівень розвитку фінансового ринку в цілому.

11. Одним із пріоритетних завдань державного регулювання кон'юнктури фінансового ринку є підтримання конкурентного середовища на фінансовому ринку, що повинно забезпечуватися не лише шляхом обмеження концентрації на ринку, а й шляхом недопущення маніпулювання ціновими параметрами фінансових активів. Результати розрахунків коридору допустимого коливання цін на фінансові активи для кожного з сегментів фінансового ринку за період 2009-III кв. 2013 рр. свідчать, що найбільша цінова волатильність мала місце на валютному сегменті фінансового ринку (перевищення верхньої межі допустимого коливання значення темпу зростання середньозваженого курсу долара США до гривні було зафіксовано 4 рази, а нижньої межі – 18 разів), а найменша – на фондовому сегменті (порушення коридору відбулося протягом аналізованого періоду 10 разів). В контексті регулювання конкурентних відносин на відповідних сегментах фінансового ринку запропоновано диференціювати регуляторні заходи в межах чотирьох режимів антимонопольного регулювання – посиленого втручання, поміркованого регулювання, мінімального втручання та активного моніторингу.

12. З метою визначення точки рівноваги на фінансовому ринку розроблено багаторівневий підхід, який передбачає формалізацію функцій попиту та пропозиції на фінансові активи в Україні, оцінювання стійкості точок рівноваги за допомогою аналізу чутливості, врахування часових лагів між зміною попиту та пропозиції на фінансовому ринку. Це дозволило стверджувати, що при збереженні існуючих на сьогодні тенденцій у розвитку кон'юнктури фінансового ринку України протягом 2013-2017 рр. попит буде перевищувати пропозицію в середньому на 4,81%, у 2017 р. розрив між попитом та пропозицією скоротиться до 2,70%, переходячи у рівноважну точку в 2018 р., тоді як в наступних періодах цей розрив почне поступово збільшуватися.

13. Забезпечення стабільного та поступального розвитку фінансового ринку залежить від його стійкості, тобто здатності виконувати свої функції під впливом зовнішніх та внутрішніх деструктивних чинників. Оцінювання динамічної стійкості фінансового ринку запропоновано здійснювати шляхом дослідження стаціонарності часових рядів значень інтегрального індикатора, який узагальнює детермінанти прямого та опосередкованого впливу на його розвиток. Апробація підходу не тільки на даних України, а й декількох інших європейських країн дає можливість встановити природу (ендогенну чи екзогенну) походження детермінант її порушення.





## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Абакуменко О. В. Активізація фінансового ринку як умова забезпечення економічного зростання / О. В. Абакуменко // Стратегія сталого розвитку у контексті економічної безпеки України / Під ред. к.е.н., проф. Л.О. Коваленко : Колективна монографія. – ТПК «Орхідея» ФОП Лук'яненко В.В. – Ніжин, 2012. – С. 277-360.
2. Абакуменко О. В. Амальгамація як форма централізації капіталу / О. В. Абакуменко // Стратегии развития Украины в глобальной среде: материалы международной научно-практической конференции (26-28 октября 2007 г.). – Симферополь: издательский центр Крымского института бизнеса, 2007. – С. 150-151.
3. Абакуменко О. В. Бюджетні рестрикції: шлях до економічної стагнації / О. В. Абакуменко // Імперативи розвитку України в умовах глобалізації: тези доповідей та виступів IV Міжнародної науково-практичної конференції (15-16 листопада 2012 р.). – Чернігів: ЧДІЕУ, 2013. – С. 67-68.
4. Абакуменко О. В. Вплив глобалізаційних процесів на міжнародний рух капіталів / О. В. Абакуменко, Л. М. Мех, П. О. Лук'яшко // Особливості функціонування національних фінансових систем в умовах поглиблення глобалізаційних процесів: матеріали III Міжнародної науково-практичної конференції (17-21 лютого 2010 р.). – Ірпінь: НУ ДПС України, 2010 – С. 18-21.
5. Абакуменко О. В. Вплив світової фінансової кризи на розвиток економіки України / О. В. Абакуменко // Актуальні проблеми економічного та соціального розвитку в трансформаційний період: тези доповідей міжнародна науково-практична конференція аспірантів, молодих вчених та студентів (3-4 червня 2009 р.). – Чернігів: ЧДІЕУ, 2009. – С. 10-12.

6. Абакуменко О. В. Глобалізація технологій інформаційно-фінансових послуг / О. В. Абакуменко // Економіка і держава. – 2006. – №7. – С. 29-31.

7. Абакуменко О. В. Глобалізація фінансових ринків: перспективи та наслідки / О. В. Абакуменко // Бюджетно-податкові чинники активізації розвитку фінансових ринків та фінансового посередництва: матеріали міжнародної науково-практичної конференції (27-28 березня 2008 р.) / Національний університет державної податкової служби України. – Ірпінь, 2008. – С. 35-36.

8. Абакуменко О. В. Детермінанти розвитку ринку фінансових послуг України / О. В. Абакуменко, П. О. Лук'яшко // Чернігівський науковий часопис. Серія 1. Економіка і управління. – 2011. – № 1 (1). – С. 88-96.

9. Абакуменко О. В. Деформації розвитку вітчизняного фінансового ринку / О. В. Абакуменко // Актуальні проблеми соціально-економічного розвитку регіонів: цілі та зміст антикризового управління: матеріали V науково-практичної міжвузівської конференції (4 червня 2009 року). – Славутич, 2009. – С. 54-55.

10. Абакуменко О. В. Дослідження розвитку конкурентного середовища фінансового ринку України / О. В. Абакуменко // Інвестиції: практика та досвід. – 2013. – №22. – С. 25-30.

11. Абакуменко О. В. Зміна пріоритетів в напрямках інвестування внаслідок експансії світових фінансових ринків / О. В. Абакуменко // Освіта, наука та виробництво у регіональному розвитку: матеріали доповідей та виступів (21-23 травня 2008 р.) / Чернігівський державний інститут економіки і управління. – Чернігів, 2008. – С. 7-8.

12. Абакуменко О. В. Інжиніринговий підхід до управління інвестиційним портфелем фінансового посередника / О. В. Абакуменко // Управленческие аспекты повышения национальной конкурентоспособности: материалы международной научно-практической конференции (4-7 октября

2007 г.). – Симферополь: издательский центр Крымского инситута бизнеса, 2007. – С. 190-191.

13. Абакуменко О. В. Інструментарій оцінки стійкості фінансового ринку України / О. В. Абакуменко // Формування ринкової економіки в Україні. – 2013. – Вип. 29., Ч.1. – С.3-13.

14. Абакуменко О. В. Іпотека: реалії та перспективи розвитку в Україні / О. В. Абакуменко, Л. О. Коваленко, П. О. Лук'яшко // Науковий вісник ЧДІЕУ. Серія 1, Економіка. – 2011. – №4 (12). – С. 234-243.

15. Абакуменко О. В. Кон'юнктура фінансового ринку: підходи до визначення дефініції / О. В. Абакуменко // Інвестиції: практика та досвід. – 2013. – №21. – С. 37-41.

16. Абакуменко О. В. Консолідація капіталу на фінансовому ринку / О. В. Абакуменко // Сучасні тенденції розвитку економіки, освіти та науки в контексті Євроінтеграції: матеріали Всеукраїнська науково-практична конференції (3-4 квітня 2008 р.) / Чернігівський державний інститут економіки і управління. – Чернігів, 2008. – С. 20-21.

17. Абакуменко О. В. Конъюнктурные изменения на финансовом рынке Ук-раины: реакция на экономические флуктуации / О. В. Абакуменко // Современный научный вестник. – 2013. - №34 (173). – С. 13-18.

18. Абакуменко О. В. Кредитні деривативи як інструмент зменшення фінансових ризиків / О. В. Абакуменко // Культура народів Причорномор'я. – 2007. – №102. – С.204-207.

19. Абакуменко О. В. Кредитно-дефолтні свопи: панацея чи катастрофа? / О. В. Абакуменко // Актуальні напрямки вдосконалення фінансово-економічної політики на сучасному етапі: тези доповідей Всеукраїнської науково-практичної конференції (17-18 лютого 2010 р.). – Чернігів, 2010. – С. 25-26.

20. Абакуменко О. В. Методи і моделі оцінювання кон'юнктури фінансового ринку / О. В. Абакуменко // Чернігівський науковий часопис. Серія 1. Економіка і управління. – 2013. – № 1 (004). – С. 3-13.

21. Абакуменко О. В. Моделювання попиту на фінансові активи на фінансовому ринку України / О. В. Абакуменко // Науковий вісник Чернігівського державного інституту економіки і управління. Серія 1, Економіка: збірник наукових праць. – Чернігів: ЧДІЕУ, 2013. – №2 (18). – С. 132-141.
22. Абакуменко О. В. Моделювання пропозиції на фінансовому ринку України / О. В. Абакуменко // Проблеми економіки. – 2013. – №1. – С. 283-290.
23. Абакуменко О. В. Моделювання рівня конкуренції на фінансовому ринку України / О. В. Абакуменко // Бізнес-інформ. – 2013. – № 5. – С. 302-310.
24. Абакуменко О. В. Моделювання точки рівноваги на фінансовому ринку України / О. В. Абакуменко // Формування ринкових відносин в Україні. – 2013. – №4 (143). – С. 40-46.
25. Абакуменко О. В. Модель гармонізації бюджетної та грошово-кредитної політики, орієнтована на розвиток / О. В. Абакуменко, Л. О. Коваленко // Актуальні проблеми економіки. – 2011. – №7 (121). – С.241-251.
26. Абакуменко О. В. Напрямки активізації розвитку фондового ринку України / О. В. Абакуменко // Интеграционные процессы и социально-экономическое развитие: материалы международной научно-практической конференции ученых и специалистов (25-26 апреля 2007 г.). – Симферополь: Таврия, 2007. – С.140-141.
27. 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.
28. Абакуменко О. В. Новації в залученні джерел фінансування / О. В. Абакуменко // Економічний і соціальний розвиток України в XXI столітті: національна ідентичність та тенденції глобалізації : збірник тез доповідей IV

міжнародної науково-практичної конференції молодих вчених / Тернопільський національний економічний університет. – Тернопіль, 2007 р. – С. 319-321.

29. Абакуменко О. В. Обґрунтування необхідності залучення суб'єктів ринку фінансових послуг для фінансування інноваційного розвитку підприємств / О. В. Абакуменко // Вісник Хмельницького національного університету. Економічні науки. Т.2. – 2007. – №6. – С. 25-27.

30. Абакуменко О. В. Основні пріоритети антикризової політики України в умовах трансформаційних змін в економіці / О. В. Абакуменко, О. В. Легкобит // Формування антикризового механізму соціально-економічного розвитку України : збірник тез Всеукраїнської науково-практичної конференції (29 листопада 2009 р.). – Чернігів: ЧФ КСУ, 2009. – С.7-8.

31. Абакуменко О. В. Основні тенденції діяльності небанківських фінансових посередників в Україні / О. В. Абакуменко // Вісник економічної науки України. – 2006. – №2 (10). – С. 3-6.

32. Абакуменко О. В. Особливості адаптації державного регулювання фондового ринку України до стандартів Європейського Союзу / О. В. Абакуменко // Фінансовий механізм структурної модернізації економіки України: [монографія / за заг. ред. С.В. Онишко, В.П. Унінець - Ходаківської]. – Ірпінь: Видавництво Національного університету ДПС України, 2013. – С. 405-417.

33. Абакуменко О. В. Особливості прояву ризику втрати платоспроможності банку та управління ним у посткризових умовах / О. В. Абакуменко, О. В. Луняков, Я. О. Піонтковська // Управління ризиками банків [Текст] : монографія у 2 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 і д-ра екон. наук, проф. Т. А. Васильєвої. – Суми : ДВНЗ УАБС НБУ, 2012. – С.195-201.

34. Абакуменко О. В. Оцінка динамічної стійкості фінансового ринку України // Світ фінансів. – 2013. – №1. – С. 175-184.

35. Абакуменко О. В. Передумови та наслідки формування розриву між віртуальним та реальним секторами економіки / О. В. Абакуменко, П. О. Лук'яшко, Д. В. Шатирко // Інвестиції: практика та досвід. – 2013. – №8. – С. 34-37.

36. Абакуменко О. В. Позиціонування ломбардів на ринку фінансових послуг / О. В. Абакуменко, С. В. Данилович // Современный мир: проблемы и перспективы: збірник тез міжнародної наукової конференції (20-21 травня 2011 р.). – Чернігів, 2011. – С. 11-14.

37. Абакуменко О. В. Пріоритети грошово-кредитної політики України в кризовий період / О. В. Абакуменко // Формування стратегії розвитку України як передумова сталого зростання: збірник тез Всеукраїнської науково-практичної конференції (17 грудня 2010 р.). – Чернігів: ЧФ КСУ, 2010. – С. 11-14.

38. Абакуменко О. В. Проблеми забезпечення боргової безпеки України / О. В. Абакуменко, А. М. Аршинник // Современный мир: проблемы и перспективы: збірник тез міжнародної наукової конференції (20-21 квітня 2012 р.). – Чернігів, 2012. – С. 89-92.

39. Абакуменко О. В. Проблеми формування попиту на фінансовому ринку України / О. В. Абакуменко // Науковий вісник Чернігівського державного інституту економіки і управління. Серія 1, Економіка: збірник наукових праць. – Чернігів: ЧДІЕУ, 2013. – №1 (17). – С. 149-159.

40. Абакуменко О. В. Проблеми формування пропозиції на фінансовому ринку України / О. В. Абакуменко // Наука й економіка. – 2013. – №2 (30) – С. 11-19.

41. Абакуменко О. В. Проблемы гармонизации бюджетной и денежно-кредитной политики в контексте стабилизации / О. В. Абакуменко, Л.А.Коваленко // Фискальное регулирование экономического развития

государства в посткризисный период / Под ред. к.э.н., проф. А.Д. Данилова: Монография. – Киев: ООО «ДКС центр», 2011. – С. 135-149.

42. Абакуменко О. В. Проблемы и перспективы развития банковской системы Украины как важного сегмента финансового рынка / О. В. Абакуменко // Вестник БГЭУ. – 2013. - №2. – С. 109-114.

43. Абакуменко О. В. Розвиток кон'юнктури фінансового ринку України: Монографія / О.В. Абакуменко – Чернігів: ПАТ «ПВК «Десна», 2013. – 464 с.

44. Абакуменко О. В. Роль інновацій в активізації розвитку ринку корпоративного боргу / О. В. Абакуменко // Сучасні тенденції розвитку економіки, освіти та науки в контексті євроінтеграції: тези XI науково-практичної конференції викладачів, співробітників та студентів / Чернігівський державний інститут економіки і управління. – Чернігів, 2007. – С. 33-34.

45. 12. Абакуменко О.В. Криза фінансового ринку: межі розширення системи/ О. В. Абакуменко, К. Повжик// Науковий вісник Чернігівського державного інституту економіки і управління. Серія 1, Економіка: збірник наукових праць. – Чернігів: ЧДІЕУ, 2013. – №3 (19). – С. 102-107.

46. Абакуменко О. В. Сек'юритизація активів та її роль у формуванні фінансової стратегії корпорації / О. В. Абакуменко // Корпоративне управління в країнах з перехідною економікою: організаційно-економічні аспекти та сучасні проблеми: збірник матеріалів Міжнародного науково-практичного семінару (08 червня 2007 р.). – Чернігів, 2007. – С. 76-79.

47. Абакуменко О. В. Стратегічні орієнтири вдосконалення нормативно-правового регулювання відносин іпотеки в Україні / О. В. Абакуменко, Е. А. Коренний // Інвестиції: практика та досвід. – 2013. – № 18. – С. 44-47.

48. Абакуменко О. В. Структуроване фінансування суб'єктів господарювання / О. В. Абакуменко // Розвиток наукових досліджень «2006»: матеріали другої міжнародної науково-практичної конференції (27-29 листопада 2006р.). – Полтава, 2006. – Т.9. – С. 8-10.

49. Абакуменко О. В. Сутність та механізм фінансового інжинірингу / О. В. Абакуменко // Актуальні проблеми економіки. – 2007. – №1 (67). – С. 125-130.

50. Абакуменко О. В. Тенденції розвитку світового фондового ринку в умовах глобалізації / О. В. Абакуменко, О. В. Легкобит // Актуальні проблеми економічного та соціального розвитку виробничої сфери: матеріали міжнародної науково-теоретичної конференції молодих учених та студентів (21-22 травня 2009 р.) / Донецький національний технічний університет. – Донецьк, 2009. – С. 13-14.

51. Абакуменко О. В. Управління інвестиційними ризиками у системі проектного фінансування / О. В. Абакуменко, І. М. Боярко // Управління ризиками банків [Текст] : монографія у 2 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 і д-ра екон. наук, проф. Т. А. Васильєвої. – Суми : ДВНЗ УАБС НБУ, 2012. – С.193-201.

52. Абакуменко О. В. Фінансова політика в контексті глобальних трансформацій суспільного розвитку / О. В. Абакуменко // Інтеграційні процеси та стимулювання економічного зростання в нестабільній економіці: збірник тез III Всеукраїнської науково-практичної конференції (9-10 грудня 2011 р.). – Чернігів, 2011. – С. 8-10.

53. Абакуменко О. В. Фінансовий інжиніринг та його роль в залученні джерел фінансування / О. В. Абакуменко // Підвищення ефективності формування та використання фінансових ресурсів в умовах трансформаційних змін в економіці України: збірник матеріалів круглого столу (7 листопада 2006 р.) / Чернігівський державний інститут економіки і управління. – Чернігів: РВК «Деснянська правда», 2006. – С. 33-38.

54. Абакуменко О. В. Фінансові ризики зовнішньоекономічних операцій / Л. О. Коваленко, В. М. Голуб, О. В. Абакуменко, В. Г. Маргасова // Фінансовий механізм зовнішньоекономічної діяльності. Друге видання / Під



загальною редакцією Коваленко Л. О. Навчальний посібник. – К.: Видавничий Дім «Слово», 2011. – С. 116-164.

55. Абакуменко О. В. Фінансові аспекти сек'юритизаційних угод / О. В. Абакуменко // Інвестиції: практика та досвід. – 2008. – №8. – С. 21-23.

56. Абакуменко О. В. Фінансові інновації на ринку фінансових послуг як чинник формування інвестиційного потенціалу / О. В. Абакуменко, П. О. Лук'яшко // Формування інноваційної моделі розвитку національної економіки України : монографія: у 2-х ч./ за загред. д.е.н., професора І.С.Каленюк. – Чернігів : ЧДІЕУ, 2009. – С. 153-171.

57. Абакуменко О. В. Фінансові інновації на ринку цінних паперів / О. В. Абакуменко // Актуальні проблеми економіки. – 2006. – №12 (66). – С. 17-22.

58. Абакуменко О. В. Формування напрямів і пріоритетів взаємодії бюджетної і монетарної політики / О. В. Абакуменко, Л. О. Коваленко // Науковий вісник Чернігівського державного інституту економіки і управління. Серія 1, Економіка: збірник наукових праць. – Чернігів: ЧДІЕУ, 2010. – №4 (8). – С. 173-181.

59. Абакуменко О.В. Фінансова глобалізація та її вплив на фінансову систему України / Л. О. Коваленко, В. М. Голуб, О. В. Абакуменко // Фінансовий механізм макроекономіки: Навчальний посібник. – 2-ге вид., перероб. і доп. – Чернігів: ЧДІЕУ, 2006. – С. 40 - 79.

60. Абалкин Л. И. Логика экономического роста / Л. И. Абалкин. – М. : Институт экономики РАН, 2002. – 228 с.

61. Азаренкова Г. М. Фінанси підприємств : навч. посібник / Г. М. Азаренкова, Т. М. Журавель, Р. М. Михайленко. – К. : Знання-Прес, 2009. – 299 с.

62. Алексеенко Л. М. Ринок фінансового капіталу: становлення, проблеми, перспективи розвитку: Монографія / Л. М. Алексеенко. – К.: Вид. буд-к «Максимум»; Тернопіль: Економічна думка, 2004. – 424 с.

63. Алтуфов Н. А. Устойчивость движения и равновесия / Н. А. Алтуфов, К. С. Колесников. – М. : Издательство МГТУ им. Н. Э. Баумана. – 2003. – 256 с.

64. Аналітичний огляд банківської системи України за 2013 рік [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Національного рейтингового агентства «Рюрік». – Режим доступу : [http://rurik.com.ua/documents/research/bank\\_system\\_IV\\_kv\\_2013.pdf](http://rurik.com.ua/documents/research/bank_system_IV_kv_2013.pdf). – Назва з екрану.

65. Андрієць Т. В. Основні тенденції розвитку фінансового ринку України в умовах глобалізації [Електронний ресурс] / Т. В. Андрієць, Ю. С. Волинець // Наукові конференції. – Режим доступу: <http://intkonf.org/>.

66. Андрушків Н. Конкуренція як рушійна сила розвитку банківських послуг в Україні / Н. Андрушків // Наука молода. – 2007. - №8. – С.76-79.

67. Андрушин С. А. Национальные банковские системы : учеб. пособие / С. А. Андрушин. – М. : ТЕИС, 2009. – 241 с.

68. Антонов Н. Г. Денежное обращение, кредит и банки / Н. Г. Антонов, М. А. Пессель. – М. : Финстатинформ, 1995. – 272 с.

69. Артамонов Б. В. Методы анализа и прогнозирования конъюнктуры рынка международных авиаперевозок / Б. В. Артамонов. – М.: МИИГА, 1984. – 104 с.

70. Базілінська О. Я. Мікроекономіка : навч. посібник / О. Я. Базілінська, О. В. Мінна. – К. : ЦУЛ, 2009. – 352 с.

71. Банковская система Чехии [Электронный ресурс] / [webecconomy.ru](http://webecconomy.ru). – Режим доступа: <http://www.webecconomy.ru/index.php?page=cat&newsid=1282&type=news>.

72. Барановський О. І. Банківська безпека: проблема виміру / О. І. Барановський // Економіка і прогнозування. – 2006. – № 1. – С. 7-26.

73. Бархатов В. И. Теоретико-методологические аспекты регулирования совершенной и несовершенной конкуренции в глобальной экономике / В. И. Бархатов // Вестник Челябинского государственного университета, 2010. – №27 (208). Экономика. Вып. 29. – С. 36-41.

74. Бахолдин А. А. Финансовая стабильность, денежно-кредитная политика и банковские риски / А. А. Бахолдин // Финансы и кредит. – 2007. – № 5 (245). – С. 59–61.

75. Без денег и реформ [Электронный ресурс] / Официальный сайт Группа «Эксперт». – Режим доступа: <http://expert.ru/2013/04/10/kandidat-na-vyhod/>.

76. Беляевский И. К. Статистика товарного рынка: оценки рыночной конъюнктуры / И. К. Беляевский // Вопросы статистики. – 1997. - №4. - С. 20-26.

77. Берегуля А. Я. Сбережения населения в странах ориентированных на фондовый рынок и банковский сектор / А. Я. Берегуля // Экономические науки. – 2007. – № 1. – С. 12-17.

78. Бланк И. А. Словарь-справочник финансового менеджера / И. А. Бланк. – К.: «Ника-Центр», 1998. – 480 с.

79. Бланк И. А.. Основы финансового менеджмента: В 2 т. Т. 1/ И. А. Бланк. – К. : Ника-Центр, 1999. - 592 с.

80. Большой экономический словарь / Под ред. А. Н. Азрилияна. – М.: Фонд «Правовая культура», 1994. – 528 с.

81. Бондар Є. М. Вплив банківської системи на економічне зростання / Є. М. Бондар // Теоретичні і практичні аспекти економіки та інтелектуальної власності. – 2011. – Т.3. – С. 64-70.

82. Буднік М. М. Фінансовий ринок: навч. посібник / М. М. Буднік, Л. С. Мартюшева, Н. В. Сабіна. – К. : ЦУЛ, 2009. – 334 с.

83. Буй Т. Г. Кредитні рейтинги як інструмент оцінки корпоративних боргових цінних паперів / Т. Г. Буй // Формування ринкових відносин в Україні. – 2007. – № 3. – С. 69-73.

84. Бюлетень Національного банку України № 12 (249) за 2013 рік [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Національного банку України. – Режим доступу : [http://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=58127](http://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=58127). – Назва з екрану.

85. В Украине создается институт финансового омбудсмена [Электронный ресурс] / Информационное агентство ЛІГАБізнесІнформ. – Режим доступа: <http://finance.liga.net/banks/2013/10/4/news/35787.htm>.

86. Вальрас Л. Элементы чистой политической экономии или Теория общественного богатства / Л. Вальрас. – М. : Изограф, 2000. – 448 с.

87. Василик О. Д. Теорія фінансів : підручник. – К. : НІОС, 2000. – 416 с.

88. Васильева Т. А. Інвестиційний менеджмент. Основи управління інноваційними проектами : підручник / Т. А. Васильева. – Суми: ВТД «Університетська книга», 2008. – 896 с.

89. Васильченко З. М. Структурні диспропорції у розвитку банківської системи України / З. М. Васильченко // Фінанси України. – 2005. – №9. – С. 140-150.

90. Выгоды та ризики інституалізації ринку Форекс в Україні [Електронний ресурс] / Інформаційне агентство Інтерфакс-Україна. – Режим доступа: <http://ua.interfax.com.ua/news/press-release/171723.html>. – Назва з екрану.

91. Визначено переможця відбору первинних дилерів [Електронний ресурс] / офіційна сторінка Міністерства фінансів України. – Режим доступу : [http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=379370&cat\\_id=217334](http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=379370&cat_id=217334). – Назва з екрану.

92. Внутрішній ринок України: теорія та стратегія посткризового розвитку : наук.-метод.розробка / В. Г. Бодров, Н. І. Балдич, В. О. Гусев та ін. ; за заг. ред. В. Г. Бодрова. – К. : НАДУ, 2011. – 80 с.

93. Вовчак О. Сутність та особливості банківської конкуренції / О. Вовчак, В. Хало // Світ фінансів. – 2008. – №4. – С. 86-92.

94. Вожжов А. П. Банківський капітал в економіці України / А. П. Вожжов, А. І. Клименко // Фінанси України. – 2003. – № 8. – С. 88-97.

95. Геєць В. М. Суспільство, держава, економіка: феноменологія взаємодії та розвитку / В. М. Геєць. – К. : Інститут економіки та прогнозування НАН України, 2009. – 864 с.

96. Гитман Л. Дж., Джонк М.Д. Основи инвестирования / Л. Дж. Гитман, М.Д.Джонк // Пер. с англ. – М.: Дело, 1997. – 1008 с.

97. Глобализация и национальные финансовые системы / Под ред. Дж.А. Хансона, П. Хонохана, Дж. Маджнони. Пер. с англ. – М.: Издательство «Весь мир», 2005. – 320 с.

98. Господарчук С. А. Анализ современных подходов к моделированию финансовых рынков / С. А. Господарчук // Финансы и кредит.– 2006.– № 14.– С.21-28.

99. Гроші та кредит: Підручник. – 3-тє вид., перероб. і доп. / М. І. Савлук, А. М. Мороз, М. Ф. Пуховкіна та ін.; За заг. ред. М. І. Савлука. – К.: КНЕУ, 2002. – 598 с.

100. Гроші, банки та кредит : у схемах і коментарях / За ред. В. Л. Луціва. – Т.: Карт-бланш, 2000. – 214 с.

101. Грошово-кредитна політика в Україні / [В. С. Стельмах, А. О. Спіфанов, Н. І. Гребеник, В. І. Міщенко] ; за ред. В. І. Міщенка. – К. : Знання, 2003. – 421 с.

102. Д'яконова І. І. Теоретико-методологічні основи функціонування банківської системи України : монографія / І. І. Д'яконова. – Суми : Університетська книга, 2007. – 400 с.

103. Деньги, кредит, банки: учебник / под ред. О. И. Лаврушина. – М. : КНОРУС, 2005. – 558 с.

104. Державно-приватне партнерство в Україні [Електронний ресурс] / Обзорна інформація Департаменту інвестиційно-інноваційної політики та розвитку державно-приватного партнерства Міністерства економічного розвитку і торгівлі. – Режим доступу: [http://www.ukrppp.com/present/Day\\_1\\_Panel\\_4\\_Ministry\\_of\\_Economy.pdf](http://www.ukrppp.com/present/Day_1_Panel_4_Ministry_of_Economy.pdf).

105. Дзюблюк О. В. Фінансова стійкість банків як основа ефективного функціонування кредитної системи : монографія / О. В. Дзюблюк, Р. В. Михайлюк. – Тернопіль, 2009. – 316 с.

106. Долан Е. Дж. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика / пер. с англ. В. Лукашевича и др. – М., 1996. – 448 с.

107. Дубовик О. В. Маркетинг у банку : навчальний посібник / О. В. Дубовик, С. М. Бойко, М. А. Вознюк. – 2-ге вид. К., Алеута, 2007. – 275 с.

108. Дубров А. М. Многомерные статистические методы : учебник / А. М. Дубров, В. С. Мхитарян, Л. И. Трошин. – М. : Финансы и статистика, 2000. – 352 с.

109. Дубров А. М. Обработка статистических данных методом главных компонент / А. М. Дубров. – М. : Статистика, 1978. – 135 с.

110. Економічна енциклопедія / [за редакцією Л. І. Абалкіна]. – М. : Економіка, 1999. – 1099 с.

111. Економічна енциклопедія. У трьох томах. Т. 2. / Редкол. С. В. Мочерний (відп. ред.) та ін. – К. : Видавничий центр «Академія», 2000. – 864 с.

112. Економічний енциклопедичний словник [Електронний ресурс] / Режим доступу: <http://www.subject.com.ua/economic/slovník/3546.html>. – Назва з екрану.

113. Ершов М. В. Мировой финансовый кризис. Что дальше? / М. В. Ершов. – М. : Экономика, 2011. – 295 с.

114. Єрмошенко А. Світовий досвід функціонування органів розгляду спорів у сфері фінансових послуг / А. Єрмошенко, Л. Єрмошенко // Вісник КНТЕУ. – 2011. – №2. – С. 38-46.

115. Журавка Ф. О. Валютна політика в умовах трансформаційних змін економіки України : монографія / Ф. О. Журавка. – Суми : Ділові перспективи; ДВНЗ «УАБС НБУ», 2008. – 334 с.

116. 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.
117. Иванов В. М. Финансовый рынок: Конспект лекций. – К. : МАУП, 1999. – 112 с.
118. Игонина Л. Л. Инвестиции : учебное пособие / Л. Л. Игонина. – М. : Экономистъ., 2005. – 478 с.
119. Іваницька О. М. Фінансові ринки: Навч. посібник. – К.: Вид-во УАДУ, 1999. – 96 с.
120. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег / Дж. М. Кейнс. – М. : Гелиос АРВ, 2002 г. – 352 с.
121. Кенэ Ф. Избранные экономические произведения / Ф. Кенэ. – М. : Соцэкгиз, 1960. – 1200 с.
122. Київська міжнародна фондова біржа [Електронний ресурс] : офіційна сторінка. – Режим доступу: <http://www.kise.com.ua/>. – Назва з екрану.
123. Клинов В. Г. Вопросы теории экономической конъюнктуры: учеб. пособие / В. Г. Клинов, А. Б. Мануковский, Е. М. Хартуков, Л. И. Цыгичко. – М.: МГИМО. – 1989. – 153 с.
124. Ковалев В. В. Финансовый анализ : управление капиталом, выбор инвестиций, анализ отчетности / В. В. Ковалев. – М. : Финансы и статистика, 2000. – 688 с.
125. Коваленко В. В. Дослідження рівня конкуренції на ринку банківських послуг України / В. В. Коваленко // Формування ринкових відносин в Україні. – 2006. – № 7. – С. 96-101.
126. Кондратьев Н. Д. Большие циклы конъюнктуры и теория предвидения. Избранные труды / Н. Д. Кондратьев, Ю. В. Яковец, Л. И. Абалкин. – М.: Экономика, 2002. – 766 с.
127. Корнеев В. В. Кредитні та інвестиційні потоки капіталу на фінансових ринках : монографія / В. В. Корнеев. – К. : НДФІ, 2003. – 376 с.

128. Корнєєв В. В. Управління кредитними та інвестиційними потоками капіталу: Автореф. дис. д-ра екон. наук: 08.04.01 / В.В. Корнєєв ; НАН України. Ін-т екон. прогнозування. – К., 2004. – 35 с.

129. Корнюшин В. Чехия: обзор инвестиционного рынка – 2012 [Электронный ресурс] / В. Корнюшин. – Официальный сайт ИК «Первый доверительный управляющий». – Режим доступа: <http://vip.1-du.ru/news/487382/>. – Назва з екрану.

130. Костюхин Д. И. Конъюнктура мирового капиталистического хозяйства / Д. И. Костюхин. – М.: Международные отношения, 1973. – 310 с.

131. Кочетов Э. Г. Геоэкономика. Освоение мирового экономического пространства : учебник / Э. Г. Кочетов. – М. : Норма, 2010. – 528 с.

132. Коцїй О. В. Сутність і класифікація кон'юнктури / О. В. Коцїй // Вісник Національного університету водного господарства та природокористування. Економіка. Збірник наукових праць. – 2007. – Випуск 3 (39). – С. 142-148.

133. Коцїй О. В. Теоретичні засади багаторічності формування економічної кон'юнктури / О. В. Коцїй // Економічні науки. Серія «Економічна теорія та економічна історія». Збірник наукових праць. ЛНТУ. – Випуск 6 (23). – Ч. 1. – Луцьк, 2009.

134. Кравченко П. П. Финансовый рынок в рыночной экономике / П. П. Кравченко // Финансовый менеджмент. – 2001. – № 4. – С.109-130.

135. Крамаренко Г. О. Фінансовий менеджмент: підручник / Г. О. Крамаренко, О. Є. Чорна. – К. : ЦУЛ, 2006. – 520 с.

136. Красавина Л. Н. Роль банков на финансовом рынке: мировой опыт и российская практика / Л. Н. Красавина, Н. И. Валянцева // Финансы и кредит. – 2006. – № 8. – С. 2-16.

137. Кубліков В. К. Формування ринку цінних паперів в Україні : державне регулювання / В. К. Кубліков. – Одеса : Астропринт, 2008. – 328 с.



138. Кучеренко В. Р. Проблемы конъюнктурных исследований на рынках товаров и услуг / В. Р. Кучеренко, В. А. Карпов, И. А. Соломенцев. – Одесса : ОГЭУ, 2006. – 205 с.

139. Ларионова И. В. Управление активами и пассивами в коммерческом банке / И. В. Ларионова. – М. : Консалтбанкир, 2003. – 272 с.

140. Лассаль Ф. Господин Бастиа-Шульце, Экономический Юлиан, или Капитал и труд. / Ф. Лассаль. Сочинения. Т.3. – М. : Круг, 1925. – С. 31-32.

141. Левицький В. В. Формування стратегій розвитку підприємств на засадах прогнозування кон'юнктури ринку : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук.: спец. 08.00.04 «Економіка та управління підприємствами (за видами економічної діяльності)» / В. В. Левицький. – Львів, 2008. – 24 с.

142. Леонов С. В. Інвестиційний потенціал банківської системи: монографія / С. В. Леонов. – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2009. – 375 с.

143. Лондар С. Л. Фінанси: навч. посібник [Електронний ресурс] / С. Л. Лондар, О. Б. Тимошенко. – Режим доступу: <http://pidruchniki.com.ua/>. – Назва з екрану.

144. Луцишин З. О. Трансформація світової фінансової системи в умовах глобалізації / З. О. Луцишин. – К., 2002. – 230 с.

145. Лютий І. О. Проблеми розвитку сучасного міжнародного фінансового ринку та інтеграційний курс України / І. О. Лютий, В. І. Міщенко // Фінанси України. – 2006. – № 5. – С. 21-31.

146. Магдич А. С. Спільні риси й національні особливості економіки країн Центральної та Східної Європи / А. С. Магдич // Економіка розвитку. – 2013. – №2 (66). – С. 1-6.

147. Макро- і мікроекономічні складові розвитку [Текст] : монографія / В. С. Стельмах А. О. Єпіфанов, І. В. Сало, І. І. Д'яконова, М. А. Єпіфанова. – Суми : ВГД «Університетська книга», 2006. – 505 с.

148. Малишевски В. Независимость центрального банка в экономике переходного периода / В. Малишевски. – Варшава: CASE – Центр социально-экономических исследований, 1999. – 35 с.

149. Мамонов М. Е. Неструктурный подход к оценке уровня конкуренции в российском банковском секторе / М. Е. Мамонов // Банковское дело. – 2010. – № 10. – С. 17–24.

150. Маркетинг на предприятиях пищевой промышленности (практические аспекты) : учебное пособие // Н. С. Тульская, В. Д. Гончаров, Ю. А. Косикова и др. – М. : МГУПП, 1999. – 115 с.

151. Маркс К. Капитал. Критика политической экономии / К. Маркс. – М. : Terra, 2009. – 365 с.

152. Маршалл А. Принципы экономической науки / А. Маршалл. – М. : «Директмедиа Паблшинг», 2008. – 994 с.

153. Мацелюх Н. П. Дослідження кон'юнктури фінансового ринку як необхідна передумова його регулювання / Н. П. Мацелюх // Науковий вісник Національного університету ДПС України. – 2010. – № 1 (48). – С. 87-93.

154. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения : учеб. Пособие / Под ред. Л. Н. Красавиной. – М. : Финансы и статистика, 2008. – 572 с.

155. Мертенс А. И. Инвестиции: курс лекций по современной финансовой теории. – К.: Киевское инвестиционное агентство, 1997. – 416 с.

156. Мизес Л. Человеческая деятельность: Трактат по экономической теории / Л. Мизес. – М. : Экономика, 2000. – 878 с.

157. Миркин Я. М. Рынок ценных бумаг России : воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития / М. Я. Миркин. – М. : Альпина Паблшер, 2002. – 624 с.

158. Михальський В. В. Роль фінансового ринку в економічному розвитку реального сектора вітчизняної економіки: монографія. – К. : Ніка Центр, 2005. – 296 с.

159. Міжнародні фінанси : навч. посіб. / [І. І. Д'яконова, М. І. Макаренко, Ф. О. Журавка та ін.]; за ред. М. І. Макаренка та І. І. Д'яконової. – К. : «Центр учбової літератури», 2013. – 548 с.

160. Міністерство фінансів України [Електронний ресурс] : офіційна сторінка. – Режим доступу : <http://www.minfin.gov.ua/>. – Назва з екрану

161. Мозговий О. М. Фондовий ринок: навч. посібник / О. М. Мозговий. – К. : КНЕУ, 1999. – 316 с.

162. Мышкин Ф. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков / Мышкин Ф. – М., 1999. – 258 с.

163. Науменкова С. Особливості формування сучасної моделі фінансової системи / С. Науменкова, О. Міщенко // Вісник НБУ. – 2006. – №11. – С. 26-36.

164. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс] : офіційна сторінка. – Режим доступу : <http://www.nssmc.gov.ua/>. – Назва з екрану

165. Національний банк України : офіційна сторінка [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://bank.gov.ua/control/uk/index>. – Назва з екрану.

166. Незалежна асоціація банків України: огляд банківської системи Республіки Польща [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Незалежної асоціації банків України. – Режим доступу : [www.nabu.com.ua/Analytics/BS%20Polsha.docx](http://www.nabu.com.ua/Analytics/BS%20Polsha.docx). – Назва з екрану.

167. Никитин С. П. Конъюнктура мировых товарных рынков: преобладание и специфика / С. П. Никитин. – М. : Международные отношения, 1982. – 215 с.

168. Оболенцева Л. В. Кон'юнктурні дослідження галузевого ринку : підручник / Л. В. Оболенцева. – Х. : ХНАМГ, 2010. – 249 с.

169. Общие и отличительные черты трансформационных процессов в государствах ЦВЕ [Электронный ресурс] / Глобальная экономика. Конструктивный взгляд на экономические процессы. – Режим доступа : <http://www.samaraconstruction.ru/natsionalnye-ekonomiki/1494-obshhie-i->

otlichitelnye-cherty-transformacionnyx-processov-v-gosudarstвах-cve-chast-2.html.

– Название с экрана.

170. Овсийчук М. Ф. Финансовый менеджмент: методы инвестирования капитала / М. Ф. Овсийчук, Л. Б. Сидельникова. – М. : БУКВИЦА, 1996. – 128 с.

171. Опарін В. М. Фінанси: навч. посібник / В. М. Опарін — К. : КНЕУ, 2001. – 240 с.

172. Опря А. Т. Статистика : навчальний посібник / А. Т. Опря. – К. : Центр учбової літератури, 2012. – 448 с.

173. Оснач О. Ф. Промисловий маркетинг : підручник / О. Ф. Оснач, В. П. Пилипчук, Л. П. Коваленко. – К. : Центр учбової літератури, 2009. – 364 с.

174. Основи економічної теорії : навч. посібник / За заг. ред Козак Ю. Г. – К. : ЦУЛ, 2012. – 264 с.

175. Основи економічної теорії : підручник / За ред. О. О. Мамалую. – К. : Юрінком Інтер, 2006. – 479 с.

176. Основи економічної теорії : підручник / Чухно А. А., Єщенко П. С., Климко Г. Н. [та ін.] ; за ред. А. А. Чухна. – К. : Вища шк., 2001. – 606 с.

177. Основні показники діяльності фінансових компаній та лізингодавців за 2005-2012 рр. [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг. – Режим доступу: <http://www.dfp.gov.ua/731.html>. – Назва з екрану.

178. Основні показники системи кредитних спілок за 2005-2012 рр. [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг. – Режим доступу: <http://www.dfp.gov.ua/733.html>. – Назва з екрану.

179. Основні показники системи ломбардів за 2005-2012 рр. [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Національної комісії, що здійснює

державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг. – Режим доступу: <http://www.dfp.gov.ua/731.html>. – Назва з екрану.

180. Основні показники системи недержавного пенсійного забезпечення за 2005-2012 рр. [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг. – Режим доступу: <http://www.dfp.gov.ua/732.html>. – Назва з екрану.

181. Основні принципи діяльності та завдання Асоціації українських банків [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Асоціації українських банків. – Режим доступу: [http://aub.org.ua/index.php?option=com\\_content&task=view&id=127&menu=20&Itemid=34](http://aub.org.ua/index.php?option=com_content&task=view&id=127&menu=20&Itemid=34). – Назва з екрану.

182. Основы банковской деятельности / ред. К. Р. Тагирбеков. – М. : Инфра-М, 2003. – 720 с.

183. Офіційний сайт Державного комітету статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [www.ukrstat.gov.ua/](http://www.ukrstat.gov.ua/). – Назва з екрану.

184. Офіційний сайт Міжнародного валютного фонду [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org>. – Назва з екрану.

185. Пармененков К. Н. Методы анализа состояния конкурентной среды на товарных рынках [Электронный ресурс] / К. Н. Пармененков. – Режим доступа : [http://auditfin.com/fin/2011/2/03\\_08/03\\_08%20.pdf](http://auditfin.com/fin/2011/2/03_08/03_08%20.pdf). – Название с экрана.

186. Первушин С. А. Хозяйственная конъюнктура. Введение в изучение динамики русского народного хозяйства за полвека / С. А. Первушин. М.Экономическая жизнь, 1925. – 463 с.

187. Питання функціонування та вдосконалення інфраструктури фондового ринку України: Інформаційно-аналітичні матеріали / За ред. О. І. Кірсева, М. М. Шаповалової, Н. І. Гребеник. – К.: Центр наукових досліджень НБУ, 2005. – 132 с.

188. Плєць І. І. Аналіз функціонування ринку державних облігацій в Україні // І. І. Плєць // Сталий розвиток економіки, 2012. – №4. – С. 349-353.

189. Положение об общественном примирителе на финансовом рынке (финансовом омбудсмене) [Электронный ресурс] : протокол Ассоциации российских банков №2 от 20 сентября 2010 г. – Режим доступа: [arb.ru/site/finomb/files/Polozhen\\_Dec11.doc](http://arb.ru/site/finomb/files/Polozhen_Dec11.doc). – Назвние с экрана.

190. Положення про делегування Державною комісією з регулювання ринків фінансових послуг України окремих повноважень об'єднанню страховиків [Електронний ресурс] : розпорядження Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України №1090 від 21 серпня 2008 року, поточна редакція від 07.06.2013. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z1063-08>. – Назва з екрану.

191. Положення про Державну службу фінансового моніторингу України [Електронний ресурс] : указ Президента України №446/2011 від 13 квітня 2011 року, поточна редакція від 13.04.2011. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/466/2011>. – Назва з екрану.

192. Положення про Міністерство фінансів України [Електронний ресурс] : указ Президента України №446/2011 від 8 квітня 2011 року, поточна редакція від 19.03.2013. – Режим доступу: <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/446/2011>. – Назва з екрану.

193. Положення про Національну комісію, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг [Електронний ресурс] : указ Президента України №1070/2011 від 23 листопада 2011 року. – Режим доступу: <http://www.dfp.gov.ua/844.html>. – Назва з екрану.

194. Положення про об'єднання професійних учасників фондового ринку [Електронний ресурс] : рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку №1925 від 27 грудня 2012 року, поточна редакція від 27.12.2012. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z0182-13>. – Назва з екрану.

195. Положення про порядок проведення операцій, пов'язаних з розміщенням облігацій внутрішніх державних позик [Електронний ресурс] :

постанова правління Національного банку України №248 від 18.06.2003, поточна редакція від 31.05.2013. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0551-03>. – Назва з екрану.

196. Польша как наиболее сильное звено ЕС во время финансового кризиса [Электронный ресурс] / Социально-экономический портал EXRUS.eu. – Режим доступа : <http://de.exrus.eu/object-id4f1d365b6ccc19e24c000877>. – Название с экрана.

197. Портер, М. Конкурентная стратегия: Методика анализа отраслей и конкурентов / М. Портер ; пер. с англ. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2005. – 454 с.

198. Придніпровська фондова біржа [Електронний ресурс] : офіційна сторінка. – Режим доступу : <http://www.pse.com.ua/>. – Назва з екрану.

199. Примостка Л. О. Фінансовий менеджмент у банку : підручник / Л. О. Примостка. – 2-ге вид., доп. і перероб. – К. : КНЕУ, 2004. – 468 с.

200. Про Антимонопольний комітет України [Електронний ресурс] : закон України №3659-ХІІ від 26 листопада 1993 року, поточна редакція від 02.12.2012. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/3659-12>. – Назва з екрану.

201. Про Асоціацію [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Незалежної асоціації банків України. – Режим доступу : <http://www.nabu.com.ua/ukr/about/mission/>. – Назва з екрану.

202. Про банки і банківську діяльність : закон України від 07.12.2000 № 2121-III [Електронний ресурс] / Верховна Рада України. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=2121-14>. – Назва з екрану.

203. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні [Електронний ресурс] : закон України №448/96-ВР від 30 жовтня 1996 року, поточна редакція від 11.10.2013. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/448/96-%D0%B2%D1%80/page>. – Назва з екрану.

204. Про запровадження інституту первинних дилерів на ринку державних цінних паперів [Електронний ресурс] : Постанова Кабінету Міністрів України від 14.04.2009 №363. – Режим доступу : [http://search.ligazakon.ua/l\\_doc2.nsf/link1/KP090363.html](http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/KP090363.html). – Назва з екрану.

205. Про затвердження Методичних рекомендацій щодо розрахунку рівня економічної безпеки України [Електронний ресурс]: Наказ Міністерства економічного розвитку і торгівлі України від 28.10.2013 р. № 1277. – Режим доступу : [http://cct.com.ua/2013/29.10.2013\\_1277.htm](http://cct.com.ua/2013/29.10.2013_1277.htm). – Назва з екрану.

206. Про захист економічної конкуренції [Електронний ресурс]: закон України 11.01.2001 №2020-III. – Режим доступу : <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/2210-14>. – Назва з екрану.

207. Про захист прав споживачів [Електронний ресурс] : Закон України від 12.05.1991 №1023-XII. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/1023-12>. – Назва з екрану.

208. Про кредитні спілки : закон України від 20.12.2001 № 2908-III [Електронний ресурс] / Верховна Рада України. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2908-14>. – Назва з екрану.

209. Про Національний банк України [Електронний ресурс] : закон України №679-XIV від 20 травня 1999 року, поточна редакція від 11.10.2013. – Режим доступу: <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/679-14/page>. – Назва з екрану.

210. Про державне пенсійне забезпечення : закон України від 09.07.2003 № 1057-IV [Електронний ресурс] / Верховна Рада України. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/1057-15>. – Назва з екрану.

211. Про порядок та умови торгівлі іноземною валютою [Електронний ресурс] : положення НБУ від 23.05.2007 № 192. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0950-05>. – Назва з екрану.

212. Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг [Електронний ресурс] : закон України №2664-III від 12 липня 2001 року,



поточна редакція від 23.10.2013. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2664-14/page>. – Назва з екрану.

213. Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг : закон України від 12.07.2001 № 2664-III [Електронний ресурс] / Верховна Рада України. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2664-14>. – Назва з екрану.

214. Про цінні папери та фондовий ринок [Електронний ресурс] : закон України №3480-IV від 23 лютого 2006 року, поточна редакція від 11.10.2013. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/3480-15/page>. – Назва з екрану.

215. Радіщук Т. П. Сутність поняття кон'юнктури товарного ринку / Т. П. Радіщук // Економічні науки. Серія «Економіка та менеджмент». Збірник наукових праць Луцького національного технічного університету. – 2010. – Вип. 7(26). Ч. 3 – С. 3-14.

216. Райзберг Б. А. Курс економіки. Учебник / Под ред. Б. А. Райзберга. – М. : ИНФРА-М, 1997. – 720 с.

217. Ринок боргових цінних паперів в Україні : суперечності та тенденції розвитку. 2-ге видання: [монографія] / [Лютий І.О., Грищенко Т.В., Любка О.В., Білик О.П., Рак Р.В., Буй Т.Г., Мошенський С.З., Нічосова Т.В., Прімерова О.К.]; за ред. І.О. Лютого; – К. : ЦУЛ, 2008. – 432 с.

218. Річний звіт НКЦПФР за 2012 рік: Інновації для розвитку ринку [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. – Режим доступу: [http://www.nssmc.gov.ua/user\\_files/content/58/1370875350.pdf](http://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/58/1370875350.pdf). – Назва з екрану.

219. Робинсон Дж. Экономическая теория несовершенной конкуренции / Дж. Робинсон. – М. : Прогресс, 1986. – 472 с.

220. Рожкова О. А. Механизмы государственного и негосударственного регулирования банковской конкуренции / О. А. Рожкова // Вестник СамГУ, 2011. – №1/1 (82). – С. 154-160.

221. Романенко О. Р. Фінанси: навч. посібник / О. Р. Романенко, С. Я. Огородник, М. С. Зязюн. – К.: КНЕУ, 1999. — 108 с.
222. Румянцева С. Ю. Эволюция понятия и методологии анализа экономической конъюнктуры / С. Ю. Румянцева // Вестник СПбГУ. 2004. – Сер. 5. Вып. 4. – С. 22-34.
223. Рустамов Э. С. Проблемы реформирования макроэкономических институтов в послекризисный период / Э. С. Рустамов // Деньги и кредит. – 2010. – № 9. – С. 24-29.
224. Рыкова И. О. Моделирование взаимоотношений банковской системы и финансовых рынков : дис. ... д-ра экон. наук. 08.00.13, 08.00.10 / Рыкова Инна Николаевна. – Ставрополь, 2004. – 288 с.
225. Рязанова Н. С. Фінансовий ринок: його генезис, сутність та функції / Н. С. Рязанова // Фінанси, облік і аудит. – 2011. – Вип. 17. – С. 179–185.
226. Савенко А. Є., Коваль С. П. Дослідження ринкової кон'юнктури – важливий фактор фінансової стабілізації / А. Є. Савенко, С. П. Коваль // Науковий вісник Академії муніципального управління, серія «Економіка». Збірник наукових праць. – 2009. – Випуск 6. – С. 19-26.
227. Садков В. Г. Маркетинговое прогнозирование регионального фондового рынка (на примере прогнозирования спроса на финансовый продукт или услугу) / В. Г. Садков, В. В. Ветрова // Управление общественными и экономическими системами. – 2008. – № 2. – С. 1-12.
228. Садков В. Г. Проблемы и перспективы антимонопольного регулирования финансово-кредитных рынков [Электронный ресурс] / В. Г. Садков, А. К. Подмастерьева. – Режим доступа :[http://umc.gu-unpk.ru/umc/arkiv/2008/1/sadkov\\_podmasterieva.pdf](http://umc.gu-unpk.ru/umc/arkiv/2008/1/sadkov_podmasterieva.pdf). – Название с экрана.
229. Самуэльсон П. Экономика : учебник / П. Самуэльсон. – Севастополь : Ахтиар, 1995. – 348 с.

230. Седов В. В. Экономическая теория: В 3 ч. Ч. 2. Микроэкономика : учебное пособие / В. В. Седов. – Челябинск : Челябинский государственный университет, 2002. – 115 с.

231. Сенчагов В. К. Экономика, финансы, цены эволюция, трансформация, безопасность. – М. : АНКИЛ, 2010. – 1120 с.

232. Серова І. А. Дослідження і прогнозування економічної кон'юнктури: конспект лекцій / І. А. Серова, Т. С. Мирна. – Харків: ХНЕУ, 2008. – 93 с.

233. Симановский А. Ю. Надзорные и контрольные функции банка России : краткий экскурс / А. Ю. Симановский // Деньги и кредит. – 2001. – № 5. – С. 12-18. Турбанов А. В. Банковское дело / А. В. Турбанов, А. В. Тютюнник. – М. : Финансы и статистика, 2005. – 608 с.

234. Словения нашла выход из кризиса [Электронный ресурс] / Официальный сайт «Правда.Ру». – Режим доступа: <http://www.pravda.ru/economics/rules/regions/09-08-2013/1169298-slovenia-0/>.

235. Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов / А. Смит. – М. : Эксмо, 2007. – 960 с.

236. Смолянська О. Ю. Фінансовий ринок: навч. посіб. – К.: Центр навчальної літератури, 2005. – 384 с.

237. Сомик А. Особливості дії трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в період кризи: канали цін активів, обмінного курсу та очікувань суб'єктів ринку / А. Сомик // Вісник Національного банку України. – 2010. – № 11. – С. 21–27.

238. Статистична інформація про ОВДП, які знаходяться в обігу, за сумою основного боргу [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Національного банку України. – Режим доступа: [http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=44580](http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=44580).

239. Статистичний бюлетень Національного банку України за 2012 рік [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Національного банку України. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/files/stat.pdf>. – Назва з екрану.

240. Стійкість фінансових ринків України та механізми її забезпечення / О. І. Барановський, В. Г. Барановська, Є. О. Бублик ; ред. О. І. Барановського. – К. : НАН України; Ін-т екон. та прогнозув., 2010. – 492 с.

241. Стратегія реформування системи захисту прав споживачів на ринках фінансових послуг на 2012-2017 роки [Електронний ресурс] : розпорядження Кабінету міністрів України №867-р від 31 жовтня 2012 року. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/867-2012-%D1%80>. – Назва з екрану.

242. Суторміна В. М.. Фінансовий ринок: навчально-методичний посібник/ В. М. Суторміна, В. М. Радзієвська, Б. С. Стеценко; Мін-во освіти і науки України, КНЕУ. – К.: КНЕУ, 2001. – 100 с.

243. Суэтин А. А. Конъюнктура рынка: методика анализа и прогноза [Электронный ресурс] / А. А. Суэтин. – Центр дистанционного образования «Элитариум». – Режим доступа: [http://www.elitarium.ru/2011/07/28/konjunktura\\_rynka\\_metodika.html](http://www.elitarium.ru/2011/07/28/konjunktura_rynka_metodika.html).

244. Суэтин А. А. Международный финансовый рынок : ученик / А. А. Суэтин. – М. : КНОРУС, 2007. – 264 с.

245. Суэтин А. А. Финансовые рынки в мировой экономике / А. А. Суэтин. – М.: «Экономистъ», 2008. – 587 с.

246. Східно-Європейська фондова біржа [Електронний ресурс] : офіційна сторінка. – Режим доступу : <http://www.eese.com.ua/>. – Назва з екрану.

247. Тихонов Р. Ю. Фондовый рынок / Р. Ю. Тихонов, Ю. Р. Тихонов. – Минск : Амаффея, 2000. – 224 с.

248. Тобин Д. Глобальная экономика – кто у руля? / Д. Тобин // Проблемы теории и практики управления. – 1999. – № 1. – С. 10-15.

249. Турбанов А. В. Антикризисные механизмы в банковской системе / А. В. Турбанов // Деньги и кредит. – 2012. – № 1. – С. 20-23.

250. Українська біржа [Електронний ресурс] : офіційна сторінка. – Режим доступу : <http://www.uh.ua/ua/>. – Назва з екрану.

251. Українська міжнародна фондова біржа [Електронний ресурс] : офіційна сторінка. – Режим доступу : <http://www.uise.com.ua/>. – Назва з екрану.

252. Українська фондова біржа [Електронний ресурс] : офіційна сторінка. – Режим доступу : <http://www.ukrse.kiev.ua/>. – Назва з екрану.

253. Улучшение механизма «плавающих» ставок удешевит стоимость кредитов для бизнеса [Электронный ресурс] / Простобанк Консалтинг. – Режим доступа: [http://www.prostobiz.ua/kredity/novosti/uluchshenie\\_mehanizma\\_plavayuschih\\_stavok\\_udeshavit\\_stoimost\\_kreditov\\_dlya\\_biznesa\\_bankiry](http://www.prostobiz.ua/kredity/novosti/uluchshenie_mehanizma_plavayuschih_stavok_udeshavit_stoimost_kreditov_dlya_biznesa_bankiry).

254. Уразова С. Устойчивость банковской системы: теоретические и методологические аспекты / С. Уразова // Банковское дело. – 2006. – № 12. – С. 26–32.

255. Уткин Э. А. Экономика, рынок, предпринимательство: учебное пособие / Э. А. Уткин. – М. : Финансовая академия при Правительстве РФ, 1996. – 360 с.

256. Федорович Р. Маркетинговий аналіз кон'юнктури ринку / Р. Федорович, С. Семенов // Галицький економічний вісник, 2009. – №2 (23). – С. 47-52.

257. Федулова Л. Управління конкурентоспроможністю банків в умовах трансформаційної економіки : монографія / Л. Федулова, І. Волощук. – К.: Наук. світ, 2002. – 301 с.

258. Фінанси: навч. посібник / за ред. С. І. Юрія. – Тернопіль: Карт бланш, 2002. – 357 с.

259. Фінансовий ринок : навч. посіб. для студ. вищ. навч. закл. / С. М. Еш ; Нац. ун-т харч. технологій. - К. : Центр учбової літератури, 2009. - 528 с.

260. Фондова біржа «ІННЕКС» [Електронний ресурс] : офіційна сторінка. – Режим доступу : <http://www.innex-group.com/>. – Назва з екрану.
261. Фондова біржа «Перспектива» [Електронний ресурс] : офіційна сторінка. – Режим доступу : <http://fbr.com.ua/>. – Назва з екрану.
262. Фондова біржа ПФТС [Електронний ресурс] : офіційна сторінка. – Режим доступу : <http://www.pfts.com/>. – Назва з екрану.
263. Хандруев А. А. Управление рисками банков: Научно-практический аспект / А. А. Хандруев // Деньги и кредит. – 2007. – № 6. – С. 17-21.
264. Ходаківська В. П. Ринок фінансових послуг: навч. посібник / В. П. Ходаківська, О. Д. Данілов. – Ірпінь: Академія ДПС України, 2001. – 501 с.
265. Ходаківська В. П. Ринок фінансових послуг: теорія і практика: Навчальний посібник / В. П. Ходаківська, В. В. Беляєв. – К.: ЦУЛ, 2002. – 616 с.
266. Ценообразование на финансовом рынке: учеб. пособие / под ред. В.Е. Есипова. – СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 1998. – 240 с.
267. Чалдаева Л. А. Рынок ценных бумаг и биржевое дело / Л. А. Чалдаева, А. А. Килячков. – М.: Юристъ, 2000. – 406 с.
268. Чемберлин Э. Теория монополистической конкуренции (реориентация теории стоимости) ; пер. с англ. / ред. Ю. Я. Ольсевич. – М.: Экономика, 1996. – 351 с.
269. Чистов С. М. Державне регулювання економіки : навчально-методичний посібник / С. М. Чистов; Мін-во освіти і науки України, КНЕУ. – К.: КНЕУ, 2002. – 208 с.
270. Швайка Л. А. Державне регулювання економіки / Л. А. Швайка. – К.: Фонд Знання, 2006. – 435 с.
271. Шевчук В. О. Міжнародна економіка теорія і практика /В. О. Шевчук. – Львів : Каменяр, 2011. – 711 с.
272. Шелудько В. М. Фінансовий ринок: навч. посіб. – 3-тє вид., випр. і доп. — К.: Знання-Прес, 2008. — 535 с.

273. Школьник І. О. Структура фінансового ринку країни в умовах розвитку ринкових відносин / І. О. Школьник, І. І. Рекуненко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. наук. праць / ДВНЗ «УАБС НБУ». – Суми, 2007. - Вип. 21. – С. 89-97.

274. Школьник І. О. Фінансовий ринок України: сучасний стан і стратегія розвитку: Монографія. – Суми: ВВП «Мрія-1» ЛТД, УАБС НБУ, 2008. – 348 с.

275. Шумпетер Й. Теория экономического развития (Исследование предпринимательской прибыли, капитала, кредита, процента и цикла конъюнктуры): пер.с англ. – М.: Прогресс, 1982. – 455 с.

276. Экономика. Учебник / под ред. А.С. Булатова. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: Юристъ, 1999. - 894 с.

277. Юданов А. Ю. Конкуренция: теория и практика / А. Ю. Юданов. – М. : Гном-пресс, 2001. – 272 с.

278. Ярошенко А. С. Оцінка та регулювання конкуренції в банківській системі України : дис. на здобуття наук. ступеня канд. економ. наук : спец. 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит / А. С Ярошенко ; ДВНЗ «УАБС НБУ». – Суми, 2012. – 24 с.

279. Ясин Е. Г. Новая эпоха – старые тревоги : Политическая экономика / Е. Г. Ясин. – М. : Новое издательство, 2004. – 320 с.

280. A framework for dealing with domestic systemically important banks - final document, Basel Committee on Banking Supervision, October 2012.

281. Abakumenko O.V. Problems and prospects of stock market development in Ukraine / O.V. Abakumenko // Nauka I Studia. – 2013. – № 31 (99). – P. 106-113.

282. Alan J. M. Deregulation and bank financial policy / J. M. Alan // Journal of Banking & Finance. – 1984. –Vol. 8, Issue 4. – Pp. 557–565.

283. Allen F. Financial Intermediaries and Markets / F. Allen, D. Gale // Econometrica, Econometric Society. – 2004. – № 72(4). – P. 1023–1061.

284. Allenspach N. Banking and Transparency: Is More Information Always Better / N. Allenspach // Swiss National Bank Working Paper Series. – 2009. № 20. – P. 11.
285. Barth J. Bank Regulation and Supervision: What Works Best? / J. Barth, G. Caprio, R. Levine // NBER Working Paper, No. 9323 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research), 2001. – 251 p.
286. Beck T. Bank concentration, competition, and crises: First results / T. Beck, A. Demirgüç-Kunt, R. Levine // Journal of Banking and Finance. – 2006. – № 30. – Pp. 1581–603.
287. Berger A. N. Bank Competition and Financial Stability / A. N. Berger, L. F. Klapper, T.-A. Rima // The World Bank. – 2008. – 27 p.
288. Bhattacharya S. The Economics of Bank Regulation / S. Bhattacharya, A. W. A. Boot, A. V. Thakor // Journal of Money, Credit, and Banking. –1988. – Vol. 4. – No. 30. – P. 745–770.
289. Bikker J. A. Measures of Competition and Concentration in the Banking Industry: a Revue of the Literature / J. A. Bikker, K. Haaf // Economic and Financial Modeling. – 2002.– № 3. – 46 p.
290. Bikker J. A. Misspecification of the Panzar-Rosse Model: Assessing Competition in the Banking Industry / J. A. Bikker, L. Spierdijk, P. Finnie // De Nederlandsche Bank Working Paper. –2006.– № 114. – 30 p.
291. Borio C. Towards a Macro-Prudential Framework for Financial Supervision and Regulation BIS / C. Borio. – Working Paper No. 128 (Basel: Bank for International Settlements), 2003. – 98 p.
292. Boyd J. H. The Theory of Bank Risk Taking and Competition Revisited / J. H. Boyd, G. De Nicolò // Journal of Finance. – 2005. – Vol. 60, Issue 3. – P. 1329–1343.
293. Caprio G. Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World [Electronic resource] / G. Caprio, P. Honohan // The World Bank. – Access mode : [http://mpra.ub.uni-muenchen.de/9929/1/MPRA\\_paper\\_9929.pdf](http://mpra.ub.uni-muenchen.de/9929/1/MPRA_paper_9929.pdf).



294. Caprio G. Reforming financial systems: historical implications for policy / G. Caprio, D. Vittas // Cambridge University Press. – 1997. – Ch. 4. – P. 65–80.
295. Cardarelli R. Financial Stress and Economic Contractions / R. Cardarelli, E. Selim, L. Subir // Journal of Financial Stability. – 2011. – Vol. 7, No. 2, – P. 78–97.
296. Cardarelli, Roberto, Selim Elekdag, and Subir Lall, 2011, «Financial Stress and Economic Contractions», Journal of Financial Stability, Vol. 7, No. 2, pp. 78–97.
297. Carletti E. Implications of the Bank Merger Wave for Competition and Stability // E. Carletti, P. Hartmann, G. Spagnolo // Risk Measurement and Systemic Risk, Proceedings of the Third Joint Central Bank Research Conference. – 2002. – P. 38–50.
298. Casu B. An analysis of the relevance of off-balance sheet items in explaining productivity change in European banking / B. Casu, C. Girardone // Applied Financial Economics, Taylor and Francis Journals. – 2005. – Vol. 15(15). – Pp. 1053–1061.
299. Chari V. Banking Panics, Information, and Rational Expectations Equilibrium / V. Chari, Jagannathan Ravi // Journal of Finance. – 1988. – № 43. – P. 749–761.
300. Cihak M. Stress testing: A review of key concepts / M. Cihak // Czech National Bank. – 2004. – P. 24.
301. Claessens S. Financial Development, Property Rights and Growth / S. Claessens, L. Lucius // CEPR Discussion Paper. – No. 3295 . – London: Centre for Economic Policy Research, 2002. – 114 p.
302. Claessens S. What Drives Bank Competition? Some International Evidence / S. Claessens, L. Leaven // World Bank Policy Research Paper. – 2003. – № 3113. – 563–583 p.

303. Commission Recommendation of 30 March 1998 on the principles applicable to the bodies responsible for out-of-court settlement of consumer disputes // Official Journal of the European Communities. – 1998. – 17.4. – P. 31-34.

304. Corsetti G. The Asian Crisis: an Overview of the Empirical Evidence and Policy Debate / G. Corsetti, P. Resenti, N. Roubini // The Asian Financial Crisis. – 1999. – P. 127–163.

305. Crockett A. Why Is Financial Stability a Goal of Public Policy? / A. Crockett // Maintaining Financial Stability in a Global Economy: Proceedings of A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming. – 1997. – P. 7–36.

306. Dages B. G. Foreign and Domestic Bank Participation in Emerging Markets: Lessons from Mexico and Argentina / B. D. Dages, L. Goldberg, D. Kinney // Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review. – 2000. – № 6. – P. 17–35.

307. Das U. Crisis Prevention and Crisis Management: The Role of Regulatory Governance / U. Das, M. Quintyn. – Washington: Brookings Institution, 2002. – 320 p.

308. Das U. Does regulatory governance matter for financial system stability? / U. Das, M. Quintyn, K. Chenard. – IMF Working Paper WP/04/89, 2004. – 165 p.

309. Deardorff A. V. International Provision of Trade Service, Trade, and Fragmentation / A. V. Deardorff. – University of Michigan Discussion Paper (Ann Arbor, Michigan), 2000. – 463 p.

310. Demirgüç-Kunt A. Financial Structures and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development / A. Demirgüç-Kunt, R. Levine // Cambridge: MIT Press, 2001. – 444 p.

311. Demirguc-Kunt A. Financial Liberalization and Financial Fragility / A. Demirguc-Kunt, R. Asli, E. Detragiache. – IMF Working Paper 98/83 . – Washington : International Monetary Fund, 1998. – 214 p.

312. Diamond D. Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity / D. Diamond, M. Douglas, P. Dybvig // Journal of Political Economy. – 1983. – Vol. 3 No. 91. – P. 401–419.

313. Directive of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments repealing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council / European Commission, Brussels. – 20.10.2011. – 196 p.

314. Dutz M. A. Does More Intense Competition Lead to Higher Growth? / M. A. Dutz, H. Aydin. – World Bank Working Paper No. 2320 (Washington). – 1998. – 78 p.

315. Friedman M. The Role of Monetary Policy / M. Friedman // American Economic Review. – 1968. – Vol. 58. – No. 1. – pp. 1–17.

316. Fungacova Z. Market power in the Russian banking industry [Electronic resource] / Z. Fungacova, L. Solanko, L. Weill // BOFIT Discussion Paper. – Access mode : <http://ifs.u-strasbg.fr/large/publications/2010/2010-09.pdf>.

317. Gelb A. Financial Policies, growth and efficiency, Working paper no. 421, 1989 The World Bank, Washington, DC

318. Gilbert R. A. Bank Market Structure and Competition / R. A. Gilbert // A Survey, Journal of Money, Credit and Banking. – 1984. – № 16. – P. 617–645.

319. Goldberg L. Foreign and Domestic Bank Participation: Lessons from Argentina and Mexico / L. B. Goldberg, G. Dages, D. Kinney // Federal Reserve Bank of New York Working Paper. – 2000. – P. 17–36.

320. Goldsmith R. Financial Structure and Development, Yale University Press, New Haven, 1969.

321. Gray J. M. Minskian Fragility in the International Financial System / J. M. Gray // New Perspectives in Monetary Macroeconomics / Ed. by G. Dymnsky, R. Pollin. – Michigan, 1994. – 145p.

322. Gwartney J. D. Economic Freedom and the Environment for Economic Growth / J. D. Gwartney, R. G. Holcombe, R. A. Lawson // Journal of Institutional and Theoretical Economics. – 1999. – Vol. 155 (December). – P. 643–663.

323. Hermes N. Foreign Bank Presence, Domestic Bank Performance and Financial Development / N. Hermes, R. Lensink // Paper for SUERF colloquium. – 2003. – 23 p.

324. Hoggarth G. Alternative routes to banking stability: A comparison of UK and German banking systems / G. Hoggarth, A. Milnem, G. Wood // Financial Stability Review. – 1998. – № 10. – P. 55–68.

325. IMF. Financial Sector Assessment. A Handbook. – Washington D.C., 2005 Chapter 2: Indicators of Financial Structure, Development, and Soundness – <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fsa/eng/pdf/ch02.pdf>. – P. 18, Table 2.1.

326. International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards [Electronic resource] / Basel Committee on Banking Supervision. – Assessment mode : <http://www.bis.org/publ/bcbs118.htm>.

327. J. S. Metcalfe. Competition, Fisher's Principle and Increasing Returns in the Selection Process // Journal of Evolutionary Economics. – 1994. – Volume 4, Issue 4. – pp 327-346.

328. Jakubík P. Stress Testing Credit Risk: Comparison of the Czech Republic and Germany / P. Jakubík, C. Schmieder. – Frankfurt : Deutsche Bundesbank and European Investment Bank, – 2008. – P. 63.

329. Japelli T. Courts and Banks: Effects of Judicial Enforcement on Credit Markets / T. Japelli, M. Pagano, M. Bianco // Working Paper. – 2002. – № 58. – 42 p.

330. Jiménez G. How Does Competition Impact Bank Risk-Taking? / G. Jiménez, J. A. Lopez, S. J. Saurina // Banco de Espana Working Paper. – 2010. – № 1005. – 38 p.

331. John Hicks (1965) Capital and Growth. Clarendon Press, - 339 p.

332. Kane R. The S&L Insurance Mess: How Did it Happen? / R. Kane, J. Edward. – Washington: Urban Institute Press, 1989. – 114 p.

333. Kaufmann D. Governance Matters II; Updated Indicators for 2000-01 / D. Kaufmann, A. Kraay, P. Zoido-Lobaton. – World Bank, Policy Research Working Paper. – 2003. – No. 2772. – 49 p.
334. Keeley M. C. A reexamination of mean-variance analysis of bank capital regulation / M. C. Keeley, F. T. Furlong // Journal of Banking & Finance. – 1990. – Vol. 14, Issue 1. – P. 69–84.
335. Kent C. Trends in Australian Banking System: Implications for Financial System Stability and Monetary Policy / C. Kent, D. Guy. – Research Discussion Paper (Reserve Bank of Australia), 1999. – 147 p.
336. King R. Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right? / R. King, R. Levine // The Quarterly Journal of Economic. – 1993. – No 108. – P. 717-737.
- King R. Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence / R. King, R. Levine // Journal of Monetary Economics. – 1993. – № 32. – P. 513-542.
337. Koedijk K. Market Opening, Regulation and Growth in Europe / K. Koedijk, K. Jeroen // Economic Policy. – 1996. – Vol. 23 (October). – P. 445–467.
338. Kydland F. Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans / F. Kydland, C. Prescott // Journal of Political Economy. – 1977. – Vol. 85 (June), P. 473–491.
339. Levine R. Finance and Growth: Theory and Evidence / R. Levine // IMF Working Paper 10766. – 2004. – 47 p.
340. Levine R. International Financial Liberalization and Economic Growth / R. Levine // Review of International Economics. – 2001. – № 9(4). – P. 688–702.
341. Levine R. Stock Markets, Banks, and Economic Growth. /R. Levine, S. Zervos // American Economic Review. – 1998. – № 88. – P. 537–558.
342. Lucas, Robert (1988). «On the Mechanics of Economic Development». Journal of Monetary Economics 22 (1): 3–42.
343. Members of FIN-NET [Electronic source] / Financial Dispute Resolution Network. – Access mode: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/fin-net/members\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/fin-net/members_en.htm).

344. Merricks W. Alternative dispute resolution of financial complaints in the UK [Electronic source] / W. Merricks, D. Thomas. – Access mode: [www.nira.or.jp/past/newsj/seisakuf/07/siryu/04.ppt](http://www.nira.or.jp/past/newsj/seisakuf/07/siryu/04.ppt).

345. Merton, Miller H.; Charles W. Upton (1986). *Macroeconomics: A Neoclassical Introduction*. Chicago: University of Chicago Press. ISBN 0-226-52623-2.

346. Minsky H. P. *Stabilising an Unstable Economy* / H. P. Minsky // New Haven. – London, 1986. – P. 19-29.

347. Mishkin F. *Anatomy of A Financial Crisis* / F. Mishkin. – NBER Working Paper No. 3934, 1991. – 45 p.

348. Mishkin F. *The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers* / F. Mishkin. – *Maintaining Financial Stability in a Global Economy*. A symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 1997. – P. 14–36.

349. Nathan A. *Competition and Contestability in Canada's Financial System: Empirical Results* / A. Nathan, E. Neavel // *Canadian Journal of Economics*. – 1989. – № 22. – P. 576–594.

350. Padoa-Schioppa T. *Central Banks and Financial Stability: Exploring the Land in Between* / T. Padoa-Schioppa. – Second ECB Central Banking Conference, «The Transformation of the European Financial System», Frankfurt. – 2002. – P. 24-25.

351. Panzar J. C. *Testing for Monopoly Equilibrium* / J. C. Panzar, J. N. Rosse // *The Journal of Industrial Economics*. – 1987. – Vol. 35, № 4. – P.443-456.

352. Perridon L. *Finanzwirtschaft der Unternehmung* / L. Perridon, M. Steiner. – Munchen: Verlag Vahlen, 2007. – P. 149-150.

353. Quintyn M. *Regulatory and Supervisory Independence and Financial Stability* / M. Quintyn, T. Michael // *CESifo Economic Studies*. – 2003. – Vol. 49, No. 2. – P. 259–294.

354. Rajan R. G. Financial Dependence and Growth / R. G. Rajan, L. Zingales // American Economic Review. – No. 88. – June 1998. – P.559-586.
355. Robinson J. (1963) Essays in the Theory of Economic Growth London: Macmillan & Co. Ltd. 1963
356. Robinson R. Financial Markets: The Accumulation and Allocation of Wealth / R. Robinson. – N.Y.: McGraw-Hill, 1974. – 512 p.
357. Romer P. Increasing Returns and Long-run growth / P. Romer // Journal of Political Economy. – October 1986. – vol. 94. – p. 1002-1037.
358. Rousseau P. Emerging Financial Markets and Early U.S. Growth / P. Rousseau, R. Sylla // NBER Working Paper No. 7448. – <http://www.papers.nber.org/papers/w7448>.
359. Roy A. D. Safety first and the holding of assets / A. D. Roy // Econometrica. – 1952. – 20 (3). – P. 431-449.
360. Sahajwala R. Supervisory risk assessment and early warning systems / R. Sahajwala, P. Van den Bergh // Basel committee on banking supervision : working papers. – 2000. – № 4. – 59 p.
361. Say J.-B. A Treatise on Political Economy / J.-B. Say. – New Brunswick, NJ : Transaction Publishers, 2001. – 488 p.
362. Schinasi G. Preserving financial stability / G. Schinasi // IMF Economic Issue. – 2005. – No. 36. – 30 p.
363. Sombart W. Versuch einer Systematik der Wirtschaftskrisen / W. Sombart // Archiv für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik. – Tübingen - Leipzig, 1904. – N 1. – S. 1-21.
364. Spremann K. Kapitalmärkte / K. Spremann, P. Gantenbein. – Stuttgart: Lucius & Lucius, 2005. – P. 33-38.
365. Steiss A. Financial management in public organizations / A. Steiss. – California: Books / Cole publishing company, 1989. – 245 p.

366. Stiglitz J. E. Some Aspects of the Pure Theory of Corporate Finance: Bankruptcies and Takeovers / J. E. Stiglitz // Bell Journal of Economics. – 1977. – Vol. 3 No. 3. – P. 458–482.

367. Sundararajan V. Cross-Country and Cross-Sector Analysis of Transparency of Monetary and Financial Policies / V.Sundararajan, U. Das, P. Yossifov. – IMF Working Paper 03/94 (Washington: International Monetary Fund), 2003. – 35 p.

368. Tamirisa N. Trade Policy in Financial Services / N. Tamirisa and others // IMF International Economic Policy Review. – 2000. – Vol. 2. – P. 119–140.

369. Taylor L. Financial Fragility: Is An Etiology at Hand? / L. Taylor // New Perspectives in Monetary Macroeconomics / Ed. by G.Dymsky, R.Pollin. – Michigan, 1994. – P. 22-31.

370. The Global Competitiveness Report 2010-2011 [Electronic resource] / [Edited by Professor Klaus Schwab]. – Geneva: The World Economic Forum, 2011. – 544 p. – Access mode : <http://www.weforum.org/en/initiatives/gcp/Global%20Competitiveness%20Report/index.htm>.

371. The Reform Agenda: An Interim Report On Progress Toward A Safer Financial System, Global Financial Stability Report, International Monetary Fund, October 2012, pp. 75-140.

372. The Reform Agenda: An Interim Report On Progress Toward A Safer Financial System / Global Financial Stability Report. – International Monetary Fund. – October, 2012. – P. 75-140.

373. The World Bank : official web-page [Electronic resource]. – Access : <http://www.worldbank.org/>. – Title from page.

374. Tobin J. Financial Intermediaries and the Effectiveness of Monetary Controls / J. Tobin, W. Brainard // The American Economic Review. – 1963. – Vol. LIII, № 2 – P. 383-400.



375. Tobin J. The Theory of Portfolio Selection / J.Tobin // The Theory of Interest Rate / – London : Macmillian and Co, 1965. – P 3–51.

376. Uhde A. Consolidation in banking and financial stability in Europe: Empirical evidence / A. Uhde, U. Heimeshoff // Journal of Banking & Finance. – 2009. – Vol. 33, Issue 7. – P. 1299–1311.

377. Uiboupin J. Effects of Foreign Banks Entry on Bank Performance in the CEE Countries / J. Uiboupin. – Tartu : Tartu University Press, 2004. – 44 p.

378. Valckx N. WTO Financial Services Liberalization: Measurement, Choice and Impact on Financial Stability / N. Valckx. – De Nederlandsche Bank, Research Memorandum WO No. 705 (October), 2002. – 78 p.

379. Wong A. Development of Financial Market and Economic Growth: Review of Hong Kong, China, Japan, The United States and The United Kingdom / A. Wong, X. Zhou // International Journal of Economics and Finance, 2011. – Vol. 3, №2. – P. 111-115.

380. Yildirim H. S. Restructuring, Consolidation, and Competition in Latin American Banking Markets / H. Yildirim, G.Philippatos // Journal of Banking and Finance. – 2007. – № 31 (3). – P. 629–639.

381. Yongil J. Bank Concentration and Performance / J. Yongil, S. Miller // Working Paper Series. – 2002. – № 25. – 120 p.



## Додаток А

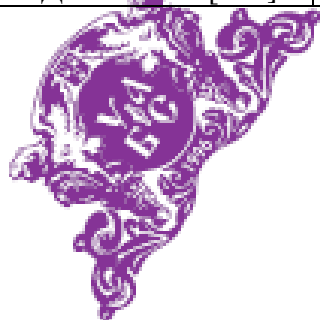
Узагальнення теоретичних засад щодо трактування сутності категорії  
«кон'юнктура ринку»Таблиця А.1 – Узагальнення підходів до визначення категорії  
«кон'юнктура ринку»

Автор	Визначення
Т. П. Радіщук [215]	Конкретна економічна ситуація, що склалася на ринку в процесі її зміни з часом та була спричинена сукупністю умов, взаємозв'язків і певним чином збігом обставин, які діють певний час і впливають на прийняття та реалізацію рішень.
Б. В. Артамонов [1]	Процес відтворення в конкретних історичних умовах у всій його сукупності і ринковому прояві.
В. Г. Клінов та ін. [123]	Система факторів і умов відтворення в їх постійному розвитку і конкретно – історичному переломі, що виражена в певному співвідношенні попиту, пропозиції, динаміки цін.
О. В. Кошій [132]	Кон'юнктура товарних ринків вивчає зміни і коливання у сферах виробництва і реалізації окремих видів товару та є складовим елементом економічної кон'юнктури.
М. Д. Кондратьєв, Ю. В. Яковець, Л. І. Абалкін [126]	сукупність обставин, які виявляються завдяки ринку, від якої залежить і в якій виражається піднесення чи спад напруги приватно-і народногосподарського життя
Л. І. Абалкін [110]	тимчасова економічна ситуація, що характеризується рядом показників, які відображають стан світового господарства країни, регіону, ринку товарів у певний період.
В. Г. Бодров, Н. І. Балдич та ін. [92]	Форма прояву системи факторів (умов), які характеризують стан попиту, пропозиції цін і конкуренції на ринку в цілому, окремих його видів і сегментів. Стан кон'юнктури ринку – сукупність конкретних економічних, соціальних та інших умов, які визначають у певний момент співвідношення попиту і пропозиції.
В. Р. Кучеренко, В. А. Карпов, І. О. Соломенцев [138]	Напрямок і ступінь зміни економічних процесів на основі співставлення їх окремих елементів у динаміці
В. В. Левицький [141]	Форма прояву складових елементів, що характеризують стан попиту, пропозиції та конкуренції на ринку як в цілому, так і в окремих його сегментах та видах
О. Ф. Оснач, В. П. Пилипчук, Л. П. Коваленко [173]	Існуюча на ринку економічна ситуація, яку характеризують співвідношення між попитом та пропозицією, рівень та динаміка цін, товарних запасів та інші показники
Л. В. Оболенцева [168]	Кон'юнктура – сукупність економічних умов, стан речей, збіг обставин, що може впливати на перебіг і результати процесів у країні, на окремих товарних чи регіональних ринках
О. О. Суєтін [243]	Конкретна економічна ситуація, яка склалася на ринку на даний момент чи в обмежений відрізок часу
О. М. Азріпян [80]	Сукупність умов, які визначають у кожен даний момент стан попиту і пропозиції
Р. Федорович, С. Семенюк [256]	виявлення та моделювання тенденцій і закономірностей розвитку ринку під впливом попиту, пропозиції та ціни

## Продовження додатку А

## Продовження табл. А.1

Автор	Визначення
І. А. Серова, Т. С. Мирна [232]	сукупність умов, що визначають конкретну економічну ситуацію на ринку на певний момент чи відрізок часу.
Л. А. Швайка [270]	сукупність умов, які характеризують співвідношення сукупного попиту і сукупної пропозиції на товари і послуги
А. Є. Савенко, С. П. Коваль [226]	Сукупність умов, ознак, що характеризують співвідношення попиту та пропозиції. Поняття ринкової ситуації включає: <ul style="list-style-type: none"> <li>– ступінь збалансування ринку (співвідношення попиту та пропозиції);</li> <li>– тенденції розвитку основних параметрів ринку, які сформувалися або змінилися;</li> <li>– рівень стабільності або, навпаки, коливання основних параметрів ринку в динаміці та просторі;</li> <li>– розміри й зміни масштабів ринкових операцій і ступеня ділової активності;</li> <li>– чинність і розмах конкурентної боротьби;</li> <li>– положення ринку в певній точці економічного або сезонного циклу</li> </ul>
С. П. Нікітін [167]	тимчасовий процес, який утворює оптимальний взаємозв'язок між економічними, політичними, соціальними, культурними та іншими факторами, що впливають на головні складові ринкового середовища
С. О. Первушин [186]	сукупність технічних, економічних, соціальних та правових умов, які в народному господарстві, заснованому на розподілі праці та приватної власності матеріальних засобів виробництва, визначають собою їхній попит та пропозицію, а в результаті цього і їхню цінність, особливо мінову цінність та ціну, і при цьому визначають їх, як правило, абсолютно незалежно від волі та зусиль суб'єкта і незалежно від індивідуальних витрат, які необхідні для певного блага
Д. І. Косюхін [130]	економічне поняття, що являє собою процес капіталістичного відтворення в конкретних історичних умовах у всій його сукупності та ринковому прояві
І. К. Білявський [76]	сукупність умов, в результаті яких формувалася конкретна ринкова ситуація
Н. З. Тульська, В. Д. Гончарова Ю. Д. Косікова [150]	сукупність чи поєднання впливу політичних, економічних, правових, організаційних, соціальних факторів



## Додаток Б

## Узагальнення теоретичних засад конкуренції на фінансовому ринку

Таблиця Б.1 – Систематизація наукових поглядів щодо трактування сутності поняття «конкуренція» [278]

Автор	Розуміння категорії
Конкуренція як середовище протистояння господарюючих суб'єктів	
Р. Фатхутдінов	Процес і механізм управління господарюючим суб'єктом власними конкурентними перевагами з метою отримання економічної перемоги або досягнення інших стратегічних цілей у протистоянні з конкурентами щодо задоволення різного роду потреб з урахуванням впливу нормативних обмежень та факторів зовнішнього середовища.
Й. Шумпетер	Протистояння старого та нового, вираженого в інноваціях.
А. Маршалл	Змагання різних суб'єктів, у першу чергу – в розрізі купівлі-продажу певного товару чи послуги.
С. Мочерний	Економічне суперництво та протистояння між приватними і колективними господарюючими суб'єктами – продавцями товарів та послуг за умов їх високорентабельного виробництва, просування на ринок та збуту.
Конкуренція як підсистема загального ринкового механізму	
А. Грязнова	Об'єктивно потрібне середовище ведення господарської діяльності, що підтримує ефективний саморозвиток ринкової економіки як відокремленої системи.
Р. Нельсон, С. Уінтер	Еволюція компаній у процесі ведення продуктивної комерційної діяльності.
К. Макконелл, С. Брю	Присутність на тому чи іншому ринковому сегменті значної кількості економічно незалежних покупців і продавців, існування у таких суб'єктів можливості безперешкодно виходити на ринок і за необхідності залишати його.
Конкуренція як процес взаємодії та співробітництва господарюючих суб'єктів	
М. Портер	Динамічний процес, що характеризується невинним розвитком, зміною економічного ландшафту, який наповнюється новими товарами, підтримується новими маркетинговими інструментами, забезпечується новими виробничими процесами та розширюється за рахунок нових ринкових сегментів.
Ф. Хайек	Процес, за рахунок якого суб'єкти отримують і передають набуті знання; лише за допомогою механізму конкуренції на ринку відбувається розкриття прихованої інформації.
Г. Кшперман	Система взаємодії, взаємозв'язку та протистояння товаровиробників і постачальників ресурсів під час реалізації продукції на ринку, суперництво між відокремленими бізнес-одинацями та постачальниками за максимально вигідні умови просування продукції.

## Продовження додатку Б

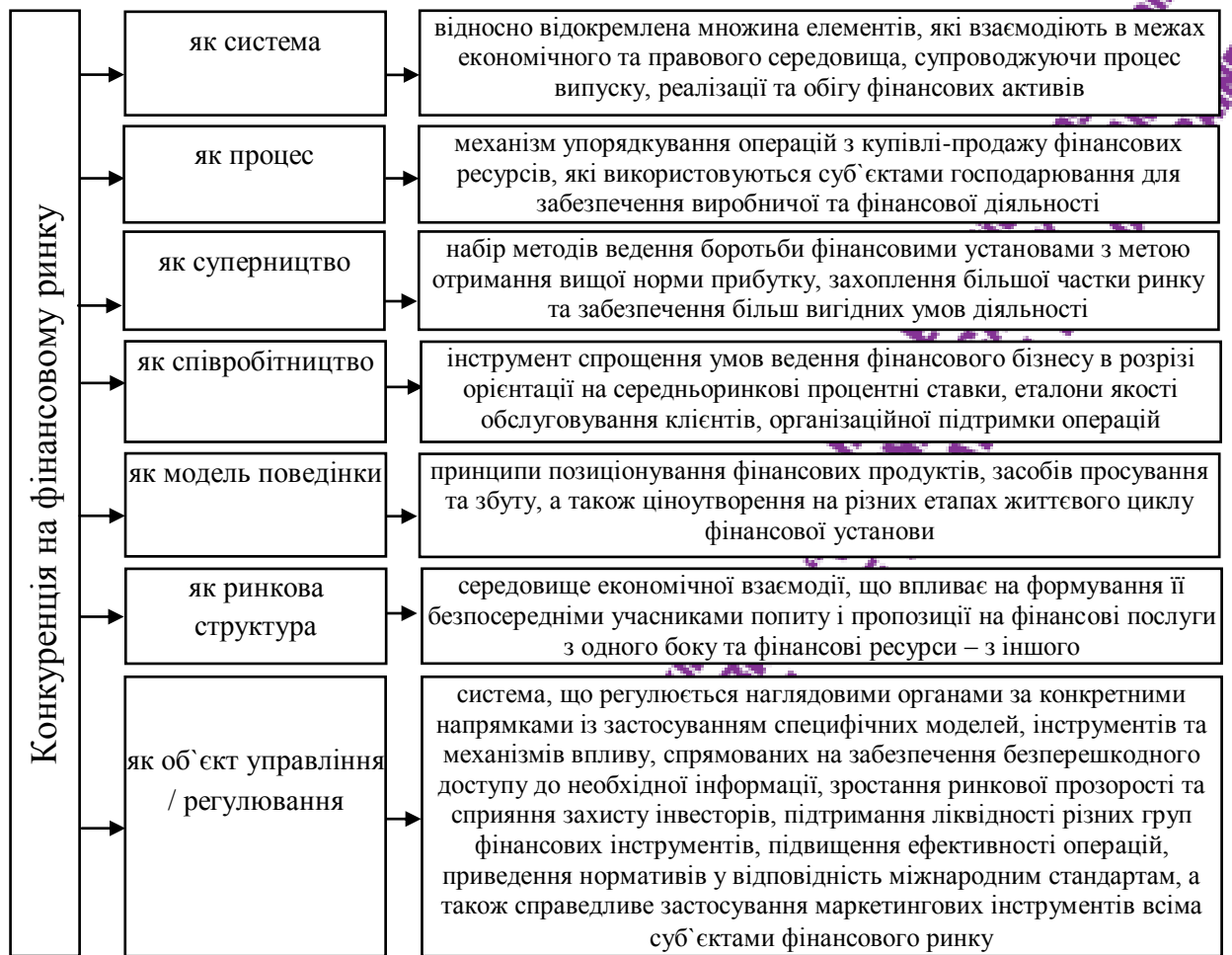


Рисунок Б.1 – Ключові науково-методичні підходи до розуміння змісту конкуренції на фінансовому ринку



## Продовження додатку Б

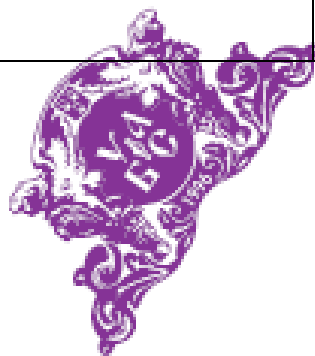
Таблиця Б.2 – Характерні риси конкуренції на фінансовому ринку

Параметр	Сутність
Методи конкурентної боротьби на ринку	Використання всіх без виключення методів суперництва: вдосконалення фінансових продуктів і технічна модернізація системи користування ними, підвищення якості обслуговування клієнтів у контексті розвитку збутової мережі, зниження вартості послуг, організаційні перетворення.
Специфічність товару на фінансовому ринку	У ролі товару на ринку виступають, з одного боку, грошові кошти (грошово-кредитний сегмент), а з іншого – фінансові інструменти (короткострокові та довгострокові фінансові активи). Переважна більшість різних видів фінансових активів має високий рівень ліквідності, специфічний механізм обігу та підвищений ступінь ризику, що сприяє поглибленню конкуренції між учасниками ринку.
Особливості обігу та параметри ліквідності фінансових активів	Найвищий рівень ліквідності серед фінансових інструментів мають низькодохідні, проте надійні державні боргові зобов'язання; корпоративні облигації є більш ліквідними, ніж акції. Грошові кошти мають абсолютну ліквідність. Використання електронних (мережевих) систем клірингу, біржової торгівлі, розкриття інформації та передачі даних підвищує мобільність фінансових потоків на міжнародному рівні.
Інституційна основа конкуренції	Банки та небанківські фінансові посередники. Лібералізація законодавства країн призводить до активного входження на їх фінансові ринки небанківських (а досить часто – нефінансових) установ – великих автомобільних корпорацій, супермаркетів, компаній ІТ сфери, які створюють у своїй структурі відповідальні за надання фінансових послуг підрозділи. Такі учасники ринку надають широкий спектр фінансових сервісів, які раніше були притаманні лише банкам (надання кредитів, в тому числі оформлення платіжних інструментів, залучення коштів на поточні рахунки, електронні розрахунки та ін.).
Здійснення вибору між стандартизацією та диференціацією фінансових продуктів	Предметна конкуренція (цінове протистояння між різними ринковими пропозиціями в межах одного й того ж виду фінансової послуги) притаманна тим фінансовим продуктам, які є стандартизованими і можуть отримати перевагу за рахунок зниження собівартості операцій професійних учасників ринку (наприклад, операції з ведення рахунків та розрахунково-касового обслуговування клієнтів тощо). Отримання конкурентних переваг в інших сферах діяльності вимагає від фінансових установ впровадження продуктів зі специфічними, індивідуалізованими параметрами, які забезпечують повноцінне задоволення запитів кожного клієнта, що належить до іншої форми внутрішньогалузевої конкуренції, а саме – видової (нецінове протистояння між різними ринковими пропозиціями у напрямку задоволення однієї і тієї ж фінансової потреби з неоднорідними характеристиками). Слід підкреслити, що, з поглибленням конкурентного тиску, переважна більшість фінансових продуктів втрачає ознаки стандартизації і набуває ознак індивідуальності. Таким чином, видова форма ринкового суперництва відіграє домінуючу роль у внутрішньосекторальній конкуренції на фінансовому ринку.
Різносторонні функції фінансових інститутів	Різні фінансові інституції можуть виконувати, відповідно, різні ролі в окремих сегментах фінансового ринку: як посередники, як набувачі фінансових активів та їх продавці.
Обмеження щодо міжгалузевої конкуренції	Послуги деяких фінансових установ (зокрема, банків) мають властивість взаємозамінності, однак деякі з цих сервісів не мають аналогів серед інших типів фінансових посередників. У такому випадку міжсекторальна конкуренція набуває форми переміщення фінансового капіталу.
Взаємозв'язок з іншими секторами економіки	На сьогодні роль фінансових посередників в економіці істотно зросла з огляду на обслуговування ними всіх суб'єктів господарювання, населення та сфери державних фінансів.

## Продовження додатку Б

## Продовження табл. Б.2

Параметр	Сутність
Особливості побудови вхідних бар'єрів	Специфіка вхідних бар'єрів на ринку фінансових послуг полягає у визначенні мінімального розміру статутного капіталу для учасників, встановленні вимог до рівня кваліфікації їх персоналу (менеджменту) та інших положень. Після проходження всіх реєстраційних процедур відповідний регулятор надає ліцензію на право ведення одного з видів професійної діяльності: НБУ – банківську ліцензію, НКЦПФР – ліцензію на провадження професійної діяльності на фондовому ринку тощо. В загальному випадку вхід нових суб'єктів на фінансовий ринок не передбачає обов'язкове витіснення вже існуючих.
Регіональний розподіл конкурентних переваг	Наближеність до великих фінансово-промислових центрів підвищує конкурентоспроможність професійних учасників. Така закономірність має прояв як на міжнародному рівні, так і на рівні окремих країн та регіональних утворень: більша частина інвестиційного капіталу та фінансових установ різного типу розміщена у великих містах і розвинутих адміністративних одиницях, оскільки це надає широкий доступ до висококваліфікованого персоналу, клієнтської бази, інноваційних технологій та ін.
Неоднакова структура капіталу різних фінансових установ	Комерційні банки характеризуються високим ступенем залежності від своїх вкладників, оскільки власний капітал займає незначну питому вагу у структурі банківських пасивів. Інші групи фінансових посередників мають, переважно, більш «класичну» структуру капіталу.
Обмеженість видів фінансових послуг	Як правило, кожен з видів професійної діяльності на фінансовому ринку характеризується обмеженим спектром послуг, які не можна поєднувати, з одного боку, з іншими видами професійної діяльності, а з іншого боку – з торгівельною, виробничою або іншими формами бізнесу. Внаслідок цього середовище конкуренції істотно звужується.
Жорсткий нагляд з боку регуляторів	Діяльність фінансових установ провадиться за умов безперервного регулювання з боку наглядових органів, що опосередковується значною кількістю нормативів та вимог. Це, зокрема, сприяє витісненню з ринку компаній, які не здатні забезпечити належний рівень стійкості та ефективності функціонування, а також повне виконання всіх вимог регулятора.
Олігополістичний характер конкуренції у більшості секторів	Такий тип конкуренції сприяє кооперуванню фінансових установ, у першу чергу – найбільших, з розгалуженою мережею відділень, створенню об'єднань та координації стратегічних рішень.
Істотне значення іміджу та стабільної роботи фінансових установ	Здійснення клієнтами вибору тих посередників, які є більш відомими та надійними. Ділова репутація банку чи іншого учасника ринку прямо впливає на бажання клієнта користуватись їх послугами, а тому стабільність їх роботи стає визначальним фактором впливу на цільовий сегмент.



## Додаток В

## Показники кількісної оцінки важливості системоутворюючих складових фінансового ринку України

1) Сума рангів, призначених j-й складовій фінансового ринку

$$S_j = \sum_{i=1}^m R_{ij} \quad (\text{B.1})$$

де:  $S_j$  - сума рангів, призначених j-й складовій фінансового ринку;  
 $m$  – кількість експертів, які прийняли участь в дослідженні;  
 $n$  – кількість факторів дослідження;  
 $R_{ij}$  – ранг оцінки i-им експертом j-ї складової фінансового ринку.

2) Середній ранг для кожної складової фінансового ринку:

$$\bar{S}_j = \frac{\sum_{i=1}^m R_{ij}}{m} = \frac{S_j}{m} \quad (\text{B.2})$$

3) Середня величина в балах:

$$M_j = \frac{\sum_{i=1}^m c_{ij}}{m_j} \quad (\text{B.3})$$

де:  $c_{ij}$  – оцінка відносної ваги (в балах), даних i-им експертом j-й складовій фінансового ринку;  
 $m_j$  – кількість експертів, які прийняли участь в дослідженні j-ї складової фінансового ринку.



## Продовження додатку В

4) Показник частоти максимально можливих оцінок:

$$K_{100j} = \frac{m_{100j}}{m_j} \quad (\text{B.4})$$

де:  $m_{100j}$  – кількість експертів, які дали оцінку в 100 балів  $j$ -й складовій фінансового ринку.

5) Середня вага кожної складової фінансового ринку (нормована оцінка):

$$W_j = \frac{\sum_{i=1}^m w_{ij}}{\sum_{j=1}^n \sum_{i=1}^m w_{ij}} \quad (\text{B.5})$$

де:

$$w_{ij} = \frac{c_{ij}}{\sum_{i=1}^n c_{ij}} \quad (\text{B.6})$$

б) Розмах оцінок:

$$L_j = C_{j \max} - C_{j \min} \quad (\text{B.7})$$

де,  $L_j$  – розмах оцінок в балах, даних  $j$ -ї складової фінансового ринку;

$C_{j \max}$ ,  $C_{j \min}$  – відповідно максимальна та мінімальна оцінка, поставлені  $j$ -й складовій фінансового ринку окремим експертом.

7) Активність експертів по кожному напрямку:

$$K_{aj} = \frac{m_j}{m} \quad (\text{B.8})$$

де  $m_j$  – кількість експертів, які оцінили  $j$ -у складову фінансового ринку;

$m$  – загальна кількість експертів.



## Додаток Г

Інформація щодо банків, які перебувають у лістингу торговельних майданчиків України

Таблиця Г.1 – Банки, що перебувають у лістингу торговельних майданчиків України (складено за даними [249, 262, 260, 198, 252, 246, 261, 251, 122])

№ у списку біржі	Рівень лістингу	Тікер	Назва	Вид ЦП	Номінал, грн.	Кількість ЦП, шт.	Внесено до списку	ЄДРПОУ /ЄДРІСІ	ISIN
ПФТС									
1	2	<u>BAVL</u>	ПАТ "Райффайзен банк Аваль"	А	0,1	29977749080	20.12.2004	14305909	UA4000069603
2	2	<u>BPVD</u>	ПАТ АКЦІОНЕРНИЙ БАНК "ПІВДЕННИЙ"	А	1,48	646550000	22.06.2007	20953647	UA1500091103
3	2	<u>BSOUZ</u>	ПАТ "Комерційний банк "Союз"	А	0,25	1344000000	03.06.2013	35574578	UA4000086011
4	2	<u>BSST</u>	ПАТ "ТАСКОМБАНК"	А	50	4400000	09.06.2011	9806443	UA0801121007
51	2	<u>INDB</u>	Банк Індустріалбанк Публічне АТ АКБ	А	3,29	184741050	14.12.2006	13857564	UA4000050223
60	2	<u>OAVABB</u>	ПАТ "Авант-Банк"	ОП	1000,00	100000	28.05.2013	36406512	UA4000144745
61	2	<u>OAVABC</u>	ПАТ "Авант-Банк"	ОП	1000,00	70000	11.06.2013	36406512	UA4000144760
64	2	<u>OBRSTD</u>	ПАТ "Банк Руский Стандарт"	ОП	1000,00	100000	20.05.2013	34186061	UA4000166227
65	2	<u>OBRSTE</u>	ПАТ "Банк Руский Стандарт"	ОП	1000,00	100000	20.06.2013	34186061	UA4000166235
66	2	<u>OBSICA</u>	ПАТ "БАНК СІЧ"	ОП	1000,00	50000	28.03.2012	37716841	UA4000131791
67	2	<u>OBZOZA</u>	ПАТ "Комерційний банк "Союз"	ОП	1000,00	100000	31.10.2011	35574578	UA4000129449
68	2	<u>OBZOZB</u>	ПАТ "Комерційний банк "Союз"	ОП	1000,00	100000	14.12.2011	35574578	UA4000129456
69	2	<u>OBZOZC</u>	ПАТ "Комерційний банк "Союз"	ОП	1000,00	100000	15.12.2011	35574578	UA4000129464
70	2	<u>OBSSTB</u>	ПАТ "ТАСКОМБАНК"	ОП	1000,00	100000	17.08.2011	9806443	UA4000088462
71	2	<u>OBSSTC</u>	ПАТ "ТАСКОМБАНК"	ОП	1000,00	100000	31.03.2011	9806443	UA4000114433
72	2	<u>OBSSTD</u>	ПАТ "ТАСКОМБАНК"	ОП	1000,00	100000	05.06.2013	9806443	UA4000166433

## Продовження додатку Г

## Продовження табл. Г.1

№ у списку біржі	Рівень лістингу	Тікер	Назва	Вид ЦП	Номинал, грн.	Кількість ЦП шт.	Внесено до списку	ЄДРПОУ /ЄДРІСІ	ISIN
77	2	<u>OCRAGB</u>	ПАТ "Креді Агріколь банк"	ОП	1000,00	250000	03.04.2012	14361575	UA4000130132
78	2	<u>ODELA1</u>	ПАТ "Дельта банк"	ОП	1000,00	100000	05.12.2011	34047020	UA4000131270
79	2	<u>ODELB1</u>	ПАТ "Дельта банк"	ОП	1000,00	100000	05.12.2011	34047020	UA4000131288
80	2	<u>ODELC1</u>	ПАТ "Дельта банк"	ОП	1000,00	100000	05.12.2011	34047020	UA4000131296
81	2	<u>ODELD1</u>	ПАТ "Дельта банк"	ОП	1000,00	200000	29.08.2013	34047020	UA4000171383
82	2	<u>ODELTV</u>	ПАТ "Дельта банк"	ОП	1000,00	243500	05.12.2011	34047020	UA4000131239
83	2	<u>ODELTW</u>	ПАТ "Дельта банк"	ОП	1000,00	100000	05.12.2011	34047020	UA4000131221
84	2	<u>ODELTX</u>	ПАТ "Дельта банк"	ОП	1000,00	100000	05.12.2011	34047020	UA4000131213
85	2	<u>ODELTY</u>	ПАТ "Дельта банк"	ОП	1000,00	100000	05.12.2011	34047020	UA4000131197
86	2	<u>ODELTZ</u>	ПАТ "Дельта банк"	ОП	1000,00	100000	05.12.2011	34047020	UA4000131247
88	2	<u>OFNINC</u>	ПАТ Комерційний банк "Фінансова Ініціатива"	ОП	1000,00	450000	14.12.2012	33299878	UA4000149991
100	2	<u>OMGBG</u>	ПАТ "МЕГАБАНК"	ОП	1000,00	50000	14.02.2012	9804119	UA4000104053
101	2	<u>OMGBH</u>	ПАТ "МЕГАБАНК"	ОП	1000,00	50000	09.06.2011	9804119	UA4000104038
104	2	<u>OPCBH</u>	ПАТ "ПроКредит Банк"	ОП	1000,00	100000	19.02.2013	21677333	UA4000118269
105	2	<u>OPIBNA</u>	ПАТ "Промінвестбанк"	ОП	1000,00	500000	05.03.2012	39002	UA4000107213
106	2	<u>OPIBNC</u>	ПАТ "Промінвестбанк"	ОП	1000,00	500000	30.03.2011	39002	UA4000107247
107	2	<u>OPLTBC</u>	ПАТ «Платинум Банк»	ОП	1000,00	100000	11.09.2013	33308489	UA4000173264
108	2	<u>OPLTBD</u>	ПАТ «Платинум Банк»	ОП	1000,00	100000	24.09.2013	33308489	UA4000173272
109	2	<u>OPLUSB</u>	ПАТ "Ідея Банк"	ОП	1000,00	40000	25.07.2013	19390819	UA4000171052
115	2	<u>OUPRBE</u>	ПАТ "Український Професійний Банк"	ОП	1000,00	100000	30.06.2011	19019775	UA4000121990
116	2	<u>OUSIBI</u>	ПАТ "УкрСиббанк"	ОП	1000,00	500000	15.02.2012	9807750	UA4000134563
118	2	<u>OVTBG</u>	ПАТ "ВТБ Банк"	ОП	1000,00	30000	27.12.2012	14359319	UA4000128011
119	2	<u>USCB</u>	ПАТ "Укрсоцбанк"	А	0,1	18140137719	20.09.1997	39019	UA1002231009

ІННЕКС

ПРИДНІПРОВСЬКА



## Продовження додатку Г

## Продовження табл. Г.1

№ у списку біржі	Рівень лістингу	Тікер	Назва	Вид ЦП	Номинал, грн.	Кількість ЦП, шт.	Внесено до списку	ЄДРПОУ /ЄДРІСІ	ISIN
25	2	-	ПАТ «Акціонерний комерційний банк «КОНКОРД»	А бездокументарна іменна	1000	130000	05.03.2010	34514392	UA4000082127
47	2	-	ПАТ «СКАТЕРИНОСЛАВСЬКИЙ КОМЕРЦІЙНИЙ БАНК»	А бездокументарна іменна	10	24751631	28.04.2010	20305925	UA4000083406
УКРАЇНСЬКА ФОНДОВА БІРЖА									
СХІДНО-ЄВРОПЕЙСЬКА ФОНДОВА БІРЖА									
24	2	-	ПАТ «АБ «РАДАБАНК»	А бездокументарна іменна	0,10	120000000	19.11.2013	21322127	UA4000059885
ПЕРСПЕКТИВА									
180	2	BAVANGD	ПАТ "Банк Авангард"	А іменні	1 000	122000	20.08.2013	38690683	UA4000151260
325	2	KBTRANS	ПАТ "КБ "ТРАНСПОРТЕР"	А іменні	1	50000000	27.11.2009	33516488	UA4000072557
368	2	NACA	АТ "НК БАНК"	А іменні	0,50	160111180	29.08.2013	20026740	UA4000109391
375	2	OALFAK	ПАТ "Альфа-Банк"	ОП / іменні	1 000	300000	05.07.2013	23494714	UA4000169007
393	2	ODELBD1	АТ "Дельта Банк"	ОП / іменні	1 000	200000	26.07.2013	34047020	UA4000171383
УКРАЇНСЬКА МІЖНАРОДНА ФОНДОВА БІРЖА									
2	2	-	АТ "КБ "Експобанк"	А іменні	1,06	304230812	15.01.2010	9322299	UA4000034342
УКРАЇНСЬКА БІРЖА									
51	2	<u>BAVL</u>	Райффайзен Банк Аваль, АТ	А	0,1	100	-	14305909	UA4000069603
52	2	<u>BRST01</u>	Банк Русский Стандарт, опі серія D	ОП відсоткові	1000	1000	-	34186061	UA4000166227
62	2	<u>FORM</u>	Банк Форум, ПАТ	А	10	1000	-	21574573	UA1006051007
КІЇВСЬКА МІЖНАРОДНА ФОНДОВА БІРЖА									
23	2	-	ПАТ "ПЕРШИЙ ІНВЕСТИЦІЙНИЙ БАНК"	А іменні	10.00	22984203	10.11.2010	26410155	UA4000061428

Примітки: ЦП – цінний папір; ОП – облигації підприємств; А – акція проста



## Додаток Д

Інформаційна база статистичних показників оцінки динамічної стійкості  
фінансового ринкуТаблиця Д.1 – Інформаційна база статистичних показників оцінки  
динамічної стійкості фінансового ринку

Показник	Інгре- дієнт	Рік 1	Рік j	...	Рік n
Скоригований чистий національний доход (у поточних доларах США)	+	k11	...	...	kn1
Відношення капіталу банку до активів (%)	+	k12	...	...	kn2
Широка грошова маса (в поточних грошових одиницях країни)	+	k13	...	...	kn3
Надлишок готівки / дефіцит (поточних гр.од. країни)	+	k14	...	...	kn4
Вартість відкриття бізнесу (% від ВНД на душу населення)	-	k15	...	...	kn5
Сальдо поточного рахунку (платіжного балансу, поточних доларах США)	0	k16	...	...	kn6
Відсотки за депозитним вкладом (%)	+	k17	...	...	kn7
Вкладників комерційних банків (на 1000 дорослих)	+	k18	...	...	kn8
Внутрішній кредит, наданий банківському сектору (% від ВВП)	+	k19	...	...	kn9
Внутрішні кредити приватному сектору (% від ВВП)	+	k110	...	...	kn10
Витрати на кінцеве споживання (у поточних доларах США)	-	k111	...	...	kn11
Обсяг прямих іноземних інвестицій, нетто (ПБ, поточний в дол США)	+	k112	...	...	kn12
ВВП (у поточних доларах США)	+	k113	...	...	kn13
Експорт товарів і послуг (поточний в дол США)	+	k114	...	...	kn14
Валове нагромадження капіталу (в поточних доларах США)	+	k115	...	...	kn15
Валова додана вартість по факторній вартості (в поточних доларах США)	+	k116	...	...	kn16
Імпорт товарів і послуг (у поточних доларах США)	+	k117	...	...	kn17
Страхові та фінансові послуги (у% від експорту послуг, ПБ)	+	k118	...	...	kn18
Страхові та фінансові послуги (у% від імпорту послуг, ПБ)	+	k119	...	...	kn19
Кредитна процентна ставка (%)	-	k120	...	...	kn20
Компанії включені до лістингу, всього	+	k121	...	...	kn21
Гроші (поточний LCU)	+	k122	...	...	kn22
Чистий рахунок операцій з капіталом (ПБ, поточний в дол США)	+	k123	...	...	kn23
Чистий прибуток (ПБ, поточний в дол США)	+	k124	...	...	kn24
Офіційний обмінний курс (LCU до долара США, середній за період)	0	k125	...	...	kn25
Потоки приватного капіталу, загальний (ПБ, поточний в дол США)	+	k126	...	...	kn26

## Продовження додатку Д

## Продовження таблиці Д.1

Показник	Інгре- дієнт	Рік 1	...	Рік j	...	Рік n
Індекс реального ефективного обмінного курсу (2005 р. = 100)	0	$k_{127}$	...	$k_{j27}$	...	$k_{n27}$
Реальна процентна ставка (%)	0	$k_{128}$	...	$k_{j28}$	...	$k_{n28}$
Акції, що торгуються, загальна вартість (у поточних доларах США)	+	$k_{129}$	...	$k_{j29}$	...	$k_{n29}$
Акції, що торгуються, коефіцієнт оборотності (%)	+	$k_{130}$	...	$k_{j30}$	...	$k_{n30}$
Торгівля (% від ВВП)	+	$k_{131}$	...	$k_{j31}$	...	$k_{n31}$
Використання кредиту МВФ (DOD, поточний в дол США)	+/-	$k_{132}$	...	$k_{j32}$	...	$k_{n32}$
Валові заощадження	+	$k_{133}$	...	$k_{j33}$	...	$k_{n33}$
Валові національні витрати		$k_{134}$	...	$k_{j34}$	...	$k_{n34}$

Примітка: LCU – національна грошова одиниця, + – показник-стимулятор, - - показник-дестимулятор; 0 – показник, який необхідно підтримувати на стабільному рівні.



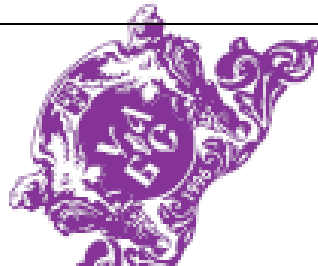
Державний вищий навчальний заклад  
 "УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ"  
 НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ

## Додаток Е

## Інформаційна база статистичних показників оцінки динамічної стійкості фінансового ринку України

Таблиця Е.1 – Інформаційна база показників оцінки динамічної стійкості фінансового ринку України

Показник	Інгре дієнт	Рік					
		1993	1994	1995	1996	1997	1998
Скоригований чистий національний дохід (у поточних доларах США)	+	49317557629	40902681716	37216360334	34443273359	38794089358	32122365729
Відношення капіталу банку до активів (%)	+	16	15	15	15	15	15
Широка грошова маса (в поточних грошових одиницях країни)	+	481456300	3215694210	6929957170	9364399820	12540782682	15556186390
Надлишок готівки / дефіцит (поточних гр.од. країни)	+/-	-13447600000	-11660966667	-9874333333	-8087700000	-6301066667	-4514433333
Вартість відкриття бізнесу (% від ВВП на душу населення)	-	41	39	37	35	32	30
Сальдо поточного рахунку (платіжного балансу, поточних доларах США)	0	-1000000000	-1163000000	-1152000000	-1184000000	-1335000000	-1296000000
Відсотки за депозитним вкладом (%)	+	149	209	70	34	18	22
Вкладників комерційних банків (на 1000 дорослих)	+	1800	1865	1932	2002	2075	2150
Внутрішній кредит, наданий банківським сектором (% від ВВП)	+	31	24	16	15	17	25
Внутрішні кредити приватному сектору (% від ВВП)	+	1	5	1	1	2	8
Витрати на кінцеве споживання (у поточних доларах США)	-	42028485532	35646827072	36835391048	35593879203	40929257274	34116757536
Обсяг прямих іноземних інвестицій, нетто (ІІБ, поточний в дол США)	+	122000895	151000000	257000000	526000000	581000000	747000000
ВВП (у поточних доларах США)	+	65648559195	52549555010	48213868185	44558077827	50150399813	41883241480
Експорт товарів і послуг (поточний в дол США)	+	16988495839	18596682378	22695834179	20341623035	20356661737	17543987602
Валове нагромадження капіталу (в поточних доларах США)	+	23825512403	18566517547	12865006803	10101667238	10755223488	8718922218
Валова додана вартість по факторній вартості (в поточних доларах США)	+	65257607549	47144205033	43107841193	39403663065	43544608409	35504387434
Імпорт товарів і послуг (у поточних доларах США)	-	17193933995	20260561391	24182362938	21479093119	21890744267	18496426712
Страхові та фінансові послуги (у% від експорту послуг, ІІБ)	+	1	7	3	1	1	1
Страхові та фінансові послуги (у% від імпорту послуг, ІІБ)	+	5	14	7	3	4	4
Кредитна процентна ставка (%)	-	184	250	123	80	49	54
Компанії включені до лістингу, всього	+	0	0	0	0	0	125
Гроші (поточний LCU)	+	341910250	1859989510	4681885830	6315465580	9050399521	10385967829
Чистий рахунок операцій з капіталом (ІІБ, поточний в дол США)	+	40000000	97000000	6000000	5000000	1000000	-3000000
Чистий прибуток (ІІБ, поточний в дол США)	+	-50000000	-344000000	-434000000	-571000000	-644000000	-871000000
Офіційний обмінний курс (LCU до долара США, середній за період)	0	0	0	1	2	2	2
Потоки приватного капіталу, загальний (ІІБ, поточний в дол США)	+	123387648	151000000	261000000	724000000	2184000000	794000000
Індекс реального ефективного обмінного курсу (2005 р. = 100)	0	57	82	96	113	133	122
Реальна процентна ставка (%)	0	-92	-67	-57	8	26	38
Акції, що торгуються, загальна вартість (у поточних доларах США)	+	35125320	42676895	51851981	62999613	76543870	93000000
Акції, що торгуються, коефіцієнт оборотності (%)	+	3	3	4	4	4	4
Торгівля (% від ВВП)	+	52	74	97	94	84	86
Використання кредиту МВФ (DOD, поточний в дол США)	+/-	303001022	363977000	1541936000	2262343000	2402423000	2795004000
Валові заощадження	+	3229277169	3919113091	12522451292	16284213816	17541135141	18870510154
Валові національні витрати	-	1487369984	12418840320	56197269504	83600003072	96221003776	104926003200



## Продовження додатку Е

## Продовження таблиці Е.1

Показник	Рік						
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Скоригований чистий національний дохід (у поточних доларах США)	24134506462	22849755048	28765448761	33360131639	39869984979	51598372660	70346408713
Відношення капіталу банку до активів (%)	15	16	16	15	12	14	12
Широка грошова маса (в поточних грошових одиницях країни)	21868824636	31610281982	45755205945	65128836740	95334122915	125704912273	194070535396
Надлишок готівки / дефіцит (поточних гр.од. країни)	-2727800000	-1012400000	-1619700000	726954444	-505138493	-11016384844	-6019300000
Вартість відкриття бізнесу (% від ВВП на душу населення)	28	26	24	21	26	18	11
Сальдо поточного рахунку (платіжного балансу, поточних доларах США)	1658000000	1481000000	1402000000	3174000000	2891000000	6909000000	2531000000
Відсотки за депозитним вкладом (%)	21	14	11	8	7	8	9
Вкладників комерційних банків (на 1000 дорослих)	2227	2308	2391	2478	2567	2660	2708
Внутрішній кредит, наданий банківським сектором (% від ВВП)	25	24	24	28	33	32	33
Внутрішні кредити приватному сектору (% від ВВП)	9	11	13	18	25	25	32
Витрати на кінцеве споживання (у поточних доларах США)	24326934965	23525094343	29102957875	31976307588	37808989818	47519834555	63785197182
Обсяг прямих іноземних інвестицій, нетто (ПБ, поточний в дол США)	489000000	594000000	769000000	698000000	1411000000	1711000000	7533000000
ВВП (у поточних доларах США)	31580639053	31261527363	38009344577	42392896031	50132953288	64883060726	86142018069
Експорт товарів і послуг (поточний в дол США)	16960000000	19521221885	21080210718	23352983141	28952313087	39715736041	44344449431
Валове нагромадження капіталу (в поточних доларах США)	5530702896	6136685430	8272370209	8541658844	11014307949	13712539951	19454992487
Валова додана вартість по факторній вартості (в поточних доларах США)	26259900577	26517613103	33597661994	37771561597	45046036717	58854295920	75864928679
Імпорт товарів і послуг (у поточних доларах США)	15237000000	17948311380	20462016716	21496076296	27664222626	34840759541	43623041349
Страхові та фінансові послуги (у % від експорту послуг, ПБ)	0	1	1	1	1	1	1
Страхові та фінансові послуги (у % від імпорту послуг, ПБ)	4	5	4	7	14	8	5
Кредитна процентна ставка (%)	55	42	32	25	18	17	16
Компанії включені до лістингу, всього	125	139	131	184	149	155	221
Гроші (поточний LCU)	14161847154	20828141514	32959016918	44592578794	58705472111	74117361438	108516253109
Чистий рахунку операцій з капіталом (ПБ, поточний в дол США)	10000000	-8000000	3000000	22000000	-20000000	9000000	-122000000
Чистий прибуток (ПБ, поточний в дол США)	-869000000	-942000000	-667000000	-604000000	-581000000	-645000000	-985000000
Офіційний обмінний курс (LCU до долара США, середній за період)	4	5	5	5	5	5	5
Потоки приватного капіталу, загальний (ПБ, поточний в дол США)	403000000	732000000	724000000	1035000000	2278000000	3778000000	10290000000
Індекс реального ефективного обмінного курсу (2005 р. = 100)	96	95	105	101	93	91	100
Реальна процентна ставка (%)	22	15	20	19	9	2	-7
Акції, що торгуються, загальна вартість (у поточних доларах США)	124000000	288180000	225900000	126740000	105590000	200700000	659820000
Акції, що торгуються, коефіцієнт оборотності (%)	15	19	14	6	3	2	4
Торгівля (% від ВВП)	102	120	109	106	113	115	102
Використання кредиту МВФ (DOD, поточний в дол США)	2806254000	2073183000	1911162000	1876129000	1835882000	1605311000	1187512000
Валові заощадження	29287738062	41430618424	51999586900	62393479000	74153318100	108320117428	112929942000
Валові національні витрати	123325250620	161513000000	200869000000	215919000000	260475000000	319183000000	437755000000





## Продовження додатку Е

## Продовження таблиці Е.1

Показник	Рік						
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Скоригований чистий національний дохід (у поточних доларах США)	89235931133	120230135981	152005049094	96834955831	116710833165	124420002463	120865145250
Відношення капіталу банку до активів (%)	13	12	13	13	15	15	15
Широка грошова маса (в поточних грошових одиницях країни)	261063356490	396156389460	515727148970	487298234743	597871550161	685514574667	665928443962
Надлишок готівки / дефіцит (поточних гр.од. країни)	-5623500000	-6415100000	-13907475000	-51196500000	-70609600000	-72396233333	-70327769523
Вартість відкриття бізнесу (% від ВВП на душу населення)	9	8	6	6	6	4	4
Сальдо поточного рахунку (платіжного балансу, поточних доларах США)	-1617000000	-5272000000	-12763000000	-1732000000	-3018000000	-9006000000	-8748685714
Відсотки за депозитним вкладом (%)	8	8	10	14	11	11	11
Вкладників комерційних банків (на 1000 дорослих)	2860	3009	3098	3211	3220	3410	3313
Внутрішній кредит, наданий банківським сектором (% від ВВП)	46	61	82	89	79	73	71
Внутрішні кредити приватному сектору (% від ВВП)	44	58	74	73	62	56	54
Витрати на кінцеве споживання (у поточних доларах США)	84139801980	111013465347	111368929166	99192165520	115090032705	117847106889	114480046692
Обсяг прямих іноземних інвестицій, нетто (ПБ, поточний в дол США)	5737000000	9218000000	9903000000	4654000000	5759000000	7015000000	6814571429
ВВП (у поточних доларах США)	107753069307	142719009901	179992405832	117227769792	136418622767	165245009991	160523723991
Експорт товарів і послуг (поточний в дол США)	50239009901	64000990099	84458345990	54364411131	69227565815	86900483625	84417612664
Валове нагромадження капіталу (в поточних доларах США)	26681188119	38039801980	50289147934	19998844851	26689846763	31019085007	30132825435
Валова додана вартість по факторній вартості (в поточних доларах США)	93885742574	125689306931	156473268530	102228283191	121792832216	142729606111	138651617365
Імпорт товарів і послуг (у поточних доларах США)	53306930693	71877029703	98835814095	56327651710	73071868510	94198936431	91507538247
Страхові та фінансові послуги (у % від експорту послуг, ПБ)	1	3	3	3	3	2	2
Страхові та фінансові послуги (у % від імпорту послуг, ПБ)	6	9	10	12	9	7	7
Кредитна процентна ставка (%)	15	14	17	21	16	16	16
Компанії включені до лістингу, всього	249	276	251	145	183	195	189
Гроші (поточний LCU)	156315269979	201898572962	260130049785	275191271134	331459130216	362958130983	352587898669
Чистий рахунок операцій з капіталом (ПБ, поточний в дол США)	5000000	3000000	11000000	1053000000	366000000	185000000	179714286
Чистий прибуток (ПБ, поточний в дол США)	1722000000	-659000000	-1540000000	-2440000000	-2009000000	-3796000000	-3687542857
Офіційний обмінний курс (LCU до долара США, середній за період)	5	5	5	8	8	8	8
Потоки приватного капіталу, загальний (ПБ, поточний в дол США)	9320000000	14971000000	8623000000	3095000000	10076000000	8572000000	8327085714
Індекс реального ефективного обмінного курсу (2005 р. = 100)	105	106	115	97	99	99	96
Реальна процентна ставка (%)	0	-7	-9	7	2	0	0
Акції, що торгуються, загальна вартість (у поточних доларах США)	1198870000	2016790000	2536032056	590538208	2102874844	4570183160	4439606498
Акції, що торгуються, коефіцієнт оборотності (%)	4	3	4	3	7	14	14
Торгівля (% від ВВП)	96	95	102	94	104	110	107
Використання кредиту МВФ (DOD, поточний в дол США)	830244000	431253000	4709041000	10973830000	14245277000	17111999009	16623084752
Валові заощадження	126574550000	159508100000	197513046400	142240855200	188959906865	188294340898	182914502587
Валові національні витрати	559646000000	760505000000	1023785000000	928641000000	1113076000000	1374750881316	1335472284707



## Продовження додатку Е

Таблиця Е.2 – Результати визначення піків і спадів часових рядів оцінки стаціонарності фінансового ринку України

Показник	Мінімальний рівень	Максимальний рівень
Скоригований чистий національний дохід (у поточних доларах США)	22849755048 (2000)	152005049094(2008)
Відношення капіталу банку до активів (%)	12 (2003, 2005, 2007)	16 (1993, 2000, 2001)
Широка грошова маса (в поточних грошових одиницях країни)	481456300 (1993)	685514574667 (2011)
Надлишок готівки / дефіцит (поточних гр.од. країни)	72396233333 (2011)	726954444 (2002)
Вартість відкриття бізнесу (% від ВНД на душу населення)	4 (2011)	41 (1993)
Сальдо поточного рахунку (платіжного балансу, поточних доларах США)	-12763000000 (2008)	6909000000 (2004)
Відсотки за депозитним вкладом (%)	7 (2003)	209 (1994)
Вкладників комерційних банків (на 1000 дорослих)	1800 (1993)	3410 (2011)
Внутрішній кредит, наданий банківському сектору (% від ВВП)	15 (1996)	89 (2009)
Внутрішні кредити приватному сектору (% від ВВП)	1 (1993, 1995, 1996)	74 (2008)
Витрати на кінцеве споживання (у поточних доларах США)	23525094343 (2000)	117847106889 (2011)
Обсяг прямих іноземних інвестицій, нетто (ПБ, поточний в дол США)	122000895 (1993)	9903000000 (2008)
ВВП (у поточних доларах США)	31261527363 (2000)	179992405832 (2008)
Експорт товарів і послуг (поточний в дол США)	16960000000 (1999)	86900483625 (2011)
Валове нагромадження капіталу (в поточних доларах США)	5530702896 (1999)	50289147934 (2008)
Валова додана вартість по факторній вартості (в поточних доларах США)	26259900577 (1999)	156473268530 (2008)
Імпорт товарів і послуг (у поточних доларах США)	15237000000 (1999)	98835814095 (2008)
Страхові та фінансові послуги (у% від експорту послуг, ПБ)	0 (1999)	7 (2004)
Страхові та фінансові послуги (у% від імпорту послуг, ПБ)	3 (1996)	14 (1994, 2003)
Кредитна процентна ставка (%)	14 (2007)	250 (2004)
Компанії включені до лістингу, всього	0 (1993-1997)	276 (2007)
Гроші (поточний LCU)	341910250 (1993)	362958130983 (2011)
Чистий рахунок операцій з капіталом (ПБ, поточний в дол США)	-122000000 (2005)	1053000000 (2009)
Чистий прибуток (ПБ, поточний в дол США)	-3796000000 (2011)	-50000000 (1993)
Офіційний обмінний курс (LCU до долара США, середній за період)	0 (1993, 1994)	8 (2009, 2010, 2011)
Потоки приватного капіталу, загальний (ПБ, поточний в дол США)	123387648 (1993)	14971000000 (2007)
Індекс реального ефективного обмінного курсу (2005 р. = 100)	57 (1993)	133 (1997)
Реальна процентна ставка (%)	-92 (1993)	38 (1998)
Акції, що торгуються, загальна вартість (у поточних доларах США)	35125320 (1993)	4570183160 (2011)
Акції, що торгуються, коефіцієнт оборотності (%)	2 (2004)	19 (2000)
Торівля (% від ВВП)	52 (1993)	120 (2000)
Використання кредиту МВФ (DOD, поточний в дол США)	303001022 (1993)	17111999009 (2011)
валові заощадження	3229277169 (1993)	197513046400 (2008)
валові національні витрати	1487369984 (1993)	1374750881316 (2011)

## Продовження додатку Е

Таблиця Е.3 – Результати нормалізації інформаційного масиву статистичних показників оцінки динамічної стійкості фінансового ринку України

Номер показника	Рік																			
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
1	0,20	0,14	0,11	0,09	0,12	0,07	0,01	0,00	0,05	0,08	0,13	0,22	0,37	0,51	0,75	1,00	0,57	0,73	0,79	0,77
2	0,86	0,82	0,79	0,76	0,73	0,69	0,66	1,00	0,87	0,67	0,15	0,48	0,17	0,20	0,00	0,28	0,33	0,65	0,63	0,61
3	0,00	0,00	0,01	0,01	0,02	0,02	0,03	0,05	0,07	0,09	0,14	0,18	0,28	0,38	0,58	0,75	0,71	0,87	1,00	0,97
4	0,81	0,83	0,86	0,88	0,90	0,93	0,95	0,98	0,97	1,00	0,98	0,84	0,91	0,91	0,90	0,80	0,29	0,02	0,00	0,00
5	1,00	0,06	0,12	0,18	0,24	0,30	0,36	0,42	0,48	0,54	0,42	0,64	0,83	0,87	0,91	0,97	0,96	0,95	0,00	0,00
6	0,40	0,41	0,41	0,41	0,42	0,42	0,27	0,28	0,28	0,19	0,20	1,00	0,22	0,43	0,62	0,00	0,44	0,50	0,81	0,79
7	0,70	1,00	0,31	0,13	0,06	0,08	0,07	0,03	0,02	0,00	0,00	0,00	0,01	0,00	0,01	0,01	0,03	0,02	0,02	0,02
8	0,00	0,04	0,08	0,13	0,17	0,22	0,27	0,32	0,37	0,42	0,48	0,53	0,56	0,66	0,75	0,81	0,88	0,88	1,00	0,97
9	0,21	0,13	0,01	0,00	0,03	0,13	0,14	0,12	0,13	0,18	0,25	0,23	0,25	0,42	0,63	0,91	1,00	0,88	0,79	0,77
10	0,00	0,04	0,00	0,00	0,01	0,09	0,10	0,13	0,16	0,22	0,32	0,33	0,43	0,59	0,78	1,00	0,99	0,84	0,75	0,73
11	0,80	0,87	0,86	0,87	0,82	0,89	0,99	0,00	0,94	0,91	0,85	0,75	0,57	0,36	0,07	0,07	0,20	0,03	1,00	0,97
12	0,00	0,00	0,01	0,04	0,05	0,06	0,04	0,05	0,07	0,06	0,13	0,16	0,76	0,57	0,93	1,00	0,46	0,58	0,70	0,68
13	0,23	0,14	0,11	0,09	0,13	0,07	0,00	0,00	0,05	0,07	0,13	0,23	0,37	0,51	0,75	1,00	0,58	0,71	0,90	0,87
14	0,00	0,02	0,08	0,05	0,05	0,01	0,00	0,04	0,06	0,09	0,17	0,33	0,39	0,48	0,67	0,97	0,53	0,75	1,00	0,97
15	0,41	0,29	0,16	0,10	0,12	0,07	0,00	0,01	0,06	0,07	0,12	0,18	0,31	0,47	0,73	1,00	0,32	0,47	0,57	0,55
16	0,30	0,16	0,13	0,10	0,13	0,07	0,00	0,00	0,06	0,09	0,14	0,25	0,38	0,52	0,76	1,00	0,58	0,73	0,89	0,86
17	0,02	0,06	0,11	0,07	0,08	0,04	0,00	0,03	0,06	0,07	0,15	0,23	0,34	0,46	0,68	1,00	0,49	0,69	0,94	0,91
18	0,13	1,00	0,35	0,01	0,03	0,02	0,00	0,03	0,02	0,01	0,03	0,01	0,03	0,13	0,38	0,41	0,40	0,39	0,21	0,20
19	0,24	0,96	0,40	0,00	0,08	0,08	0,09	0,23	0,14	0,39	1,00	0,47	0,20	0,28	0,53	0,62	0,83	0,56	0,39	0,38
20	0,28	1,00	0,54	0,72	0,85	0,83	0,83	0,88	0,92	0,95	0,98	0,99	0,99	0,99	0,00	0,98	0,97	0,99	0,99	0,96
21	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,45	0,45	0,50	0,47	0,67	0,54	0,56	0,80	0,90	1,00	0,91	0,53	0,66	0,71	0,69
22	0,00	0,00	0,01	0,02	0,02	0,03	0,04	0,06	0,09	0,12	0,16	0,20	0,30	0,37	0,56	0,72	0,76	0,91	1,00	0,97
23	0,14	0,19	0,11	0,11	0,10	0,10	0,10	0,10	0,11	0,12	0,09	0,11	0,00	0,11	0,11	0,11	1,00	0,42	0,26	0,25
24	1,00	0,92	0,90	0,86	0,84	0,78	0,78	0,76	0,84	0,85	0,86	0,84	0,75	0,55	0,84	0,60	0,36	0,48	0,00	0,00
25	0,00	0,04	0,18	0,23	0,23	0,30	0,52	0,68	0,67	0,67	0,67	0,67	0,64	0,63	0,63	0,66	0,98	1,00	1,00	0,97
26	0,00	0,00	0,01	0,04	0,14	0,05	0,02	0,04	0,04	0,06	0,15	0,25	0,68	0,62	1,00	0,57	0,20	0,67	0,57	0,55
27	0,00	0,32	0,50	0,73	1,00	0,85	0,51	0,49	0,63	0,58	0,47	0,44	0,56	0,63	0,63	0,76	0,52	0,55	0,55	0,53
28	0,00	0,19	0,27	0,77	0,91	1,00	0,87	0,82	0,86	0,86	0,78	0,72	0,66	0,71	0,65	0,64	0,76	0,72	0,71	0,69
29	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01	0,01	0,02	0,06	0,04	0,02	0,02	0,04	0,14	0,26	0,44	0,55	0,12	0,46	1,00	0,97

## Продовження додатку Е

## Продовження таблиці Е.3

Номер показника	Рік																			
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
30	0,05	0,06	0,07	0,08	0,10	0,11	0,73	1,00	0,68	0,19	0,02	0,00	0,07	0,06	0,01	0,07	0,02	0,30	0,69	0,67
31	0,00	0,32	0,67	0,62	0,47	0,50	0,74	1,00	0,84	0,79	0,90	0,93	0,74	0,65	0,64	0,73	0,62	0,77	0,85	0,83
32	0,00	0,00	0,07	0,12	0,12	0,15	0,15	0,11	0,10	0,09	0,09	0,08	0,05	0,03	0,01	0,26	0,63	0,83	1,00	0,97
33	0,00	0,00	0,05	0,07	0,07	0,08	0,13	0,20	0,25	0,30	0,37	0,54	0,56	0,63	0,80	1,00	0,72	0,96	0,95	0,92
34	0,00	0,99	0,96	0,94	0,93	0,92	0,91	0,88	0,85	0,84	0,81	0,77	0,68	0,59	0,45	0,26	0,32	0,19	1,00	0,97
сума	7,79	11,04	9,26	9,23	9,99	10,42	10,76	11,29	12,24	12,30	12,69	14,20	15,01	16,51	19,19	22,44	19,12	21,17	23,69	22,99
сер знач	0,23	0,32	0,27	0,27	0,29	0,31	0,32	0,33	0,36	0,36	0,37	0,42	0,44	0,49	0,56	0,66	0,56	0,62	0,70	0,68



Державний вищий навчальний заклад  
 "УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ"  
 НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ

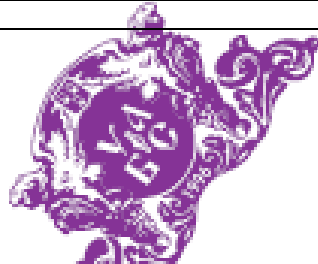
State Higher Educational Institute  
 "UKRAINE ACADEMY OF BANKING"  
 NATIONAL BANK OF UKRAINE

## Додаток Ж

## Інформаційна база оцінки динамічної стійкості фінансового ринку європейських країн

Таблиця Ж.1 – Статистичні показники оцінки динамічної стійкості фінансового ринку Республіки Словенія

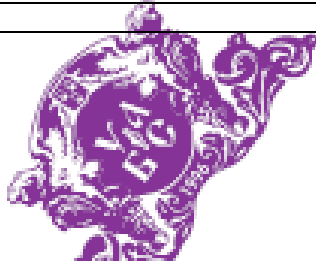
Показник	Інгре дієнт	Рік					
		1993	1994	1995	1996	1997	1998
Скоригований чистий національний дохід (у поточних доларах США)	+	11107561212	12798232274	17675523308	17629095367	16971033030	18019877697
Відношення капіталу банку до активів (%)	+						
Широка грошова маса (в поточних грошових одиницях країни)	+						
Надлишок готівки / дефіцит (поточних гр.од. країни)	+/-	179018528	-10432315	-15022534	17943582	-169420798	-123935904
Вартість відкриття бізнесу (% від ВНД на душу населення)	-						
Сальдо поточного рахунку (платіжного балансу, поточних доларах США)	0	191000000	574000000	-749000000	553000000	505000000	-118200000
Відсотки за депозитним вкладом (%)	+	33	28	15	15	13	11
Вкладників комерційних банків (на 1000 дорослих)	+						
Внутрішній кредит, наданий банківським сектором (% від ВВП)	+	34	32	33	32	32	36
Внутрішні кредити приватному сектору (% від ВВП)	+	22	23	25	26	26	30
Витрати на кінцеве споживання (у поточних доларах США)	-	10083494893	11053318770	16389300215	16420828824	15582010840	16493188408
Обсяг прямих іноземних інвестицій, нетто (ПБ, поточний в дол США)	+	111300000	129800000	160400000	166100000	303600000	221200000
ВВП (у поточних доларах США)	+	12673039187	14385505626	20940864809	21149908176	20420238057	21747365515
Експорт товарів і послуг (поточний в дол США)	+	7445672629	8472160422	10385183046	10555111514	10475568623	11106683936
Валове нагромадження капіталу (в поточних доларах США)		2451713243	2960181672	4957386638	4933067770	5014480862	5578766017
Валова додана вартість по факторній вартості (в поточних доларах США)		10909042314	12304580286	17925417571	18155576805	17743299105	18806408896
Імпорт товарів і послуг (у поточних доларах США)		7307841578	8100155476	10791005090	10759099930	10651822267	11431272844
Страхові та фінансові послуги (у% від експорту послуг, ПБ)		1	1	1	1	1	1
Страхові та фінансові послуги (у% від імпорту послуг, ПБ)		2	2	2	2	2	3
Кредитна процентна ставка (%)	-	49	39	23	23	20	16
Компанії включені до лістингу, всього	+	16	25	17	21	26	28
Гроші (поточний LCU)		268585044	351161617	434398765	531718286	631606952	807915575
Чистий рахунок операцій з капіталом (ПБ, поточний в дол США)	+	3500000	-4700000	-9700000	-4900000	400000	-2700000
Чистий прибуток (ПБ, поточний в дол США)	+	-51500000	170900000	201400000	153100000	75000000	56200000
Офіційний обмінний курс (LCU до долара США, середній за період)	0	113	129	119	135	160	166
Потоки приватного капіталу, загальний (ПБ, поточний в дол США)	+	114300000	97400000	147000000	803200000	539900000	310900000
Індекс реального ефективного обмінного курсу (2005 р. = 100)	0						
Реальна процентна ставка (%)	0	8	13	-5	10	11	8
Акції, що торгуються, загальна вартість (у поточних доларах США)	+			345000000	401000000	351000000	702000000
Акції, що торгуються, коефіцієнт оборотності (%)	+			76	82	31	34
Торгівля (% від ВВП)	+	116	115	101	101	103	104
Використання кредиту МВФ (DOD, поточний в дол США)	+/-						
валові заощадження	+	1209823335	1935206641	2389376941	2805215728	3346691239	3762338790
валові національні витрати	-	5923414160	7532461286	10557541837	12061690213	13724978133	15301342799



## Продовження додатку Ж

## Продовження таблиці Ж.1

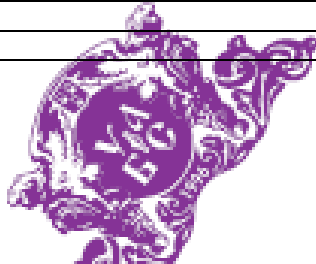
Показник	Рік						
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Скоригований чистий національний дохід (у поточних доларах США)	18617719299	16537629036	17041335804	19211060680	24386802418	28199397895	29887149099
Відношення капіталу банку до активів (%)		10	9	8	8	8	9
Широка грошова маса (в поточних грошових одиницях країни)							
Надлишок готівки / дефіцит (поточних гр.од. країни)	-108078785	-204096871	-226145434	-600625550	-329853704	-332264581	-427193648
Вартість відкриття бізнесу (% від ВВП на душу населення)					15	14	12
Сальдо поточного рахунку (платіжного балансу, поточних доларах США)	-697100000	-547500000	313000000	243800000	-215700000	-892500000	-680500000
Відсотки за депозитним вкладом (%)	7	10	10	8	6	4	3
Вкладників комерційних банків (на 1000 дорослих)							
Внутрішній кредит, наданий банківським сектором (% від ВВП)	39	45	45	44	47	56	65
Внутрішні кредити приватному сектору (% від ВВП)	33	36	38	39	41	48	56
Витрати на кінцеве споживання (у поточних доларах США)	17060288968	15193492848	15534431986	17320631112	21820053205	24975136861	26163014279
Обсяг прямих іноземних інвестицій, нетто (ПБ, поточний в дол США)	589000000	705000000	3707000000	15083000000	-1743000000	2815000000	-885000000
ВВП (у поточних доларах США)	22309684226	19979467790	20498926981	23136352386	29152072068	33837749815	35717733757
Експорт товарів і послуг (поточний в дол США)	10536643373	10728770111	11311737680	12743052383	15683064734	19561230184	22208563968
Валове нагромадження капіталу (в поточних доларах США)	6183683441	5479290770	5133544840	5545374799	7398841621	9299408357	9700506332
Валова додана вартість по факторній вартості (в поточних доларах США)	19194630395	17408627886	17940215958	20161312199	25456226427	29616197152	31309508556
Імпорт товарів і послуг (у поточних доларах США)	11470931555	11422085938	11480787525	12472705909	15749887492	19998025587	22354350822
Страхові та фінансові послуги (у % від експорту послуг, ПБ)	1	1	1	2	1	1	1
Страхові та фінансові послуги (у % від імпорту послуг, ПБ)	2	2	2	2	2	2	2
Кредитна процентна ставка (%)	12	16	15	13	11	9	8
Компанії включені до лістингу, всього	28	38	38	35	134	140	116
Гроші (поточний LCU)	996044986	1110263347	1337099297	2242676692	2552435186	5022767485	6244992489
Чистий рахунок операцій з капіталом (ПБ, поточний в дол США)	1600000	6300000	-7300000	-159400000	-192800000	-122200000	-143600000
Чистий прибуток (ПБ, поточний в дол США)	63600000	26300000	19200000	-149100000	-231800000	-392800000	-362800000
Офіційний обмінний курс (LCU до долара США, середній за період)	182	223	243	240	207	192	193
Потоки приватного капіталу, загальний (ПБ, поточний в дол США)	412800000	258100000	451900000	1440800000	-431500000	-490900000	-2086400000
Індекс реального ефективного обмінного курсу (2005 р. = 100)							
Реальна процентна ставка (%)	5	10	6	5	5	5	6
Акції, що торгуються, загальна вартість (у поточних доларах США)	732720000	464950000	793750000	1003470000	731560000	1169890000	788130000
Акції, що торгуються, коефіцієнт оборотності (%)	32	20	29	27	12	14	9
Торгівля (% від ВВП)	99	111	111	109	108	117	125
Використання кредиту МВФ (DOD, поточний в дол США)							
валові заощадження	4126500440	4566225700	5204002160	5758887912	6169203121	6726530266	7343201537
валові національні витрати	17630893526	19209915027	20936101076	22923704474	25253020799	27515336681	28839493310



## Продовження додатку Ж

## Продовження таблиці Ж.1

Показник	Рік						
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Скоригований чистий національний дохід (у поточних доларах США)	32615736554	39325514617	44883081297	40103733106	39970440637	42048177345	
Відношення капіталу банку до активів (%)	8	8	8	8	8		
Широка грошова маса (в поточних грошових одиницях країни)							
Надлишок готівки / дефіцит (поточних гр.од. країни)	-225942709	51741576	470504272	-1922637030	-1951325152	-2144506570	
Вартість відкриття бізнесу (% від ВНД на душу населення)	9	9	0	0	0	0	0
Сальдо поточного рахунку (платіжного балансу, поточних доларах США)	-1088298381	-2297962076	-3351925420	-330902570	-270076899	4348714	1486451909
Відсотки за депозитним вкладом (%)	3	4	4	1			
Вкладників комерційних банків (на 1000 дорослих)							
Внутрішній кредит, наданий банківським сектором (% від ВВП)	73	82	87	93	97	95	94
Внутрішні кредити приватному сектору (% від ВВП)	66	79	85	93	94	91	87
Витрати на кінцеве споживання (у поточних доларах США)	27884875598	33004635506	38926164284	37311411249	36030304013	38327010889	
Обсяг прямих іноземних інвестицій, нетто (ПБ, поточний в дол США)	-255971421	331238040	431278193	-901916249	567879775	897272004	-227373077
ВВП (у поточних доларах США)	38945146500	47306799054	54606018255	49056152691	46908328071	49539271105	45279487180
Експорт товарів і послуг (поточний в дол США)	25914292993	32905339926	36663789646	28643633566	30689633907	35815262719	
Валове нагромадження капіталу (в поточних доларах США)	11261749069	15116897751	17438442600	11040258176	10613155803	10694606617	
Валова додана вартість по факторній вартості (в поточних доларах США)	34153030999	41521465619	47921585086	42773075340	40824426481		
Імпорт товарів і послуг (у поточних доларах США)	26115771162	33720074129	38422378274	27939150301	30424765652	35297609119	
Страхові та фінансові послуги (у % від експорту послуг, ПБ)	1	1	2	2	2	2	2
Страхові та фінансові послуги (у % від імпорту послуг, ПБ)	2	3	3	4	4	4	3
Кредитна процентна ставка (%)	7	6	7	6			
Компанії включені до лістингу, всього	100	87	84	76	71	66	61
Гроші (поточний LCU)	7095874437	10057000000	10097000000	10911000000	12061000000	12388000000	12858000000
Чистий рахунок операцій з капіталом (ПБ, поточний в дол США)	-175944451	-73902690	-32162346	7622315	60398089	-144252635	-118285900
Чистий прибуток (ПБ, поточний в дол США)	-506457208	-1083888037	-1521085232	-1041370529	-784952524	-771581220	
Офіційний обмінний курс (LCU до долара США, середній за період)	191						
Потоки приватного капіталу, загальний (ПБ, поточний в дол США)	2084492092	-3419923415	992491750	5538284517	3211469857	3367068466	
Індекс реального ефективного обмінного курсу (2005 р. = 100)							
Реальна процентна ставка (%)	5	2	2	3			
Акції, що торгуються, загальна вартість (у поточних доларах США)	1019020000	2713360000	1407935530	1020611199	272096898	512089110	399298534,4
Акції, що торгуються, коефіцієнт оборотності (%)	9	12	7	9	3	7	6
Торгівля (% від ВВП)	134	141	138	115	130	144	
Використання кредиту МВФ (DOD, поточний в дол США)							
валові заощадження	8278360178	9475563952	9354811304	7590791869	7797178328	7628618153	
валові національні витрати	31205603729	35157592198	38480117120	34803531653	35215812161	35266151633	



## Продовження додатку Ж

Таблиця Ж.2 – Результати визначення піків і спадів часових рядів оцінки стаціонарності фінансового ринку Республіки Словенія

Показник	Мінімальний рівень	Максимальний рівень
Скоригований чистий національний дохід (у поточних доларах США)	110707561212	44883081297
Відношення капіталу банку до активів (%)	8	10
Широка грошова маса (в поточних грошових одиницях країни)	0	0
Надлишок готівки / дефіцит (поточних гр.од. країни)	-1951325152	179018528
Вартість відкриття бізнесу (% від ВНД на душу населення)	0	15
Сальдо поточного рахунку (платіжного балансу, поточних доларах США)	-3351925420	574000000
Відсотки за депозитним вкладом (%)	1	33
Вкладників комерційних банків (на 1000 дорослих)	0	0
Внутрішній кредит, наданий банківському сектору (% від ВВП)	32	97
Внутрішні кредити приватному сектору (% від ВВП)	22	94
Витрати на кінцеве споживання (у поточних доларах США)	10083494893	38926164284
Обсяг прямих іноземних інвестицій, нетто (ПБ, поточний в дол США)	-901916249	1508300000
ВВП (у поточних доларах США)	12673039187	54606018255
Експорт товарів і послуг (поточний в дол США)	7445672629	36663789646
Валове нагромадження капіталу (в поточних доларах США)	2451713243	17438442600
Валова додана вартість по факторній вартості (в поточних доларах США)	10909042314	47921585086
Імпорт товарів і послуг (у поточних доларах США)	7307841578	38422378274
Страхові та фінансові послуги (у% від експорту послуг, ПБ)	1	2
Страхові та фінансові послуги (у% від імпорту послуг, ПБ)	2	4
Кредитна процентна ставка (%)	6	49
Компанії включені до лістингу, всього	16	140
Гроші (поточний LCU)	268585044	12388000000
Чистий рахунок операцій з капіталом (ПБ, поточний в дол США)	-192800000	60398089
Чистий прибуток (ПБ, поточний в дол США)	-1521085232	201400000
Офіційний обмінний курс (LCU до долара США, середній за період)	113	243
Потоки приватного капіталу, загальний (ПБ, поточний в дол США)	-3419923415	5538284517
Індекс реального ефективного обмінного курсу (2005 р. = 100)	0	0
Реальна процентна ставка (%)	-5	13
Акції, що торгуються, загальна вартість (у поточних доларах США)	272096898	2713360000
Акції, що торгуються, коефіцієнт оборотності (%)	3	82
Торгівля (% від ВВП)	99	144
Використання кредиту МВФ (DOD, поточний в дол США)	0	0
валові заощадження	1209823335	9475563952
валові національні витрати	5923414160	38480117120



## Продовження додатку Ж

Таблиця Ж.3 – Результати нормалізації інформаційного масиву статистичних показників оцінки динамічної стійкості фінансового ринку Республіки Словенія

Номер показника	Рік																			
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
1	0,00	0,05	0,19	0,19	0,17	0,20	0,22	0,16	0,18	0,24	0,39	0,51	0,56	0,64	0,84	1,00	0,86	0,85	-0,33	-0,45
2	-4,05	-4,05	-4,05	-4,05	-4,05	-4,05	-4,05	1,00	0,35	0,10	0,10	0,00	0,20	0,15	0,15	0,15	0,10	0,05	-4,05	-5,50
3	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
4	1,00	0,91	0,91	0,92	0,84	0,86	0,87	0,82	0,81	0,63	0,76	0,76	0,72	0,81	0,94	0,88	0,01	0,00	0,92	1,25
5	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	0,09	0,19	0,36	0,43	0,99	0,00	0,00	0,00	0,00
6	0,10	1,00	0,17	0,13	0,13	0,18	0,32	0,29	0,14	0,08	0,20	0,37	0,32	0,42	0,73	0,00	0,23	0,22	0,15	0,20
7	1,00	0,84	0,44	0,43	0,37	0,29	0,18	0,27	0,27	0,22	0,14	0,08	0,06	0,04	0,07	0,08	0,00	-0,04	-0,04	-0,05
8	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
9	0,03	0,00	0,01	0,00	0,00	0,06	0,11	0,17	0,21	0,18	0,24	0,37	0,51	0,63	0,76	0,84	0,94	1,00	0,96	1,30
10	0,00	0,02	0,04	0,05	0,05	0,11	0,15	0,19	0,22	0,23	0,26	0,36	0,47	0,61	0,78	0,87	0,98	1,00	0,96	1,30
11	0,00	0,97	0,78	0,78	0,81	0,78	0,76	0,82	0,81	0,75	0,59	0,48	0,44	0,38	0,21	1,00	0,06	0,10	0,02	0,03
12	0,42	0,43	0,44	0,44	0,50	0,47	0,40	0,40	0,55	1,00	0,30	0,49	0,34	0,27	0,24	0,55	0,00	0,61	0,75	1,02
13	0,00	0,04	0,20	0,20	0,18	0,22	0,23	0,17	0,19	0,25	0,39	0,50	0,55	0,63	0,83	1,00	0,87	0,82	0,88	1,19
14	0,00	0,04	0,10	0,11	0,10	0,13	0,11	0,11	0,13	0,18	0,28	0,41	0,51	0,63	0,87	1,00	0,73	0,80	0,97	1,32
15	0,00	0,03	0,17	0,17	0,17	0,21	0,25	0,20	0,18	0,21	0,33	0,46	0,48	0,59	0,85	1,00	0,57	0,54	0,55	0,75
16	0,00	0,04	0,19	0,20	0,18	0,21	0,22	0,18	0,19	0,25	0,39	0,51	0,55	0,63	0,83	1,00	0,86	0,81	-0,29	-0,39
17	0,00	0,03	0,11	0,11	0,11	0,13	0,13	0,13	0,13	0,17	0,27	0,41	0,48	0,60	0,85	1,00	0,66	0,74	0,90	1,22
18	0,00	0,01	0,02	0,10	0,13	0,09	0,11	0,16	0,23	1,00	0,26	0,16	0,22	0,37	0,48	0,86	0,82	0,94	0,95	1,29
19	0,00	0,03	0,06	0,17	0,27	0,52	0,23	0,32	0,31	0,32	0,27	0,22	0,22	0,32	0,36	0,64	0,72	0,78	1,00	1,36
20	1,00	0,23	0,59	0,61	0,67	0,76	0,85	0,77	0,79	0,83	0,89	0,94	0,96	0,96	0,00	0,98	1,00	1,14	1,14	1,55
21	0,00	0,07	0,01	0,04	0,08	0,10	0,10	0,18	0,18	0,15	0,95	1,00	0,81	0,68	0,57	0,55	0,48	0,44	0,40	0,54
22	0,00	0,01	0,01	0,02	0,03	0,04	0,06	0,07	0,09	0,16	0,19	0,39	0,49	0,56	0,81	0,81	0,88	0,97	1,00	1,36
23	0,78	0,74	0,72	0,74	0,76	0,75	0,76	0,79	0,73	0,13	0,00	0,28	0,19	0,07	0,47	0,63	0,79	1,00	0,19	0,26
24	0,85	0,98	1,00	0,97	0,93	0,92	0,92	0,90	0,89	0,80	0,75	0,66	0,67	0,59	0,25	0,00	0,28	0,43	0,44	0,60
25	0,00	0,12	0,04	0,17	0,36	0,41	0,53	0,84	1,00	0,98	0,72	0,61	0,61	0,60	-0,87	-0,87	-0,87	-0,87	-0,87	-1,18
26	0,39	0,39	0,40	0,47	0,44	0,42	0,43	0,41	0,43	0,54	0,33	0,33	0,15	0,15	0,00	0,49	1,00	0,74	0,76	1,03
27	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
28	0,73	1,00	0,00	0,83	0,85	0,73	0,56	0,82	0,59	0,55	0,53	0,55	0,59	0,55	0,35	0,39	0,42	0,26	0,26	0,35
29	-0,11	-0,11	-0,03	-0,05	-0,03	0,18	0,19	0,08	0,21	0,30	0,19	0,37	0,21	0,31	1,00	0,47	0,31	0,00	0,10	0,14

## Продовження додатку Ж

## Продовження таблиці Ж.3

Номер показника	Рік																			
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
30	-0,03	-0,03	0,92	1,00	0,35	0,40	0,36	0,21	0,34	0,31	0,12	0,14	0,08	0,08	0,12	0,05	0,08	0,00	0,05	0,07
31	0,40	0,37	0,06	0,05	0,11	0,11	0,00	0,27	0,28	0,23	0,20	0,41	0,58	0,78	0,94	0,87	0,37	0,70	1,00	0,00
32	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,06
33	0,00	0,09	0,14	0,19	0,26	0,31	0,35	0,41	0,48	0,55	0,60	0,67	0,74	0,86	1,00	0,99	0,77	0,80	0,78	0,14
34	0,00	0,95	0,86	0,81	0,76	0,71	0,64	0,59	0,54	0,48	0,41	0,34	0,30	0,22	0,10	1,00	0,11	0,10	0,10	13,10
сума	2,50	5,19	4,57	5,92	5,61	6,23	5,99	11,73	11,42	11,81	12,09	12,84	13,21	14,49	14,95	19,24	14,03	14,92	9,60	0,39
сер знач	0,07	0,15	0,13	0,17	0,16	0,18	0,18	0,34	0,34	0,35	0,36	0,38	0,39	0,43	0,44	0,57	0,41	0,44	0,28	0,00



Державний вищий навчальний заклад  
 "УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ"  
 НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ

## Продовження додатку Ж

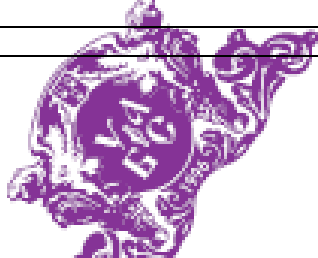
Таблиця Ж.4 – Інформаційна база статистичних показників оцінки динамічної стійкості фінансового ринку Чеської Республіки

Показник	Інгредієнт	Рік					
		1993	1994	1995	1996	1997	1998
Скоригований чистий національний доход (у поточних доларах США)	+	25484887734	30353881452	43955640154	49171603521	44738411090	48397075693
Відношення капіталу банку до активів (%)	+						
Широка грошова маса (в поточних грошових одиницях країни)	+	697325000000	839623000000	1085662000000	1155592000000	1174825800000	1214330700000
Надлишок готівки / дефіцит (поточних гр.од. країни)	+/-	0	-1	-1	-1	-2	-2
Вартість відкриття бізнесу (% від ВВП на душу населення)	-						
Сальдо поточного рахунку (платіжного балансу, поточних доларах США)	0	466333365	-819875392	-1373523087	-4127553020	-3621726040	-1308286939
Відсотки за депозитним вкладом (%)	+	7	7	7	7	8	8
Вкладників комерційних банків (на 1000 дорослих)	+						
Внутрішній кредит, наданий банківським сектором (% від ВВП)	+	66	68	68	64	64	57
Внутрішні кредити приватному сектору (% від ВВП)	+	65	69	68	66	68	59
Витрати на кінцеве споживання (у поточних доларах США)	-	28221292893	33637432902	41311077619	46333478643	44040233133	45954472938
Обсяг прямих іноземних інвестицій, нетто (ПБ, поточний в дол США)	+	564357920	761909277	2530950304	1280582848	1258834974	3574817996
ВВП (у поточних доларах США)	+	38865101399	45631394734	57787339864	64894609845	59463982355	63863336207
Експорт товарів і послуг (поточний в дол США)	+	19107213293	20649569505	27785267521	30181873998	29592647411	33368868329
Валове нагромадження капіталу (в поточних доларах США)	+	10044707338	12818679527	18569969857	21913551215	18124816304	18234625969
Валова додана вартість по факторній вартості (в поточних доларах США)		35243340447	41506496761	52501130369	58831209976	54115478347	58174198578
Імпорт товарів і послуг (у поточних доларах США)		18600789458	21478821153	29878975132	33534294012	32293714493	33694631028
Страхові та фінансові послуги (у% від експорту послуг, ПБ)	+	9	2	1	2	3	3
Страхові та фінансові послуги (у% від імпорту послуг, ПБ)		14	4	5	5	5	7
Кредитна процентна ставка (%)		14	13	13	13	13	13
Компанії включені до лістингу, всього	+		1024	1635	1588	276	261
Гроші (поточний LCU)		268975000000	403973000000	431083000000	451547000000	418389000000	403996600000
Чистий рахунок операцій з капіталом (ПБ, поточний в дол США)		-563046076		6790075	571118	9426098	6310545
Чистий прибуток (ПБ, поточний в дол США)	+	-116903972	-21029738	-103731230	-722312923	-791463677	-1093800867
Офіційний обмінний курс (LCU до долара США, середній за період)	0	29	29	27	27	32	32
Потоки приватного капіталу, загальний (ПБ, поточний в дол США)	+	2172038427	1608503293	3901109809	2000921389	2251487160	4676681989
Індекс реального ефективного обмінного курсу (2005 р. = 100)	0	63	66	69	73	74	81
Реальна процентна ставка (%)	0	-6	0	2	2	5	3
Акції, що торгуються, загальна вартість (у поточних доларах США)	+		1328000000	3630000000	8431000000	7071000000	4807000000
Акції, що торгуються, коефіцієнт оборотності (%)	+			34	50	46	39
Торгівля (% від ВВП)	+	97	92	100	98	104	105
Використання кредиту МВФ (DOD, поточний в дол США)	+/-						
валові заощадження	+	311752074799	355197983016	453091770181	499166009653	483301362215	572364443073
валові національні витрати	-	1118270522346	1337369699018	1589243000000	1852577000000	1970544000000	2072099000000

## Продовження додатку Ж

## Продовження таблиці Ж.4

Показник	Рік						
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Скоригований чистий національний дохід (у поточних доларах США)	46549503330	43701980490	47147856619	56794494210	69322988002	82207655598	95527589636
Відношення капіталу банку до активів (%)		5	5	5	6	5	5
Широка грошова маса (в поточних грошових одиницях країни)	1246196000000	1445597800000	1607143400000	1428986000000	1522796000000	1634872100000	1814655000000
Надлишок готівки / дефіцит (поточних гр.од. країни)	-2	-3	4	-6	-5	-3	-4
Вартість відкриття бізнесу (% від ВВП на душу населення)					10	11	10
Сальдо поточного рахунку (платіжного балансу, поточних доларах США)	-1465751163	-2689755314	-3272573494	-4264835726	-5785485093	-5749351084	-1209572308
Відсотки за депозитним вкладом (%)	4	3	3	2	1	1	1
Вкладників комерційних банків (на 1000 дорослих)							
Внутрішній кредит, наданий банківським сектором (% від ВВП)	53	48	44	41	47	43	42
Внутрішні кредити приватному сектору (% від ВВП)	54	47	39	30	30	31	35
Витрати на кінцеве споживання (у поточних доларах США)	45416692581	42465779689	46249274803	57243649822	70661278315	82077568848	92031176962
Обсяг прямих іноземних інвестицій, нетто (ПБ, поточний в дол США)	6222615311	4944400745	5476031435	8285212459	1813296004	3940296137	11628770497
ВВП (у поточних доларах США)	62165739783	58807244368	64375288107	78425201661	95292530753	113976672925	130052420701
Експорт товарів і послуг (поточний в дол США)	33153250360	35833581635	40310059856	45205682388	56308305860	71782838354	83798539232
Валове нагромадження капіталу (в поточних доларах США)	17094527651	17600393828	19100730017	22094144778	25776454323	30898549597	34468113523
Валова додана вартість по факторній вартості (в поточних доларах США)	56366684264	53503672708	58618927848	71597844541	87009713212	102898471775	117187854758
Імпорт товарів і послуг (у поточних доларах США)	33498730808	37092510785	41284776569	46118275328	57453507746	70782283874	80245409015
Страхові та фінансові послуги (у % від експорту послуг, ПБ)	3	6	3	3	2	4	4
Страхові та фінансові послуги (у % від імпорту послуг, ПБ)	6	9	6	12	10	13	12
Кредитна процентна ставка (%)	9	7	7	7	6	6	6
Компанії включені до лістингу, всього	164	131	94	78	63	54	36
Гроші (поточний LCU)	447810700000	498961800000	582880600000	841740000000	964180000000	1026301000000	1162752000000
Чистий рахунок операцій з капіталом (ПБ, поточний в дол США)	-4021229	-10994521	-10980036	-4748312	-7957176	-613119146	217013949
Чистий прибуток (ПБ, поточний в дол США)	-1349805241	-1370709343	-2188863890	-3580205003	-4284590203	-6092080268	-5343161274
Офіційний обмінний курс (LCU до долара США, середній за період)	35	39	38	33	28	26	24
Потоки приватного капіталу, загальний (ПБ, поточний в дол США)	4840394205	3190468423	6399209198	6726524107	632597396	5928590280	8240620332
Індекс реального ефективного обмінного курсу (2005 р. = 100)	79	80	86	95	93	95	100
Реальна процентна ставка (%)	6	6	2	4	5	2	6
Акції, що торгуються, загальна вартість (у поточних доларах США)	4120000000	6581890000	3349100000	6082650000	8796630000	17663350000	41040170000
Акції, що торгуються, коефіцієнт оборотності (%)	35	58	33	48	52	73	119
Торгівля (% від ВВП)	107	124	127	116	119	125	126
Використання кредиту МВФ (DOD, поточний в дол США)							
валові заощадження	564619477132	606078316527	638822444255	628126576287	616684548169	686907376765	790981907890
валові національні витрати	2160966000000	2318284000000	2485631000000	2597407000000	2720412000000	2903458000000	3030923000000



## Продовження додатку Ж

## Продовження таблиці Ж.4

Показник	Рік						
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Скоригований чистий національний дохід (у поточних доларах США)	109646910127	131258891837	167393265031	144063645058	153989525950		
Відношення капіталу банку до активів (%)	6	6	6	6	7	7	7
Широка грошова маса (в поточних грошових одиницях країни)	2049663400000	2380013000000	2703373000000	2709144000000	2759972000000	2837380000000	
Надлишок готівки / дефіцит (поточних гр.од. країни)	-4	-2	-1	-6	-5		
Вартість відкриття бізнесу (% від ВВП на душу населення)	9	11	10	9	9	8	8
Сальдо поточного рахунку (платіжного балансу, поточних доларах США)	-3130397518	-7940117041	-4773614387	-4848880272	-7601886297	-6348849074	-4731132666
Відсотки за депозитним вкладом (%)	1	1	2	1	1	1	1
Вкладників комерційних банків (на 1000 дорослих)							
Внутрішній кредит, наданий банківським сектором (% від ВВП)	47	51	56	61	63	68	68
Внутрішні кредити приватному сектору (% від ВВП)	39	46	51	52	53	56	57
Витрати на кінцеве споживання (у поточних доларах США)	102796814159	121917631345	154812360867	141100052466	141759528796		
Обсяг прямих іноземних інвестицій, нетто (ПБ, поточний в дол США)	4042698664	8963737281	2257630027	1951527508	4918363261	4229288346	-9243781083
ВВП (у поточних доларах США)	148345088496	180511237063	225448799063	196181794334	197656387435	215215310734	
Експорт товарів і послуг (поточний в дол США)	99353716814	123137210448	145296777973	117156400839	134131727749	161142824859	
Валове нагромадження капіталу (в поточних доларах США)	41079513274	53797042878	65249267721	47133945435	49586387435	52628305085	45847988763
Валова додана вартість по факторній вартості (в поточних доларах США)	134389557522	162855988172	203861862917	176835099685	178254188482	193184858757	
Імпорт товарів і послуг (у поточних доларах США)	94884955752	118334647610	139909607499	109208604407	127821256545	152240790960	
Страхові та фінансові послуги (у % від експорту послуг, ПБ)	3	2	2	2	2	2	2
Страхові та фінансові послуги (у % від імпорту послуг, ПБ)	12	7	6	5	3	3	3
Кредитна процентна ставка (%)	6	6	6	6	6	6	5
Компанії включені до лістингу, всього	29	32	18	16	16	15	17
Гроші (поточний LCU)	1325638000000	1526565000000	1674998000000	1771845000000	2021727000000	2149766000000	
Чистий рахунок операцій з капіталом (ПБ, поточний в дол США)	519585632	1141738777	1763963229	3580495527	2097166048	945032785	2653365211
Чистий прибуток (ПБ, поточний в дол США)	-7381918993	-12695352645	-10543330745	-13181580803	-14807788428	-15600947400	-14554003320
Офіційний обмінний курс (LCU до долара США, середній за період)	23	20	17	19	19	18	20
Потоки приватного капіталу, загальний (ПБ, поточний в дол США)	2915363517	6276614308	2217285929	10539200470	12648894484	4591350524	
Індекс реального ефективного обмінного курсу (2005 р. = 100)	106	109	126	121	122	125	121
Реальна процентна ставка (%)	5	2	4	4	8	7	4
Акції, що торгуються, загальна вартість (у поточних доларах США)	32875340000	41934340000	43033502111	20606185636	14082539230	15471448711	10211119139
Акції, що торгуються, коефіцієнт оборотності (%)	76	69	70	41	29	38	27
Торгівля (% від ВВП)	131	134	127	115	133	146	150
Використання кредиту МВФ (DOD, поточний в дол США)							
валові заощадження	846167059615	919456666642	1020138956372	796488398127	822462438356	833367525968	
валові національні витрати	3251605000000	3565129000000	3756452000000	3587740000000	3654707000000	3651745000000	



## Продовження додатку Ж

Таблиця Ж.5 – Результати визначення піків і спадів часових рядів оцінки стаціонарності фінансового ринку Чеської Республіки

Показник	Мінімальний рівень	Максимальний рівень
Скоригований чистий національний дохід (у поточних доларах США)	25484887734	167393265031
Відношення капіталу банку до активів (%)	5	7
Широка грошова маса (в поточних грошових одиницях країни)	697325000000	2837380000000
Надлишок готівки / дефіцит (поточних гр.од. країни)	-6	0
Вартість відкриття бізнесу (% від ВНД на душу населення)	8	11
Сальдо поточного рахунку (платіжного балансу, поточних доларах США)	-7940117041	466333365
Відсотки за депозитним вкладом (%)	1	8
Вкладників комерційних банків (на 1000 дорослих)	0	0
Внутрішній кредит, наданий банківському сектору (% від ВВП)	41	68
Внутрішні кредити приватному сектору (% від ВВП)	30	69
Витрати на кінцеве споживання (у поточних доларах США)	28221292893	154812360867
Обсяг прямих іноземних інвестицій, нетто (ПБ, поточний в дол США)	564357920	11628770497
ВВП (у поточних доларах США)	38865101399	225448799063
Експорт товарів і послуг (поточний в дол США)	19107213293	161142824859
Валове нагромадження капіталу (в поточних доларах США)	10044707338	65249267721
Валова додана вартість по факторній вартості (в поточних доларах США)	35243340447	203861862917
Імпорт товарів і послуг (у поточних доларах США)	18600789458	152240790960
Страхові та фінансові послуги (у% від експорту послуг, ПБ)	1	9
Страхові та фінансові послуги (у% від імпорту послуг, ПБ)	3	14
Кредитна процентна ставка (%)	6	14
Компанії включені до лістингу, всього	15	1635
Гроші (поточний LCU)	268975000000	2149766000000
Чистий рахунок операцій з капіталом (ПБ, поточний в дол США)	-613119146	3580495527
Чистий прибуток (ПБ, поточний в дол США)	-15600947400	-21029738
Офіційний обмінний курс (LCU до долара США, середній за період)	17	39
Потоки приватного капіталу, загальний (ПБ, поточний в дол США)	632597396	12648894484
Індекс реального ефективного обмінного курсу (2005 р. = 100)	63	126
Реальна процентна ставка (%)	-6	8
Акції, що торгуються, загальна вартість (у поточних доларах США)	1328000000	43033502111
Акції, що торгуються, коефіцієнт оборотності (%)	29	119
Торгівля (% від ВВП)	92	146
Використання кредиту МВФ (DOD, поточний в дол США)	0	0
валові заощадження	311752074799	1020138956372
валові національні витрати	1118270522346	3756452000000

## Продовження додатку Ж

Таблиця Ж.6 – Результати нормалізації інформаційного масиву статистичних показників оцінки динамічної стійкості фінансового ринку Чеської Республіки

Номер показника	Рік																			
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
1	0,00	0,03	0,13	0,17	0,14	0,16	0,15	0,13	0,15	0,22	0,31	0,40	0,49	0,59	0,75	1,00	0,84	0,91	-0,18	-0,18
2	-3,25	-3,25	-3,25	-3,25	-3,25	-3,25	-3,25	0,13	0,00	0,00	0,31	0,00	0,13	0,50	0,31	0,19	0,56	0,81	1,00	0,98
3	0,00	0,07	0,18	0,21	0,22	0,24	0,26	0,35	0,43	0,34	0,39	0,44	0,52	0,63	0,79	0,94	0,94	0,96	1,00	0,98
4	1,00	0,78	0,83	0,79	0,71	0,64	0,63	0,41	0,34	0,03	0,21	0,47	0,39	0,31	0,73	0,74	0,00	0,20	0,98	0,96
5	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	0,33	1,00	0,54	0,79	0,08	0,50	0,67	0,63	0,00	0,00
6	1,00	0,15	0,22	0,55	0,49	0,21	0,23	0,38	0,44	0,56	0,74	0,74	0,20	0,43	0,00	0,62	0,63	0,96	0,81	0,80
7	0,85	0,86	0,84	0,82	0,95	1,00	0,49	0,33	0,26	0,13	0,04	0,03	0,01	0,01	0,03	0,08	0,03	0,00	-0,15	-0,15
8	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
9	0,91	1,00	1,00	0,85	0,86	0,60	0,44	0,26	0,12	0,00	0,22	0,09	0,04	0,22	0,39	0,54	0,72	0,80	0,99	0,97
10	0,89	1,00	0,97	0,92	0,96	0,76	0,62	0,45	0,24	0,00	0,02	0,05	0,15	0,25	0,42	0,53	0,58	0,60	0,67	0,66
11	0,00	0,96	0,90	0,86	0,88	0,86	0,86	0,89	0,86	0,77	0,66	0,57	0,50	0,41	0,26	1,00	0,11	0,10	1,22	1,20
12	0,00	0,02	0,18	0,06	0,06	0,27	0,51	0,40	0,44	0,70	0,11	0,31	1,00	0,31	0,76	0,15	0,13	0,39	0,33	0,32
13	0,00	0,04	0,10	0,14	0,11	0,13	0,12	0,11	0,14	0,21	0,30	0,40	0,49	0,59	0,76	1,00	0,84	0,85	0,95	0,93
14	0,00	0,01	0,06	0,08	0,07	0,10	0,10	0,12	0,15	0,18	0,26	0,37	0,46	0,56	0,73	0,89	0,69	0,81	1,00	0,98
15	0,00	0,05	0,15	0,21	0,15	0,15	0,13	0,14	0,16	0,22	0,28	0,38	0,44	0,56	0,79	1,00	0,67	0,72	0,77	0,76
16	0,00	0,04	0,10	0,14	0,11	0,14	0,13	0,11	0,14	0,22	0,31	0,40	0,49	0,59	0,76	1,00	0,84	0,85	0,94	0,92
17	0,00	0,02	0,08	0,11	0,10	0,11	0,11	0,14	0,17	0,21	0,29	0,39	0,46	0,57	0,75	0,91	0,68	0,82	1,00	0,98
18	1,00	0,10	0,00	0,14	0,25	0,27	0,26	0,53	0,22	0,20	0,14	0,40	0,36	0,27	0,15	0,09	0,06	0,07	0,07	0,07
19	1,00	0,11	0,22	0,16	0,21	0,37	0,30	0,53	0,30	0,85	0,61	0,89	0,82	0,79	0,42	0,30	0,16	0,00	0,01	0,01
20	1,00	0,11	0,15	0,18	0,10	0,15	0,64	0,81	0,81	0,87	0,96	0,95	0,98	0,00	0,98	0,92	0,95	0,97	0,99	0,97
21	-0,01	0,62	1,00	0,97	0,16	0,15	0,09	0,07	0,05	0,04	0,03	0,02	0,01	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
22	0,00	0,07	0,09	0,10	0,08	0,07	0,10	0,12	0,17	0,30	0,37	0,40	0,48	0,56	0,67	0,75	0,80	0,93	1,00	0,98
23	0,01	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,14	0,14	0,15	0,14	0,00	0,20	0,27	0,42	0,57	1,00	0,65	0,37	0,36
24	0,99	1,00	0,99	0,95	0,95	0,93	0,91	0,91	0,86	0,77	0,73	0,61	0,66	0,53	0,19	0,32	0,16	0,05	0,00	0,00
25	0,56	0,54	0,44	0,47	0,68	0,71	0,81	1,00	0,97	0,73	0,52	0,40	0,32	0,26	0,15	0,00	0,09	0,09	0,03	0,03
26	0,13	0,08	0,27	0,11	0,13	0,34	0,35	0,21	0,48	0,51	0,00	0,44	0,63	0,19	0,47	0,13	0,82	1,00	0,33	0,32
27	0,00	0,06	0,09	0,17	0,18	0,28	0,26	0,28	0,36	0,52	0,49	0,51	0,59	0,68	0,73	1,00	0,92	0,95	0,99	0,97
28	0,00	0,41	0,60	0,61	0,79	0,64	0,87	0,85	0,61	0,72	0,80	0,57	0,88	0,80	0,60	0,74	0,72	1,00	0,91	0,89
29	-0,03	0,00	0,06	0,17	0,14	0,08	0,07	0,13	0,05	0,11	0,18	0,39	0,95	0,76	0,97	1,00	0,46	0,31	0,34	0,33

Продовження додатку Ж

Продовження таблиці Ж.6

Номер показника	Рік																			
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
30	-0,33	-0,33	0,05	0,23	0,18	0,10	0,06	0,32	0,04	0,21	0,26	0,49	1,00	0,52	0,44	0,46	0,13	0,00	0,10	0,10
31	0,09	0,00	0,14	0,11	0,22	0,24	0,28	0,59	0,65	0,45	0,51	0,61	0,63	0,72	0,78	0,64	0,43	0,75	1,00	0,98
32	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
33	0,00	0,06	0,20	0,26	0,24	0,37	0,36	0,42	0,46	0,45	0,43	0,53	0,68	0,75	0,86	1,00	0,68	0,72	0,74	0,73
34	0,00	0,92	0,82	0,72	0,68	0,64	0,60	0,55	0,48	0,44	0,39	0,32	0,28	0,19	0,07	1,00	0,06	0,04	0,04	0,04
сума	10,31	10,17	12,26	12,66	12,20	12,12	12,13	16,29	15,19	15,60	14,35	13,57	15,78	14,63	16,21	20,01	16,37	17,93	18,22	17,91
сер знач	0,30	0,30	0,36	0,37	0,36	0,36	0,36	0,48	0,45	0,46	0,33	0,40	0,46	0,43	0,48	0,59	0,48	0,53	0,54	0,53



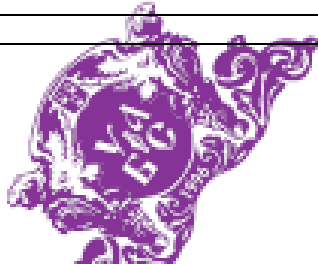
Державний вищий навчальний заклад  
 "УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ"  
 НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ



## Продовження додатку Ж

Таблиця Ж.7 – Інформаційна база статистичних показників оцінки динамічної стійкості фінансового ринку Республіки Польща

Показник	Інгре дієнт	Рік					
		1993	1994	1995	1996	1997	1998
Скоригований чистий національний доход (у поточних доларах США)	+	80280957548	95726848026	116942619309	133042204095	134045584338	148125501181
Відношення капіталу банку до активів (%)	+						
Широка грошова маса (в поточних грошових одиницях країни)	+	57073200000	78805200000	106875000000	140237664560	180985844740	226552536860
Надлишок готівки / дефіцит (поточних гр.од. країни)	+/-						
Вартість відкриття бізнесу (% від ВВП на душу населення)	-						
Сальдо поточного рахунку (платіжного балансу, поточних доларах США)	0	-5788000000	634000000	854000000	-3264000000	-5744000000	-6901000000
Відсотки за депозитним вкладом (%)	+	37	33	27	20	19	18
Вкладників комерційних банків (на 1000 дорослих)	+						
Внутрішній кредит, наданий банківським сектором (% від ВВП)	+	38	34	30	32	32	34
Внутрішні кредити приватному сектору (% від ВВП)	+	20	17	17	19	21	23
Витрати на кінцеве споживання (у поточних доларах США)	-	79624546116	88294490115	110041319928	126217870257	126504517746	137923692237
Обсяг прямих іноземних інвестицій, нетто (ПБ, поточний в дол США)	+	1697000000	1846000000	3617000000	4445000000	4863000000	6049000000
ВВП (у поточних доларах США)	+	93964209359	108405182432	139061765458	156684099254	157153835129	172901536514
Експорт товарів і послуг (поточний в дол США)	+	19707991902	23435002483	32261709375	34953822188	36786621494	44922023364
Валове нагромадження капіталу (в поточних доларах США)	+	13882436820	18148273394	26027018780	32708356515	36820165341	43331702826
Валова додана вартість по факторній вартості (в поточних доларах США)	+	87242014612	94862606454	122596887397	137806090279	138756865053	153618288542
Імпорт товарів і послуг (у поточних доларах США)	+	18866413243	21303644622	29268282625	37195949705	42957469452	53275881913
Страхові та фінансові послуги (у% від експорту послуг, ПБ)	+	4	3	8	8	10	14
Страхові та фінансові послуги (у% від імпорту послуг, ПБ)	+	1	9	13	15	18	18
Кредитна процентна ставка (%)	+	45	42	33	26	25	24
Компанії включені до лістингу, всього	+	22	44	65	83	143	198
Гроші (поточний LCU)		19646000000	27450000000	37439000000	52330900000	61686245420	71669666130
Чистий рахунок операцій з капіталом (ПБ, поточний в дол США)		2090000000	9215000000	2850000000	950000000	510000000	520000000
Чистий прибуток (ПБ, поточний в дол США)	+	-3613000000	-2563000000	-1995000000	-1075000000	-1129000000	-1178000000
Офіційний обмінний курс (LCU до долара США, середній за період)	0	2	2	2	3	3	3
Потоки приватного капіталу, загальний (ПБ, поточний в дол США)	+	16970000000	12220000000	47940000000	47490000000	69730000000	77460000000
Індекс реального ефективного обмінного курсу (2005 р. = 100)	0	67	68	74	80	83	87
Реальна процентна ставка (%)	0	11	3	4	7	10	12
Акції, що торгуються, загальна вартість (у поточних доларах США)	+	2169999872	5134000128	2770000000	5538000000	7951000000	8918000000
Акції, що торгуються, коефіцієнт оборотності (%)	+	148	178	73	86	77	55
Торгівля (% від ВВП)	+	41	41	44	46	51	57
Використання кредиту МВФ (DOD, поточний в дол США)	+/-						
валові заощадження	+	21361414075	46816304674	67840130840	83819193400	103338355150	127539233800
валові національні витрати	-	168975390168	241527989733	329963000000	428481000000	535589000000	629935000000



## Продовження додатку Ж

## Продовження таблиці Ж.7

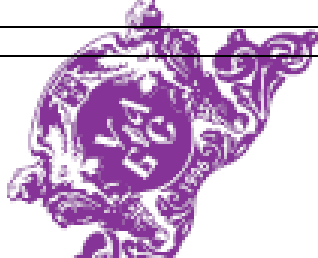
Показник	Рік						
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Скоригований чистий національний дохід (у поточних доларах США)	143806384168	147345528553	163008201080	170054159708	184277788019	209570501689	255852522290
Відношення капіталу банку до активів (%)		7	8	9	8	8	8
Широка грошова маса (в поточних грошових одиницях країни)	270931067690	302242366120	346408908200	339490864000	357719792000	371770000000	427788000000
Надлишок готівки / дефіцит (поточних гр.од. країни)			-21739000000	-36390000000	-45961000000	-50850000000	-39669000000
Вартість відкриття бізнесу (% від ВВП на душу населення)					21	21	22
Сальдо поточного рахунку (платіжного балансу, поточних доларах США)	-12487000000	-10343000000	-5945000000	-5544000000	-5473000000	-13259000000	-7242000000
Відсотки за депозитним вкладом (%)	11	14	12	6	4	4	3
Вкладників комерційних банків (на 1000 дорослих)							
Внутрішній кредит, наданий банківським сектором (% від ВВП)	36	34	37	37	38	38	37
Внутрішні кредити приватному сектору (% від ВВП)	26	27	27	27	28	28	29
Витрати на кінцеве споживання (у поточних доларах США)	135336554822	139713810408	157847040719	168134057838	182000627398	207983836572	247612409905
Обсяг прямих іноземних інвестицій, нетто (ПБ, поточний в дол США)	7239000000	9327000000	5804000000	3901000000	4284000000	11761000000	6917000000
ВВП (у поточних доларах США)	167801749888	171276118424	190420870075	198179425151	216800888642	252768998589	303912247951
Експорт товарів і послуг (поточний в дол США)	40593782376	46357604226	51520310706	56748357242	72224793524	94769031397	112705997255
Валове нагромадження капіталу (в поточних доларах США)	42385766969	42561670659	39552260681	36908552143	40633774569	50727244890	58552363173
Валова додана вартість по факторній вартості (в поточних доларах США)	147854483491	152373063480	169827059772	175261456411	191396679935	224643485964	267759034208
Імпорт товарів і послуг (у поточних доларах США)	50514354278	57456966869	58498742031	63611542072	78058306849	100711114270	114958522383
Страхові та фінансові послуги (у % від експорту послуг, ПБ)	9	3	4	3	3	2	2
Страхові та фінансові послуги (у % від імпорту послуг, ПБ)	14	6	8	6	6	5	5
Кредитна процентна ставка (%)	17	20	18	12	7	8	7
Компанії включені до лістингу, всього	221	225	230	216	203	225	248
Гроші (поточний LCU)	88200881720	82574246370	94157825950	112888645000	133575526000	175720000000	220641000000
Чистий рахунок операцій з капіталом (ПБ, поточний в дол США)	21000000	18000000	44000000	-40000000	-135000000	1064000000	850000000
Чистий прибуток (ПБ, поточний в дол США)	1010000000	-731000000	-614000000	-1061000000	-2461000000	-8438000000	-6843000000
Офіційний обмінний курс (LCU до долара США, середній за період)	4	4	4	4	4	4	3
Потоки приватного капіталу, загальний (ПБ, поточний в дол США)	7382000000	12666000000	6919000000	5795000000	6728000000	21001000000	19503000000
Індекс реального ефективного обмінного курсу (2005 р. = 100)	85	93	105	101	90	90	100
Реальна процентна ставка (%)	10	12	14	10	7	3	4
Акції, що торгуються, загальна вартість (у поточних доларах США)	11149210000	14631470000	7432150000	5841920000	8497910000	16568790000	29973950000
Акції, що торгуються, коефіцієнт оборотності (%)	45	48	26	21	26	31	36
Торгівля (% від ВВП)	54	61	58	61	69	77	75
Використання кредиту МВФ (DOD, поточний в дол США)							
валові заощадження	133808181540	140095122440	137757981600	127974339730	136763027600	142174756040	166389069840
валові національні витрати	705044000000	792182000000	808133000000	836580000000	865843000000	946272000000	990590000000



## Продовження додатку Ж

## Продовження таблиці Ж.7

Показник	Рік						
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Скоригований чистий національний дохід (у поточних доларах США)	285370117716	353566963465	448459481844	364129982425	388710531946		
Відношення капіталу банку до активів (%)	8	8	8	9	9	8	9
Широка грошова маса (в поточних грошових одиницях країни)	497428000000	562734000000	667901000000	722184000000	785196000000	884501000000	
Надлишок готівки / дефіцит (поточних гр.од. країни)	-36158000000	-22076000000	-47173000000	-82089000000	-95358000000	-65823000000	
Вартість відкриття бізнесу (% від ВВП на душу населення)	21	21	19	18	18	17	14
Сальдо поточного рахунку (платіжного балансу, поточних доларах США)	-13156000000	-26499000000	-34957000000	-17155000000	-21873000000	-22204000000	18263000000
Відсотки за депозитним вкладом (%)	2						
Вкладників комерційних банків (на 1000 дорослих)							
Внутрішній кредит, наданий банківським сектором (% від ВВП)	42	46	60	61	64	66	64
Внутрішні кредити приватному сектору (% від ВВП)	33	39	50	50	52	55	54
Витрати на кінцеве споживання (у поточних доларах США)	275912973409	333578932844	423882616636	342549597769	376751907131		
Обсяг прямих іноземних інвестицій, нетто (ПБ, поточний в дол США)	10708000000	17987000000	10365000000	8460000000	3574000000	9120000000	-5313000000
ВВП (у поточних доларах США)	341669943594	425321502151	529400630915	430878337233	469781791045	514496456773	
Експорт товарів і послуг (поточний в дол США)	137881063658	173349477717	211226548232	169955450146	198463349917		
Валове нагромадження капіталу (в поточних доларах США)	71929734085	103971156974	126534949361	87679241050	98359203980		
Валова додана вартість по факторній вартості (в поточних доларах США)	300138275584	372082986952	463421882783	382581007019	413408623549		
Імпорт товарів і послуг (у поточних доларах США)	144053827558	185573065385	232243483314	169632063075	204134328358		
Страхові та фінансові послуги (у % від експорту послуг, ПБ)	2	1	2	2	2	2	2
Страхові та фінансові послуги (у % від імпорту послуг, ПБ)	4	4	4	5	4	5	4
Кредитна процентна ставка (%)	5						
Компанії включені до лістингу, всього	267	328	349	354	569	757	844
Гроші (поточний LCU)	275831000000	335266000000	349942000000	388345000000	449192000000	467976000000	
Чистий рахунок операцій з капіталом (ПБ, поточний в дол США)	1930000000	4293000000	5782000000	6812000000	8238000000	10827000000	10957000000
Чистий прибуток (ПБ, поточний в дол США)	-9757000000	-16385000000	-12882000000	-16551000000	-16923000000	-20248000000	
Офіційний обмінний курс (LCU до долара США, середній за період)	3	3	2	3	3	3	3
Потоки приватного капіталу, загальний (ПБ, поточний в дол США)	7765000000	11760000000	8000000000	23214000000	29129000000	25041000000	
Індекс реального ефективного обмінного курсу (2005 р. = 100)	102	106	116	98	105	103	100
Реальна процентна ставка (%)	4						
Акції, що торгуються, загальна вартість (у поточних доларах США)	55040770000	84568110000	67954587589	55778243711	77463888144	95893641578	67246040260
Акції, що торгуються, коефіцієнт оборотності (%)	45	47	46	49	48	58	43
Торгівля (% від ВВП)	83	84	84	79	86	91	92
Використання кредиту МВФ (DOD, поточний в дол США)							
валові заощадження	183993792500	220371239800	232438417600	230385381800	239761430000		
валові національні витрати	1079182000000	1210556000000	1326066000000	1343374500000	1433490100000		



## Продовження додатку Ж

Таблиця Ж.8 – Результати визначення піків і спадів часових рядів оцінки стаціонарності фінансового ринку Республіки Польща

Показник	Мінімальний рівень	Максимальний рівень
Скоригований чистий національний дохід (у поточних доларах США)	80280957548	448459481844
Відношення капіталу банку до активів (%)	7	9
Широка грошова маса (в поточних грошових одиницях країни)	57073200000	884501000000
Надлишок готівки / дефіцит (поточних гр.од. країни)	-95358000000	-21739000000
Вартість відкриття бізнесу (% від ВНД на душу населення)	17	22
Сальдо поточного рахунку (платіжного балансу, поточних доларах США)	-34957000000	854000000
Відсотки за депозитним вкладом (%)	2	37
Вкладників комерційних банків (на 1000 дорослих)	0	0
Внутрішній кредит, наданий банківському сектору (% від ВВП)	30	66
Внутрішні кредити приватному сектору (% від ВВП)	17	55
Витрати на кінцеве споживання (у поточних доларах США)	79624546116	423882616636
Обсяг прямих іноземних інвестицій, нетто (ПБ, поточний в дол США)	1697000000	17987000000
ВВП (у поточних доларах США)	93964209359	529400630915
Експорт товарів і послуг (поточний в дол США)	19707991902	211226548232
Валове нагромадження капіталу (в поточних доларах США)	13882436820	126534949361
Валова додана вартість по факторній вартості (в поточних доларах США)	87242014612	463421882783
Імпорт товарів і послуг (у поточних доларах США)	18866413243	232243483314
Страхові та фінансові послуги (у% від експорту послуг, ПБ)	1	14
Страхові та фінансові послуги (у% від імпорту послуг, ПБ)	1	18
Кредитна процентна ставка (%)	5	45
Компанії включені до лістингу, всього	22	757
Гроші (поточний LCU)	19646000000	467976000000
Чистий рахунок операцій з капіталом (ПБ, поточний в дол США)	-135000000	10827000000
Чистий прибуток (ПБ, поточний в дол США)	-20248000000	-614000000
Офіційний обмінний курс (LCU до долара США, середній за період)	2	4
Потоки приватного капіталу, загальний (ПБ, поточний в дол США)	1222000000	29129000000
Індекс реального ефективного обмінного курсу (2005 р. = 100)	67	116
Реальна процентна ставка (%)	3	14
Акції, що торгуються, загальна вартість (у поточних доларах США)	2169999872	95893641578
Акції, що торгуються, коефіцієнт оборотності (%)	21	178
Торгівля (% від ВВП)	41	86
Використання кредиту МВФ (DOD, поточний в дол США)	0	0
валові заощадження	21361414075	239761430000
валові національні витрати	168975390168	1433490100000

## Продовження додатку Ж

Таблиця Ж.9 – Результати нормалізації інформаційного масиву статистичних показників оцінки динамічної стійкості фінансового ринку Республіки Польща

Номер показника	Рік																			
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
1	0,00	0,04	0,10	0,14	0,15	0,18	0,17	0,18	0,22	0,24	0,28	0,35	0,48	0,56	0,74	1,00	0,77	0,84	-0,22	-0,32
2	-3,55	-3,55	-3,55	-3,55	-3,55	-3,55	-3,55	0,00	0,45	0,80	0,60	0,45	0,40	0,35	0,45	0,40	0,95	1,00	-3,55	-5,21
3	0,00	0,03	0,06	0,10	0,15	0,20	0,26	0,30	0,35	0,34	0,36	0,38	0,45	0,53	0,61	0,74	0,80	0,88	1,00	1,47
4	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,00	0,80	0,67	0,60	0,76	0,80	1,00	0,65	0,18	0,00	1,30	1,91
5	4,53	4,53	4,53	4,53	4,53	4,53	4,53	4,53	4,53	4,53	0,20	0,33	1,00	0,16	0,20	0,69	0,88	0,96	0,00	0,00
6	0,19	0,01	1,00	0,11	0,18	0,22	0,37	0,31	0,19	0,18	0,18	0,39	0,23	0,39	0,76	0,00	0,50	0,63	0,64	0,94
7	1,00	0,89	0,70	0,51	0,49	0,46	0,26	0,34	0,27	0,11	0,04	0,04	0,02	0,00	-0,06	-0,06	-0,06	-0,06	-0,06	-0,09
8	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
9	0,21	0,11	0,00	0,04	0,07	0,10	0,17	0,12	0,19	0,20	0,23	0,21	0,20	0,33	0,45	0,83	0,87	0,93	1,00	1,47
10	0,07	0,00	0,00	0,06	0,10	0,15	0,23	0,25	0,27	0,28	0,29	0,30	0,32	0,43	0,59	0,86	0,88	0,92	1,00	1,47
11	0,00	0,97	0,91	0,86	0,86	0,83	0,84	0,83	0,77	0,74	0,70	0,63	0,51	0,43	0,26	1,00	0,24	0,14	1,23	1,81
12	0,00	0,01	0,12	0,17	0,19	0,27	0,34	0,47	0,25	0,14	0,16	0,62	0,32	0,55	1,00	0,53	0,42	0,12	0,46	0,68
13	0,00	0,03	0,10	0,14	0,15	0,18	0,17	0,18	0,22	0,24	0,28	0,36	0,48	0,57	0,76	1,00	0,77	0,86	0,97	1,42
14	0,00	0,02	0,07	0,08	0,09	0,13	0,11	0,14	0,17	0,19	0,27	0,39	0,49	0,62	0,80	1,00	0,78	0,93	-0,10	-0,15
15	0,00	0,04	0,11	0,17	0,20	0,26	0,25	0,25	0,23	0,20	0,24	0,33	0,40	0,52	0,80	1,00	0,66	0,75	-0,12	-0,18
16	0,00	0,02	0,09	0,13	0,14	0,18	0,16	0,17	0,22	0,23	0,28	0,37	0,48	0,57	0,76	1,00	0,79	0,87	-0,23	-0,34
17	0,00	0,01	0,05	0,09	0,11	0,16	0,15	0,18	0,19	0,21	0,28	0,38	0,45	0,59	0,78	1,00	0,71	0,87	-0,09	-0,13
18	0,17	0,15	0,55	0,49	0,72	1,00	0,58	0,12	0,18	0,16	0,16	0,02	0,03	0,01	0,00	0,05	0,01	0,07	0,08	0,12
19	0,00	0,49	0,72	0,79	0,98	1,00	0,73	0,29	0,41	0,29	0,31	0,21	0,23	0,17	0,18	0,20	0,26	0,18	0,23	0,34
20	1,00	0,08	0,29	0,48	0,50	0,52	0,71	0,63	0,67	0,83	0,95	0,95	0,97	0,00	1,14	1,14	1,14	1,14	1,14	1,67
21	0,00	0,03	0,06	0,08	0,16	0,24	0,27	0,28	0,28	0,26	0,25	0,28	0,31	0,33	0,42	0,44	0,45	0,74	1,00	1,47
22	0,00	0,02	0,04	0,07	0,09	0,12	0,15	0,14	0,17	0,21	0,25	0,35	0,45	0,57	0,70	0,74	0,82	0,96	1,00	1,47
23	0,20	0,85	0,04	0,02	0,02	0,02	0,01	0,01	0,02	0,01	0,00	0,11	0,09	0,19	0,40	0,54	0,63	0,76	1,00	1,47
24	0,85	0,90	0,93	0,98	0,97	0,97	0,98	0,99	1,00	0,98	0,91	0,60	0,68	0,53	0,20	0,38	0,19	0,17	0,00	0,00
25	0,00	0,18	0,24	0,35	0,58	0,66	0,85	1,00	0,90	0,90	0,82	0,73	0,56	0,51	0,38	0,24	0,52	0,47	0,45	0,66
26	0,02	0,00	0,13	0,13	0,21	0,23	0,22	0,41	0,20	0,16	0,20	0,71	0,66	0,23	0,38	0,24	0,79	1,00	0,85	1,25
27	0,00	0,03	0,14	0,27	0,32	0,42	0,37	0,54	0,78	0,70	0,47	0,47	0,68	0,72	0,79	1,00	0,65	0,77	0,74	1,09
28	0,70	0,01	0,08	0,32	0,59	0,79	0,63	0,77	1,00	0,56	0,32	0,00	0,07	0,05	-0,30	-0,30	-0,30	-0,30	-0,30	-0,44
29	0,00	0,03	0,01	0,04	0,06	0,07	0,10	0,13	0,06	0,04	0,07	0,15	0,30	0,56	0,88	0,70	0,57	0,80	1,00	1,47

## Продовження додатку Ж

## Продовження таблиці Ж.9

Номер показника	Рік																			
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
30	0,81	1,00	0,33	0,41	0,36	0,21	0,15	0,17	0,03	0,00	0,03	0,06	0,10	0,15	0,17	0,16	0,18	0,17	0,24	0,35
31	0,00	0,00	0,07	0,11	0,22	0,35	0,30	0,44	0,37	0,44	0,63	0,81	0,76	0,93	0,97	0,96	0,85	1,00	-0,92	-1,35
32	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
33	0,00	0,12	0,21	0,29	0,38	0,49	0,51	0,54	0,53	0,49	0,53	0,55	0,66	0,74	0,91	0,97	0,96	1,00	-0,10	-0,15
34	0,00	0,94	0,87	0,79	0,71	0,64	0,58	0,51	0,49	0,47	0,45	0,39	0,35	0,28	0,18	0,08	0,07	1,00	1,13	1,66
сума	7,49	9,29	10,30	10,51	12,03	13,32	12,90	16,55	16,63	15,95	11,42	12,51	13,85	13,39	17,29	19,16	17,90	20,56	10,76	15,82
сер знач	0,22	0,27	0,30	0,31	0,35	0,39	0,38	0,49	0,49	0,47	0,34	0,37	0,41	0,39	0,51	0,56	0,53	0,60	0,32	0,47



Державний вищий навчальний заклад  
 "УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ"  
 НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ

State Higher Educational Institute  
 "UKRAINE ACADEMY OF BANKING"  
 OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE



Державний вищий навчальний заклад  
"УКРАЇНЬСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ  
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ"

State Higher Educational Institution  
"UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING  
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE"

Додаток И

Довідки про впровадження результатів дисертаційного дослідження



## УКРАЇНСЬКИЙ КРЕДИТНО-БАНКІВСЬКИЙ СОЮЗ

01021, Україна, Київ, Кловський узвіз, 9/2, тел. +380 44 284-32-42, www.kbs.org.ua

№ 783  
16.10.2013

В спеціалізовану вчену раду Д55.081.01  
ДВНЗ „Українська академія банківської справи  
Національного банку України”

### ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного дослідження, виконаного  
Абакуменко Ольгою Вікторівною на тему „Кон’юнктура фінансового ринку  
України: методологія формування, оцінювання та регулювання”

Ознайомлення з основними науковими результатами, викладеними в дисертаційній роботі Абакуменко О.В. на тему: „Кон’юнктура фінансового ринку України: методологія формування, оцінювання та регулювання”, поданій в спеціалізовану вчену раду Д55.081.01 на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит, дозволяє дійти висновку, що вона містить цілий ряд наукових положень, які є суттєвими при вирішенні основних завдань діяльності Асоціації „Український Кредитно-Банківський Союз”.

Зокрема, результати дисертаційного дослідження Абакуменко О.В. використовуються при розробці практичних заходів щодо реалізації Програми діяльності Асоціації „Український Кредитно-Банківський Союз” на 2013-2017 роки відповідно до п’ятого пункту Програми „Участь у виробленні і реалізації стратегії розвитку фінансового сектора економіки. Аналітична діяльність”.

Особливу практичну значущість мають формалізовані в дисертаційній роботі за допомогою математичного апарату структурного моделювання взаємозв’язки параметрів депозитної та кредитної активності банків України в процесі формування попиту та пропозиції на фінансовому ринку України.

Також при підготовці пропозицій щодо удосконалення законодавства, що регулює діяльність фінансово-кредитних установ, Асоціацією „Український Кредитно-Банківський Союз” використовуються оціночні дані, отримані Абакуменко О.В. щодо взаємозалежностей між заощадженнями населення та рівнем розвитку кредитного ринку в контексті регулювання депозитної активності банків України.

Член Спостережної Ради  
Асоціації „Український  
Кредитно-Банківський Союз”

О.М.Новіков

004031



## Продовження додатку И

**ДЕРЖАВНА КОМІСІЯ  
З ЦІННИХ ПАПЕРІВ  
ТА ФОНДОВОГО РИНКУ**

вул. Горького, 51,  
м. Київ-150, 03680, Україна  
тел.: (044) 289-40-41  
факс: (044) 246-64-18



Україна

**SECURITIES AND STOCK  
MARKET STATE  
COMMISSION**

51 Gorkogo Street,  
Kyiv-150, 03680, Ukraine  
fax: (3 8 044) 279-83-44  
phone: (3 8 044) 279-83-44

17.05.07. № 02/РД/7

На № \_\_\_\_\_

**ДОВІДКА**

*про використання результатів наукових розробок*

Науково-практичні висновки та пропозиції Абакуменко Ольги Вікторівни щодо унормування питань забезпечення функціонування організаційно оформленого (біржового) ринку цінних паперів використані Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку при підготовці “Положення про функціонування фондових бірж”, затвердженого рішенням №1542 від 19.12.2006 р. на виконання Розділу III “Основних напрямів розвитку фондового ринку України”, що містяться в Указі Президента України від 24 листопада 2005 р. № 1648/2005.

Розробки Абакуменко О.В. в частині удосконалення методів відкритого (публічного) розміщення акцій і облігацій на фондових біржах та обґрунтування єдиних стандартів діяльності організаторів торгівлі цінними паперами використовувались при підготовці матеріалів з цих питань до засідань Консультативно-експертної ради при Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку.

Член Комісії



М.О. БУРМАКА

## Продовження додатку И



Міністерство освіти і науки України  
Чернігівський державний інститут економіки і управління

14003, м. Чернігів, вул. Стрілецька, 1, тел. (04622) 5-61-70, тел./факс 5-90-72, E-mail: rector@geci.cn.ua.  
банк: УДК по Чернігівській області, р/р 35226001000137, МФО 853592, код ЗКПО 21391884  
Свідоцтво № 33882771, індивідуальний податковий № 213918825264

06.09.2013 № 302-04/515

На № \_\_\_\_\_ від \_\_\_\_\_

“ЗАТВЕРДЖУЮ”

Перший проректор з  
науково-педагогічної  
та методичної роботи

Ю.В.Кирилюк



2013 р.

### ДОВІДКА

про впровадження у навчальний процес розробок  
дисертаційного дослідження Абакуменко Ольги Вікторівни  
“Кон’юнктура фінансового ринку України: методологія формування, оцінювання та регулювання”

Основні результати дисертаційного дослідження використовуються при викладанні навчальних дисциплін «Ринок фінансових послуг» та «Фінансовий ринок».

Декан фінансово-економічного  
факультету, к.е.н., доцент

Л.М. Ремньова

## Продовження додатку И



УКРАЇНА

## ЧЕРНІГІВСЬКА ОБЛАСНА РАДА

пр. Миру, 43, м. Чернігів, 14000, тел./факс (0462)676-652, e-mail: zagaln.viddil@gmail.com, код ЄДРПОУ 25618741

21.08.2013 № 01-05/485

На № \_\_\_\_\_ від \_\_\_\_\_

В спеціалізовану вчену раду Д55.081.01  
ДВНЗ «Українська академія банківської справи  
Національного банку України»

## ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного дослідження  
доцента кафедри фінансів

Чернігівського державного інституту економіки і управління  
Абакуменко Ольги Вікторівни на тему «Кон'юнктура фінансового ринку  
України: методологія формування, оцінювання та регулювання»

Ознайомлення з основними науковими результатами, викладеними в дисертаційній роботі Абакуменко О.В. на тему: «Кон'юнктура фінансового ринку України: методологія формування, оцінювання та регулювання», поданій в спеціалізовану вчену раду Д55.081.01 на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит, дозволяє дійти висновку, що вона містить цілий ряд наукових положень, які є суттєвими при прийнятті відповідних регіональних програм Чернігівською обласною радою та вирішенні поточних задач Департаментом економічного розвитку Чернігівської обласної державної адміністрації.

Відповідно до покладених на нього функцій Департамент економічного розвитку Чернігівської обласної державної адміністрації аналізує стан та тенденції соціально-економічного розвитку секторів економіки області, виявляє проблеми, що його стримують, та вносить пропозиції щодо їх вирішення; проводить оцінку внутрішньо-регіональної диференціації економічного і соціального розвитку регіону; бере участь у розробленні проектів прогнозів економічного і соціального розвитку України на середньо- та короткостроковий період і загальнодержавних програм економічного, соціального розвитку; забезпечує контроль за виконанням показників програм економічного і соціального розвитку області та адміністративної території на короткостроковий період.

## Продовження додатку И

Результати дисертаційного дослідження Абакуменко О.В. використовуються при розробці практичних заходів щодо реалізації Стратегії соціально-економічного розвитку Чернігівської області на період до 2015 року та програми економічного і соціального розвитку області на 2013 рік, основною метою якої є узгодження спільних дій органів виконавчої влади та місцевого самоврядування зі створення сприятливих умов для забезпечення соціально-економічного розвитку регіону, а також програми інвестиційного розвитку Чернігівської області на період до 2015 року, завдяки впровадженню якої були здійснені заходи у сфері зовнішньоекономічних зносин, формування інвестиційного іміджу регіону, залучення іноземних інвестицій, транскордонного співробітництва тощо.

Зокрема, особливу практичну значущість має запропонований Абакуменко О.В. науково-методичний підхід до розрахунку узагальнюючого показника динамічної оцінки стійкості фінансового ринку методом Форстера-Стьюарта, який ґрунтується на врахуванні індикаторів, з одного боку, рівня макроекономічної стабільності країни та результативності функціонування реального сектору, та, з іншого боку, функціонування фінансового ринку в розрізі його структурних елементів: кредитно-депозитний ринок, валютний ринок та ринок цінних паперів. Результати застосування запропонованого підходу свідчать про можливість його використання для обґрунтування причин нестійкості регіонального фінансового ринку, а також виявлення факторів, які призвели до деструктивних процесів в економічному розвитку регіону.

Запропонований науково-методичний підхід в дисертаційній роботі Абакуменко О.В. включений до інструментарію аналізу закономірностей розвитку регіонального фінансового ринку, визначення рівня його динамічної стійкості та формалізації впливу на соціально-економічний розвиток регіону.

Голова обласної ради



А.І. Мельник

## Продовження додатку И


**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

18.06.2013 р. № 12-132/8882 На № \_\_\_\_\_ від \_\_\_\_\_

В спеціалізовану вчену раду Д55.081.01  
ДВНЗ «Українська академія банківської справи  
Національного банку України»

**ДОВІДКА**

про впровадження результатів дисертаційного дослідження, виконаного  
доцентом Абакуменко Ольгою Вікторівною на тему «Кон'юнктура фінансового ринку  
України: методологія формування, оцінювання та регулювання» та поданого до в спеціалі-  
зовану вчену раду Д55.081.01 на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук за  
спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит


Функції та права управлінь Національного банку України реалізуються в різних сфе-  
рах діяльності Національного банку України як центрального банку країни, зокрема у сфері  
регулювання грошового обігу та організації безперервного готівкового-грошового обороту,  
валютного регулювання і контролю, банківського нагляду, дистанційного моніторингу, ор-  
ганізації бухгалтерського обліку і звітності банків, статистики тощо.

Критичний аналіз наукових результатів, отриманих дисертантом Абакуменко О.В.  
при підготовці дисертаційного дослідження на тему: «Кон'юнктура фінансового ринку  
України: методологія формування, оцінювання та регулювання», дозволяє дійти висновку,  
що вони представляють практичний інтерес для фахівців Управління Національного банку  
України в Дніпропетровській області при розробці відповідних пропозицій щодо вдоскона-  
лення чинного нормативно-правового регулювання діяльності банків.

Висновки Абакуменко О.В. щодо коригування рівня грошової бази залежно від тен-  
денцій розвитку кредитного сегменту фінансового ринку на основі формалізованих в дисе-  
ртаційній роботі залежностей в процесі моделювання пропозиції на фінансовому ринку  
України використовувалися фахівцями Управління Національного банку України в Дніп-  
ропетровській області при підготовці рекомендацій до формування окремих положень  
Проекту Основних засад грошово-кредитної політики на 2014 рік.

Заступник начальника Управління  
Національного банку України  
в Дніпропетровській області

0002532

  
Ю. В. Григоренко

## Продовження додатку И



**УПРАВЛІННЯ НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ  
В СУМСЬКІЙ ОБЛАСТІ**

вул. Кірова, 21, м. Суми, 40000, тел. (0542) 67-56-09, факс 67-56-10.  
E-mail: info@sumy.bank.gov.ua Код ЄДРПОУ 09337304

20.06.2013 № 07-019/3094 На № \_\_\_\_\_ від \_\_\_\_\_

До спеціалізованої вченої ради Д55.081.01  
ДВНЗ «Українська академія банківської справи  
Національного банку України»

**ДОВІДКА**

**про впровадження результатів дисертаційного дослідження  
Абакуменко Ольгою Вікторівною  
на тему «Кон'юктура фінансового ринку України: методологія формування,  
оцінювання та регулювання»,  
представленого на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук за  
спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит**

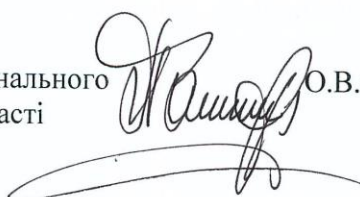
Фахівцями Управління Національного банку України в Сумській області було розглянуто дисертаційну роботу Абакуменко Ольги Вікторівни на тему «Кон'юктура фінансового ринку України: методологія формування, оцінювання та регулювання», представлену на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

Результати, що були отримані під час написання дисертаційної роботи Абакуменко О.В. можуть бути використані в практичній діяльності фахівцями Управління Національного банку України в Сумській області в процесі удосконалення чинного нормативно-правового забезпечення з регулювання діяльності банків України.

Зокрема, ті положення дисертації, що стосуються методичних аспектів оцінювання попиту і пропозиції на фінансовому ринку України за допомогою структурних рівнянь. Оціночні дані та висновки Абакуменко О.В. щодо взаємозалежностей між заощадженнями населення та рівнем розвитку кредитного ринку країни в контексті регулювання кредитної активності банків України можуть бути використані при підготовці пропозицій до Основних засад грошово-кредитної політики.

001709

Начальник Управління Національного  
Банку України в Сумській області

  
 О.В. Фоменко

## Продовження додатку И



**НАЦІОНАЛЬНА КОМІСІЯ,  
ЩО ЗДІЙСНЮЄ ДЕРЖАВНЕ РЕГУЛЮВАННЯ У СФЕРІ РИНКІВ  
ФІНАНСОВИХ ПОСЛУГ  
(НАЦКОМФІНПОСЛУГ)**

01001, м. Київ, вул. Б. Грінченка, 3, тел. 234-02-24, факс 235-77-51, Код ЄДРПОУ 38062828

18.10.2013 № 7908/05-10 На № \_\_\_\_\_ від \_\_\_\_\_

До спеціалізованої вченої ради Д55.081.01  
ДВНЗ «Українська академія банківської справи  
Національного банку України»

**Довідка**

**про впровадження результатів докторського дисертаційного дослідження  
Абакуменко Ольги Вікторівни на тему «Кон'юнктура фінансового ринку  
України: методологія формування, оцінювання та регулювання»**

Науково-практичні пропозиції Абакуменко О.В. щодо оцінювання рівня конкуренції на фінансовому ринку України з урахуванням не лише особливостей конкурентного середовища на окремих його сегментах, але й пріоритетності кожного з них використані у роботі Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг при опрацюванні робочою групою проекту Закону України «Про внесення змін до деяких законів України щодо викладення Закону України «Про страхування» у новій редакції».

Розроблені автором наукові засади регулювання пропозиції на фінансовому ринку України в контексті усунення структурних диспропорцій між попитом та пропозицією на ньому враховані при підготовці проекту розпорядження Нацкомфінпослуг «Про затвердження Методики визначення ціни страхового тарифу».

04813

**Член Нацкомфінпослуг**



**В.П.Левченко**