

НАЦІОНАЛЬНИЙ БАНК УКРАЇНИ  
ДЕРЖАВНИЙ ВИЩИЙ НАВЧАЛЬНИЙ ЗАКЛАД  
“УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ  
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ”

На правах рукопису

КУБАХ ТЕТЯНА ГРИГОРІВНА

УДК [336.76:351.863](477)(043.5)

**ФІНАНСОВА БЕЗПЕКА ДЕРЖАВИ  
ПІД ВПЛИВОМ РОЗВИТКУ РИНКУ КАПІТАЛУ**

08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит

Дисертація на здобуття наукового ступеня  
кандидата економічних наук

Науковий керівник:  
Шкільник Інна Олександрівна  
доктор економічних наук, професор

Суми – 2012

## ЗМІСТ

ВСУП		4
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНЕ ОБГРУНТУВАННЯ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФІНАНСОВОЇ БЕЗПЕКИ ДЕРЖАВИ ПІД ВПЛИВОМ РОЗВИТКУ РИНКУ КАПІТАЛУ		12
1.1	Дослідження дефініції «фінансова безпека» в контексті формування економічної безпеки держави	12
1.2	Структурно-декомпозиційний аналіз ринку капіталу як складової фінансового ринку України	32
1.3	Методологічні основи впливу функціонування ринку капіталу на фінансову безпеку держави	49
Висновки до розділу 1		67
РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ ФУНКЦІОНУВАННЯ СЕГМЕНТІВ РИНКУ КАПІТАЛУ ТА ЇХ ВПЛИВ НА ФІНАНСОВУ БЕЗПЕКУ ДЕРЖАВИ		70
2.1	Розвиток ринку цінних паперів як сегмента ринку капіталу та його вплив на фінансову безпеку держави	70
2.2	Аналіз стану кредитного ринку в контексті забезпечення фінансової безпеки держави	90
2.3	Інвестиційна складова ринку капіталу та її роль у формуванні фінансової безпеки держави	111
Висновки до розділу 2		131
РОЗДІЛ 3. МЕТОДИЧНЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ОЦІНЮВАННЯ ВПЛИВУ РИНКУ КАПІТАЛУ НА ФІНАНСОВУ БЕЗПЕКУ ДЕРЖАВИ		135
3.1	Науково-методичне обґрунтування оцінювання рівня фінансової безпеки держави під впливом розвитку ринку капіталу	135

3.2	Науково-методичний підхід до оцінки розміру іноземного капіталу в банківській системі України в контексті впливу на фінансову безпеку держави	149
3.3	Якісний аналіз впливу ринку капіталу на фінансову безпеку держави	164
Висновки до розділу 3		185
ВИСНОВКИ		188
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ		191
ДОДАТКИ		216

## ВСТУП

**Актуальність теми дослідження.** Розвиток фінансової системи держави в умовах посилення глобалізаційних процесів супроводжується зростанням зовнішніх та внутрішніх загроз, які негативно впливають на рівень її фінансової безпеки. Особливо гостро проблема забезпечення фінансової безпеки держави постає внаслідок скорочення часових лагів між фінансовими кризами, динамічного входження іноземного капіталу на фінансовий ринок України з одночасним загостренням дефіциту фінансових ресурсів, посилення тенденцій використання операцій на ринку капіталу для відмивання брудних коштів та виведення капіталу за межі держави.

Формування належного рівня фінансової безпеки України значною мірою залежить від того, наскільки стабільним, динамічним та контрольованим є розвиток ринку капіталу держави. З одного боку, за умов створення дієвого механізму захисту національних фінансових інтересів залучення додаткового іноземного капіталу дасть можливість всім ланкам економіки вийти на якісно новий рівень свого розвитку, з іншого, враховуючи складність контролю за рівнем зовнішніх загроз та багатогранність ринку капіталу, суттєвою проблемою його функціонування є відсутність заходів, направлених на стимулювання розвитку вітчизняного інвестора та його активного позиціонування. За таких умов дослідження теоретичних засад та практичних механізмів забезпечення належного рівня фінансової безпеки держави набуває особливої актуальності.

Вивчення проблем забезпечення фінансової безпеки держави постійно знаходиться в центрі уваги як вітчизняних, так і зарубіжних вчених-економістів, зокрема: О. І. Барановського, В. М. Гейця, В. І. Грушка, Б. В. Губського, А. О. Єпіфанова, М. М. Єрмошенка, Я. А. Жаліло, В. І. Мунтіяна, В. О. Онищенко, Г. А. Пастернак-Таранушенка, В. А. Предборського, Ю. А. Соколова, А. І. Сухорукова та інших.

Значними є напрацювання науковців з теорії та практики розвитку ринку капіталу, а саме Л. М. Алексеєнка, В. В. Беляєва, В. М. Гальперіна, А. Ф. Гойко, С. М. Козьменка, В. В. Корнеєва, А. І. Кредісової, М. Ю. Погосової, В. П. Унінець-Ходаківської, І. О. Школьник та інших.

Водночас, незважаючи на значну кількість публікацій з даної проблематики, на наш погляд, потребують подальшого розвитку наукові дослідження щодо висвітлення окремих проблем розвитку ринку капіталу та забезпечення належного рівня фінансової безпеки держави. Важливість дослідження вказаної проблеми та недостатній рівень їх теоретичної та практичної розробки визначили вибір теми дисертаційної роботи, свідчать про її актуальність, теоретичну та практичну значимість.

**Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.** Дисертаційна робота узгоджується з пріоритетними напрямками наукових досліджень ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України». Зокрема, під час роботи за темою «Реформування фінансової системи України в умовах євроінтеграційних процесів» (номер держ. реєстрації 0109U006782) було застосовано здійснену автором оцінку сучасного стану ринку цінних паперів під впливом інтеграційних процесів; за темою «Розвиток механізму функціонування банківської системи України під впливом іноземного капіталу» (номер держ. реєстрації 0107U0123112) використано розробки автора щодо визначення рівня впливу банків з іноземним капіталом на розвиток кредитного ринку України та стан фінансової безпеки держави, а також обґрунтування гранично допустимого обсягу іноземного капіталу на кредитному ринку.

**Метою дослідження** є поглиблення науково-методичних підходів та розробка практичних рекомендацій щодо забезпечення достатнього рівня фінансової безпеки держави у процесі збільшення впливу ринку капіталу з урахуванням специфіки економічного розвитку України.

Відповідно до поставленої мети було визначено такі **завдання дослідження**:

- узагальнити теоретичні підходи до трактування сутності поняття «фінансова безпека держави», її структури, принципів забезпечення, місця в системі економічної безпеки та систематизувати класифікацію фінансових загроз;
- визначити зміст поняття «ринок капіталу» як сегмента фінансового ринку України;
- обґрунтувати напрями впливу ринку капіталу на рівень фінансової безпеки держави;
- проаналізувати функціонування ринку цінних паперів як складової ринку капіталу в контексті забезпечення фінансової безпеки держави;
- дослідити стан розвитку кредитного ринку та його вплив на фінансову безпеку держави;
- оцінити роль інвестиційної складової ринку капіталу та виявити основні загрози для фінансової безпеки держави;
- поглибити інструментарій формалізації та ідентифікувати фактори впливу на фінансову безпеку держави;
- запропонувати науково-методичний підхід до моделювання впливу ринку капіталу на фінансову безпеку держави;
- поглибити методичний підхід до оцінювання рівня присутності банків з іноземним капіталом в контексті стабільного розвитку ринку капіталу та його впливу на фінансову безпеку держави.

*Об'єктом дослідження* є економічні відносини, що виникають у процесі забезпечення фінансової безпеки держави.

*Предметом дослідження* є науково-методичне забезпечення та визначення впливу ринку капіталу на фінансову безпеку держави.

*Методи дослідження.* Теоретичною та методологічною основою здійсненого автором наукового дослідження є фундаментальні положення економічної теорії, теорії фінансів, сучасні концепції функціонування фінансового ринку в цілому та ринку капіталу зокрема, наукові праці провідних вітчизняних та зарубіжних вчених-економістів, присвячені дослідженню

проблеми забезпечення фінансової безпеки держави під впливом розвитку ринку капіталу.

Для розв'язання поставлених завдань і досягнення мети використано комплекс загальнонаукових і спеціальних методів дослідження, зокрема, наукової абстракції, аналізу та синтезу – для обґрунтування категоріального апарату дослідження; історико-логічний метод – для дослідження еволюції теоретичних поглядів на роль і місце ринку капіталу у структурі фінансового ринку; економіко-статистичний аналіз – для оцінювання впливу ринку капіталу на фінансову безпеку держави; економіко-математичне моделювання – для визначення узагальнюючого критерію фінансової безпеки держави та волатильності її рівня; метод багатофакторних рівнянь залежностей – для ідентифікації ступеня впливу кредитного ринку та ринку цінних паперів на фінансову безпеку держави, а також для визначення граничної частки іноземного капіталу в статутному капіталі банків; системно-структурний метод – для формулювання та обґрунтування висновків щодо основних загроз для фінансової безпеки держави, які виникли в результаті функціонування ринку капіталу України.

*Інформаційною базою* дослідження є законодавчі та нормативно-правові документи з питань розвитку фінансового ринку й окремих його сегментів, статистичні дані Державного комітету статистики України, Національного банку України, Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку України, Національної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України, Міністерства фінансів України, Міністерства економічного розвитку і торгівлі України, Світового банку, Міжнародного валютного фонду, Європейського банку реконструкції та розвитку, монографічні, дисертаційні роботи та наукові публікації вітчизняних та зарубіжних дослідників.

**Наукова новизна одержаних** результатів полягає у розвитку існуючих та обґрунтуванні нових науково-методичних та практичних рекомендацій щодо забезпечення фінансової безпеки держави під впливом нестабільного розвитку ринку капіталу.

Найбільш вагомі наукові результати дисертаційного дослідження полягають у наступному:

*вперше:*

- розроблено науково-методичний підхід до розрахунку інтегрального показника фінансової безпеки держави шляхом визначення факторів-стимуляторів, факторів-дестимуляторів та їх співставлення, що дозволить надати кількісну характеристику впливу сегментів ринку капіталу на фінансову безпеку держави;

*удосконалено:*

- методичні засади проведення якісного аналізу взаємозв'язків між сегментами ринку капіталу на основі ідентифікації ключових параметрів рівня фінансової безпеки держави в межах генеральної сукупності фінансових показників кредитного ринку та ринку цінних паперів;
- теоретичні засади визначення необхідних умов забезпечення мінімально допустимого рівня фінансової безпеки держави, що дало змогу обґрунтувати наявність двосторонньої взаємозалежності між рівнем фінансової безпеки держави та рівнем присутності іноземного капіталу в банківській системі, а також визначити гранично допустимий обсяг іноземного капіталу на кредитному ринку України;
- науково-методичне обґрунтування впливу розвитку ринку капіталу на фінансову безпеку держави як через його інфраструктуру, що проявляється у надійності системи електронних торгів, платіжної, розрахункової, облікової, біржової та торгівельно-інформаційної систем, так і через операції, що здійснюються на кредитному ринку та ринку цінних паперів;

*набули подальшого розвитку:*

- зміст поняття «фінансова безпека держави» як такий стан фінансової системи держави, що забезпечує захист національних інтересів у сфері державних фінансів, фінансів суб'єктів господарювання, фінансів домогосподарств, та характеризується здатністю поглинати та нівелювати рівень екзогенних та ендогенних фінансових загроз, що на відміну від



існуючих враховує всі сфери та ланки фінансової системи;

- зміст поняття «ринок капіталу», який у межах даної роботи пропонується розуміти як групу взаємозалежних ринків (кредитний ринок та ринок цінних паперів) в системі фінансового ринку, з особливою сферою фінансових відносин, пов'язаних із процесом забезпечення кругообігу середньострокового та довгострокового капіталу в борговій та пайовій формах;
- концептуальні засади забезпечення фінансової безпеки держави шляхом визначення мети (першого та другого порядку), рівнів охоплення (національний, міжнародний), канали впливу, принципів забезпечення, функцій, факторів, критеріїв, інструментів, важелів;
- теоретичні засади обґрунтування загроз для гранично допустимого рівня фінансової безпеки держави під впливом розвитку кредитного ринку на основі порівняння реального рівня іноземного капіталу в статутному капіталі банків України з його максимально можливим прогностичним значенням, що дозволило сформулювати комплексну систему превентивних заходів щодо уникнення фінансової нестабільності.

**Практичне значення отриманих результатів.** Обґрунтовані теоретичні висновки і розроблені практичні рекомендації можуть бути використані у процесі вдосконалення державної регуляторної політики у сфері забезпечення фінансової безпеки та здійснення операцій на ринку капіталу, при визначенні стратегії розвитку фінансових посередників, а також застосовані в діяльності законодавчих та виконавчих органів влади.

Наукові результати дисертаційної роботи знайшли практичне застосування в роботі окремих установ, що підтверджується відповідними довідками та актами. Розроблені пропозиції стосовно зміни в загальній кредитній політиці та посилення роботи банків через зниження частки кредитів в іноземній валюті у загальній структурі кредитів були впроваджені в діяльності Сумської дирекції ПАТ «БАНК ФОРУМ» (довідка від 04.11.2011 № 1032/3.7.4). Рекомендації щодо вдосконалення діяльності в розрізі мінімізації

ризиків, пов'язаних з наявністю значних строкових розривів між виданими кредитами та залученими депозитами, впроваджені у практику діяльності ПАТ «ОТП Банк» (довідка від 15.12.2011 № 634/81-15). Пропозиції щодо вдосконалення системи ризик-менеджменту, зокрема в частині управління ризиками, які виникають у банківській установи при формуванні кредитного портфеля, впроваджені у практику діяльності Сумського відділення № 1 ПАТ «ВТБ БАНК» (довідка від 27.01.2012 № 29/414-08-2). Пропозиції щодо оцінки можливості втрати капіталу внаслідок існування на ринку цінних паперів як складової ринку капіталу «мильної бульбашки» при визначенні стратегії трейдерів на цьому ринку і формуванні їх торгової позиції впроваджені у практиці діяльності Дилінгового центру Нью-Йоркської фондової біржі NYSE компанії ТОВ «Он-Лайн Капітал» (довідка від 12.03.2012 № 191/3.8).

Результати наукового дослідження використовуються в навчальному процесі ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України» при викладанні дисциплін «Фінансове посередництво», «Фінансовий ринок», «Ринок фінансових послуг» (акт від 12 грудня 2011 р.).

**Особистий внесок здобувача.** Результати наукового дослідження, які виносяться на захист, отримані автором особисто і знайшли відображення в опублікованих працях. Особистий внесок у праці, що написана у співавторстві, вказано у списку публікацій.

**Апробація результатів дисертації.** Основні положення та результати проведеного дослідження обговорювалися і дістали позитивну оцінку на 12 науково-практичних конференціях, зокрема: Всеукраїнській науково-практичній конференції «Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України» (Суми, 2007–2010), Міжнародній науково-практичній конференції «Vedecke myslene inflacniho stoleti – 2008» (Прага, Чеська Республіка, 2008), Міжнародній інтернет-конференції «Розвиток України в ХХІ столітті: економічні, соціальні, екологічні, гуманітарні та правові проблеми» (Тернопіль, 2008), Всеукраїнській науково-практичній конференції аспірантів та молодих вчених «Розвиток фінансово-кредитної системи України: здобутки, проблеми,

перспективи» (Львів, 2008), Міжнародній науково-практичній конференції «Управлінські аспекти підвищення національної конкурентоспроможності» (Сімферополь, 2008), Міжнародній науково-практичній конференції молодих вчених «Економічний і соціальний розвиток України в ХХІ столітті: національна ідентичність та тенденції глобалізації» (Тернопіль, 2009), Міжнародній науково-практичній конференції аспірантів та студентів «Проблеми розвитку фінансової системи України в умовах глобалізації» (Сімферополь, 2009), Міжнародній науково-практичній конференції «Облік, аудит, фінанси» (Харків, 2010), Міжнародній науково-практичній конференції «Фінансова безпека в системі забезпечення національних інтересів: проблеми та перспективи» (Полтава, 2012).

**Публікації.** Основні наукові положення, результати і висновки дисертації опубліковано в 22 наукових працях загальним обсягом 5,77 друк. арк., з яких особисто автору належить 5,47 друк. арк., у тому числі 10 статей у наукових фахових виданнях з економіки, 12 – у збірниках матеріалів конференцій.

**Структура та обсяг роботи.** Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел з 220 найменувань, 7 додатків. Повний обсяг дисертації – 272 сторінки, основний текст займає 190 сторінок. Робота містить 13 таблиць, 30 рисунків на 44 сторінках.

# РОЗДІЛ 1

## ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНЕ ОБҐРУНТУВАННЯ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФІНАНСОВОЇ БЕЗПЕКИ ДЕРЖАВИ ПІД ВПЛИВОМ РОЗВИТКУ РИНКУ КАПІТАЛУ

### 1.1 Дослідження дефініції «фінансова безпека» в контексті формування економічної безпеки держави

Питання фінансової безпеки як елемента національної безпеки є важливим для будь-якої сучасної держави протягом усього періоду її існування. Але особливої актуальності набуває дане питання в сучасних умовах, коли досить швидкими темпами відбувається глобалізація як в цілому фінансового ринку, так і ринку капіталу зокрема.

З метою виявлення сутності та місця фінансової безпеки у структурі національної безпеки доцільно попередньо ознайомитись з наступними поняттями: «небезпека», «безпека», «загроза», «національна безпека», «економічна безпека».

Зауважимо, що від часу появи людини на землі потреба у безпеці існує в її підсвідомості. Американські психологи А. Маслоу та Х. Муррей зазначали, що при задоволенні головних фізіологічних потреб необхідність у безпеці виникає як самостійне явище. Відповідно до словника Робера термін «безпека» почав уживатися з 1190 року й означав спокійний стан духу людини, яка вважала себе захищеною від будь-якої небезпеки.

На сучасному етапі розвитку економічної думки існують десятки трактувань даної категорії, що свідчить про багатозначність та складність цього поняття.

Отже, з точки зору системного підходу, безпеку можна визначити як властивість системи, що забезпечує її стійке й стабільне функціонування й розвиток в умовах виникнення різних видів загроз зовнішнього й внутрішнього роду. Тобто це така властивість системи, що дозволяє звести до мінімуму, а в найкращому випадку й повністю позбутися негативного впливу дестабілізуючих факторів різної природи.

З кібернетичної точки зору, безпека трактується в такий спосіб: це кількісна і якісна характеристика властивостей системи з погляду її здатності до самовиживання й розвитку в умовах виникнення зовнішньої й внутрішньої загрози, тобто дестабілізуючої дії непередбачених і важко прогнозованих зовнішніх і внутрішніх факторів. Таким чином, для визначення рівня безпеки потрібна оцінка стану системи і якісних властивостей (таких, як стійкість, надійність, захищеність, керованість, самоорганізація, живучість, досяжність, здійсненність і т.д.). Причому, якщо система задовольняє певні оптимізаційні критерії, але не є стійкою, то така система не є працездатною [123]. Як філософська категорія, безпека виступає формою виразу життєспроможності і життєстійкості об'єктів матеріального світу [176].

Що стосується сучасних наукових поглядів, то, на нашу думку, найбільш емним є визначення А. Б. Качинського, який трактує безпеку як стан захищеності життєво важливих інтересів особистості, суспільства і держави, а також довілля в різних сферах життєдіяльності від внутрішніх і зовнішніх загроз [68]. Отже, А. Б. Качинський, як і ряд інших авторів, а саме В. І. Ярочкін, А. В. Возженніков, поняття «безпека» визначає за змістом як «стан захищеності», коли загрози мінімальні, а небезпека відсутня [68, 26].

Таким чином, про безпеку необхідно й правомірно говорити тільки тоді, коли існує будь-яка небезпека. Саме небезпека в методологічному плані повинна стояти на першому місці, з її аналізу повинно починатися дослідження проблеми безпеки як негативної визначеності небезпеки. Небезпека в даному аспекті виступає вихідною категорією аналізу безпеки. Як тільки виникає небезпека, починаються розмови про безпеку. Проблема ж останньої актуалізується. Коли ж небезпека як

потенційний вплив активізується або підсилюється, то виникає загроза. За твердженням А. Б. Качинського, небезпека визначається як ситуація, постійно присутня в навколишньому середовищі, що за певних умов може призвести до реалізації небажаної події, з якою пов'язана низка небезпечних для людини, суспільства, держави та довкілля чинників [68].

Що стосується терміна “загроза”, то найбільш повне визначення представлено в роботі Б. А. Демідова, А. Ф. Велічко, І. В. Волощук, які загрозу визначають як сукупність умов та факторів, що перешкоджають реалізації національних інтересів держави та створюють небезпеку життєво важливим інтересам особистості, суспільства та держави, національним цінностям та національному устрою [53].

Отже, на сучасному етапі соціально-економічного розвитку країн світу термін безпека використовується практично в кожній.

Виділяють наступні види безпеки:

- національна;
- національно-державна;
- федеральна;
- суспільна та ін.

Враховуючи тему нашого дослідження, зауважимо, що вперше на політичному рівні поняття «національна безпека» було вжито в 1904 р. у Посланні президента США Теодора Рузвельта Конгресу США.

Безпосередньо закон «Про національну безпеку» було прийнято Конгресом США у 1947 році.

У законодавстві Радянського Союзу у 1934 році з'явилося поняття «державна безпека», а в Конституції СРСР 1936 року серед функцій органів державної влади і управління визначалась «охорона державної безпеки». У Конституції СРСР 1977 року розділ 5 був цілком присвячений захисту і забезпеченню державної безпеки. У ст. 17 Конституції України визначена необхідність здійснення безпеки різних сфер суспільного життя, у тому числі й економічної [81]. Надаючи належне місце забезпеченню національної безпеки в усіх її аспектах, було розроблено, а

Верховною Радою України схвалено Концепцію (основи державної політики) національної безпеки України (18 липня 1995 р.). У даному документі національна безпека трактується як стан захищеності життєво важливих інтересів особи, суспільства та держави від внутрішніх та зовнішніх загроз і є необхідною умовою збереження та примноження духовних та матеріальних цінностей [156]. Також 19 червня 2003 року був прийнятий Закон України «Про основи національної безпеки України», в якому визначено, що національна безпека – це захищеність життєво важливих інтересів людини і громадянина, суспільства і держави, за якої забезпечується сталий розвиток суспільства, своєчасне виявлення, запобігання і нейтралізація реальних та потенційних загроз національним інтересам [158].

Російські вчені представляють наступне тлумачення даної категорії: національна безпека – це захищеність життєво важливих інтересів громадян, суспільства та держави, а також національних цінностей і способу життя від широкого спектра зовнішніх та внутрішніх загроз, різних за своєю природою (політичних, військових, економічних, інформаційних, екологічних та інших) [162]. Таким чином, національна безпека, перш за все, пов'язана із захистом системи пріоритетних національних інтересів держави. На кожному історичному етапі розвитку держави органами державної влади використовуються специфічні методи та механізми забезпечення національної безпеки.

З огляду на вищезазначене, на наш погляд, структуру національної безпеки можна представити наступним чином (рис. 1.1):

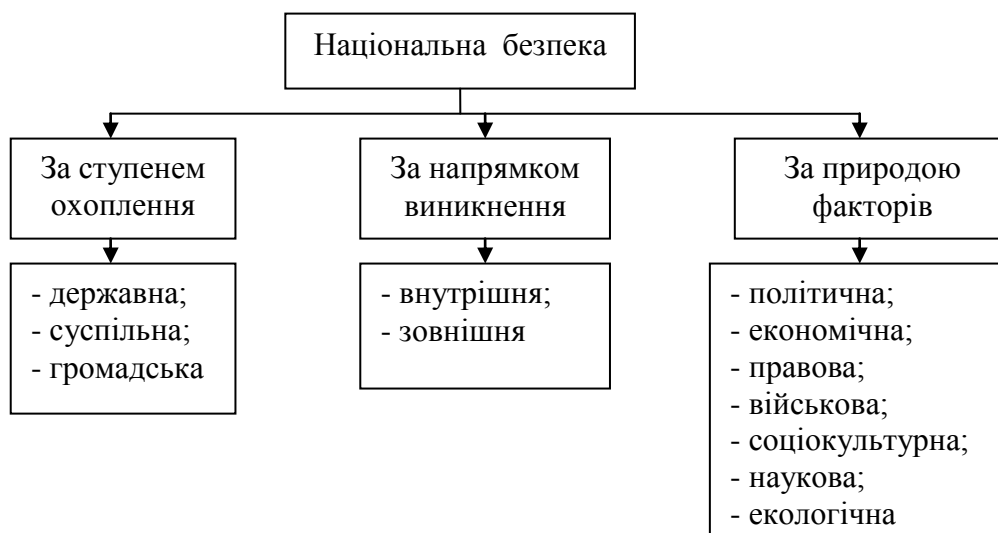


Рисунок 1.1 – Структура національної безпеки за основними складовими  
(складено автором)

Враховуючи тему нашого дослідження, виявимо сутність економічної безпеки держави. Зауважимо, що в економічній науці і практиці не існує одноставного визначення даної категорії.

У проекті Концепції економічної безпеки України вона розглядається як «спроможність національної економіки отримувати свій вільний, незалежний розвиток і утримувати стабільність громадянського суспільства та його інститутів, а також достатній оборонний потенціал держави за всіляких несприятливих умов і варіантів розвитку подій, здатність української держави до захисту національних економічних інтересів від зовнішніх і внутрішніх загроз» [84]. У роботі Г. Пастернака-Таранушенка зазначено, що економічна безпека – це стан держави, за яким вона забезпечена можливістю створення, розвитку умов для плідного життя її населення, перспективного розвитку в майбутньому та в зростанні добробуту її мешканців [147]. У свою чергу, М. М. Єрмошенко вважає, що економічна безпека є ніщо інше, як такий стан економічного механізму держави, який характеризується збалансованістю і стійкістю до негативного впливу внутрішніх і зовнішніх загроз, його здатністю забезпечувати на основі реалізації національних економічних інтересів сталий і ефективний розвиток вітчизняної економіки і соціальної сфери» [59]. Вітчизняні вчені В. Шлемко і І. Бінько вважають, що економічна безпека – це такий стан національної економіки, який дозволяє зберігати стійкість до внутрішніх і зовнішніх загроз і здатний задовольнити потреби особи, сім'ї, суспільства, держави [209]. На думку В. Мунтіян, під економічною безпекою слід розуміти загальнонаціональний комплекс заходів, спрямованих на постійний і стабільний розвиток економіки держави, що включає механізм протидії внутрішнім та зовнішнім загрозам [139].

У російській роботі «Основы экономической безопасности (государство, регион, предприятие, личность)» зазначено, що національна економічна безпека являє собою такий стан економіки та інститутів влади, за якого забезпечується



гарантований захист національних інтересів, гармонійний, соціально спрямований розвиток держави в цілому, достатній економічний та оборонний потенціал навіть за найбільш несприятливих варіантів розвитку внутрішніх і зовнішніх процесів [146].

І, нарешті, в Державній стратегії економічної безпеки Російської Федерації (основні положення) економічна безпека розглядається як досягнення стійкого стану національної економіки, вона має забезпечувати:

- техніко-економічну незалежність, а також невразливість економіки до зовнішніх та внутрішніх загроз;
- захист економічних інтересів на внутрішньому та зовнішньому ринках, незалежно від зміни тактичних цілей держави;
- ефективне задоволення суспільних потреб за умов підтримки на достатньому рівні соціально-економічної стабільності держави [40].

Таким чином, підсумовуюче вищезазначене, на наш погляд, економічна безпека держави формується з різноманітної кількості взаємодіючих компонентів політичного, економічного і соціально-культурного характеру, які у результаті своєї ефективної діяльності під впливом внутрішніх і зовнішніх факторів створюють умови для економічного зростання держави та покращення добробуту її суспільства.

У літературі з питань дослідження економічної безпеки до цієї категорії включаються різноманітні складові.

На думку Г. Пастернака-Таранушенка, економічна безпека поділяється на демографічну, екологічну, харчову, військову, ресурсну, питноводну, енергетичну, цінову, фінансово-грошову, політичну, соціальну, кримінальну, медичну безпеку [148]. У свою чергу, А. Городецький включає до складу економічної безпеки наступні складові: виробничо-технологічну, фінансову, інфляційну, валютну, митну, керованість в економіці [39]. Група авторів у складі М. Воропая, Г. Славіна і М. Чельцова вважають, що економічна безпека складається з загальноекономічної, фінансової, зовнішньоекономічної, технологічної, енергетичної, сировинної, продовольчої, працересурсної,

водогосподарської, протистихійної [28]. В інтерпретації В. Мунтіяна до внутрішніх складових економічної безпеки слід відносити сировинно-ресурсну, енергетичну, фінансову, воєнно-економічну, інформаційну, технологічну, продовольчу, соціальну, демографічну, екологічну та тіньову економіку [139]. На думку В. Шлемко та І. Бінько, основними складовими економічної безпеки є сировинно-ресурсна, енергетична, фінансова, військово-економічна, технологічна, продовольча, зовнішньоекономічна (експортна й імпортна) безпека [139].

Отже, з огляду на те, які складові включають науковці до складу економічної безпеки, зауважимо наступне. По-перше, в усіх наведених структурах економічної безпеки автори використовують різнопланові критерії їх розподілу на складові. По-друге, всі ці наведені структури є дуже широким трактуванням складу економічної безпеки.

На нашу думку, до економічної безпеки слід відносити тільки ті її складові, які містять лише економічні відносини або базуються на них (рис. 1.2).



Рисунок 1.2 – Основні складові економічної безпеки держави  
(складено автором)

Найважливішим елементом економічної безпеки держави в сучасних умовах є фінансова безпека. Вірність даного твердження доводить криза 2007 і 2008 років.

Саме світова фінансова криза, яка почалась з обвалу іпотечного ринку США у 2007 році, спричинила загрозу економічної стабільності не тільки України, а й багатьох інших держав світу. І саме в цей період актуалізувалися питання фінансової безпеки та захисту власних національних інтересів.

Внаслідок розвитку глобалізаційних процесів та появи нових фінансових інструментів на ринку капіталу і все більш глибокої інтеграції України у міжнародний фінансовий простір ми отримали суттєвий вплив фінансової кризи не тільки на розвиток експортоорієнтованого сектора держави, а й усієї економіки. Враховуючи те, що з 2000 року Україна суттєво збільшує обсяги експорту продукції машинобудівельної, металургійної та хімічної галузей, сьогодні відбувається формування експортоорієнтованої моделі економічного зростання. І саме зниження світового попиту на продукцію вищезазначених галузей та падіння цін на металопрокат стали одним із найсерйозніших шоків для вітчизняної економіки у період кризи.

Отже, тенденції, зображені на рис. 1.3, дозволяють говорити про те, що з I кварталу 2004 року по I квартал 2005 року спостерігалась тенденція перевищення експорту над імпортом. У II кварталі 2005 року відбулася зміна тенденцій і саме з цього періоду спостерігається перевищення імпорту над експортом. Також слід додати, що в цілому за аналізований період відбулося динамічне зростання даних показників. І тільки в результаті обвального падіння попиту на світових товарних ринках відбулося падіння вартісних обсягів експорту товарів у IV кварталі 2008 року на 36 % порівняно з попереднім кварталом. Зауважимо, що якщо у перших трьох кварталах 2008 року половину приросту експорту забезпечували поставки металургійної продукції, то в

IV кварталі вартісні обсяги цієї групи знизились на 50,7 % порівняно з III кварталом (на 21,5 % порівняно з відповідним кварталом 2007 року). Це було зумовлено як падінням цін на чорні метали (майже на 40 %), так і зменшенням фізичних обсягів поставок чорних металів (на 27,8 %) внаслідок обвального падіння зовнішнього попиту.

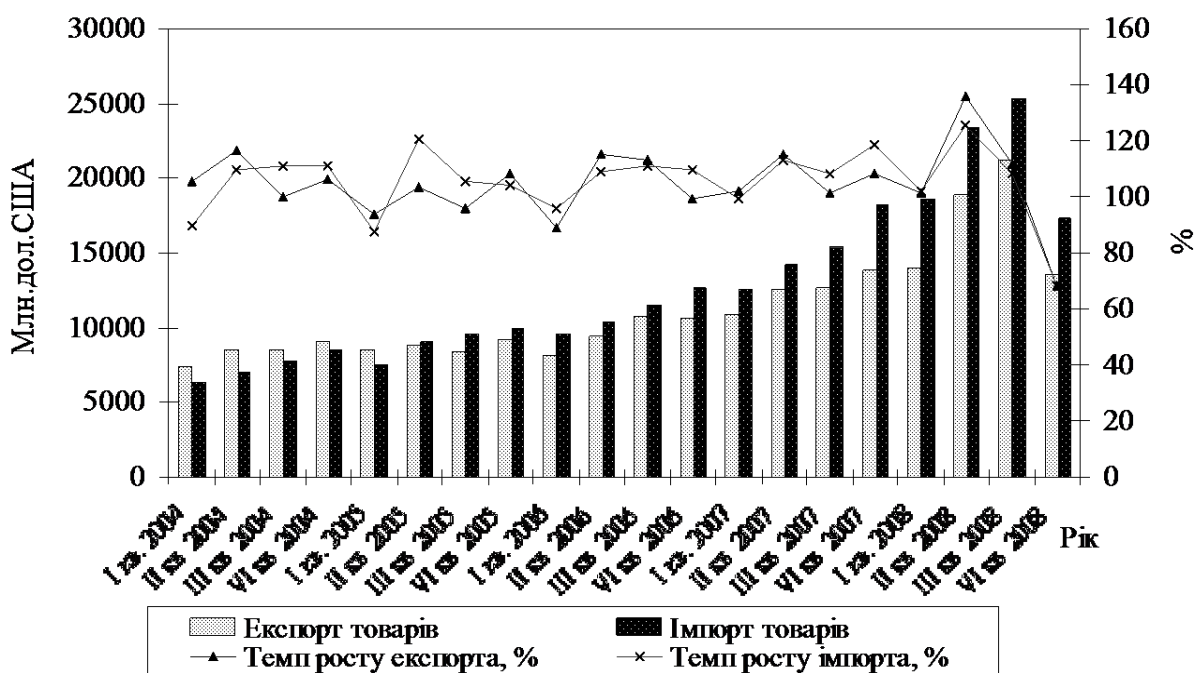


Рисунок 1.3 – Загальні показники експорту та імпорту товарів в Україні за 2000–2008 роки (складено автором за даними НБУ та Державного комітету статистики)

У той же час історичним моментом в розвитку світової фінансової системи стало банкрутство інвестиційного банку Lehman Brothers з активами в 639 млрд доларів США. Саме ця подія спричинила паніку на фінансових ринках і як наслідок зупинилось міжнародне кредитування. Для української економіки скорочення доступу до міжнародного ринку капіталу було справжньою катастрофою. Це пов'язано, перш за все, з тим, що починаючи з 2005 року, в Україні формується модель економічного зростання за рахунок фінансової лібералізації та залучення інвестиційного та боргового капіталу. Фінансовий сектор став найпривабливішим об'єктом для інвестування, і на кінець 2008 року

акумульований обсяг прямих іноземних інвестицій у цей сектор склав 12,7 млрд доларів США, або 30 % від загального обсягу прямих іноземних інвестицій (ПІІ) [142]. Враховуючи те, що на міжнародних ринках спостерігався в даний період надлишок ліквідності, а на вітчизняному – брак фінансових ресурсів, іноземні материнські банки охоче надавали кредити вітчизняним «донькам», великі українські банки також досить успішно залучали капітал на міжнародному ринку.

Але проблема у тому, що весь цей фінансовий потенціал було направлено не на інвестиційний, а на споживчий ринок. Зокрема, обсяг кредитів, виданих фізичним особам, у загальній структурі кредитного портфеля банків в Україні збільшився в 1,7 разу, в той час як кредити юридичним особам тільки в 0,9 разу. Також необхідно зазначити, що саме в цей період відбувається значне нарощення кредитного портфеля в іноземній валюті і на кінець 2008 року воно досягло позначки у 59 % порівняно з 43 % на початок 2005 року. Отже, вказані фактори підвищили вразливість не тільки фінансової системи, а й усієї економіки України. Наявність проблем з реалізацією товарів, робіт, послуг на внутрішньому ринку, погіршення зовнішньої кон'юнктури, падіння інвестиційної активності та співпраці з іноземними партнерами внаслідок уповільнення їх економічного зростання, а також ускладнення доступу до фінансових ресурсів призвели до падіння промислового виробництва. Значення індексу промислової продукції за весь аналізований період було найнижчим (рис. 1.4).

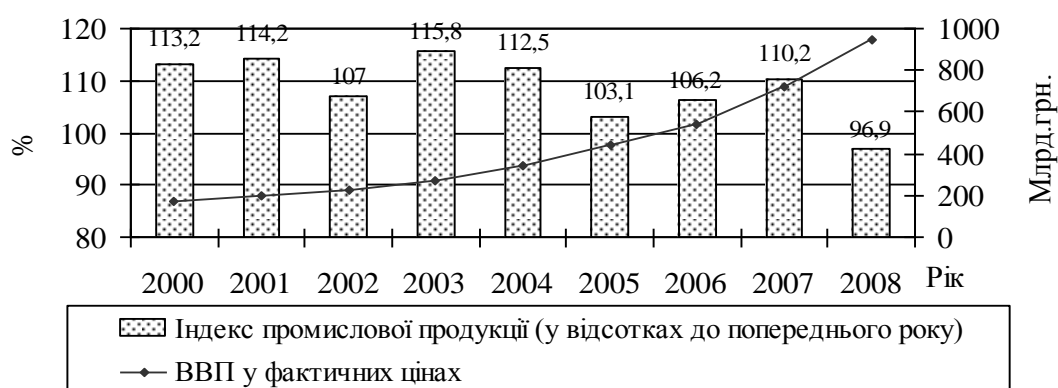


Рисунок 1.4 – Динаміка ВВП та індексу промисловості як основних економічних показників (складено автором за даними НБУ та Державного комітету статистики)

Порівняно з 2007 роком даний показник зменшився на 13,3 %. Прискорення розвитку сільськогосподарського виробництва забезпечило незначні темпи скорочення ВВП, що становило лише 1 %. Таким чином, дефіцит довіри в цілому та до України зокрема внаслідок посилення перманентної політичної нестабільності зумовили зменшення припливу іноземного капіталу, відтік боргового капіталу та посилення відтоку готівкової валюти в інші сектори економіки.

Ці процеси показали наскільки сильно залежить Україна від зовнішнього фінансування. Отже, забезпечення фінансової безпеки є найбільш актуальним на сучасному етапі розвитку держави.

На сьогодні вплив геофінансів, світових фінансових систем на окремо взятую державу переходить на якісно інший рівень. А глобалізм, який демонструється у цей час економічною цивілізацією, створює умови для встановлення особливої фінансової влади, що за допомогою володіння світовими грішми й розпорядження вартістю, керування фінансовими потоками дозволяє впливати як на весь світовий господарський простір, так і на окремі держави.

Поняття фінансової безпеки так само широке, як, власне, й тлумачення фінансів як системи економічних відносин, що виникають у процесі створення та використання централізованих і децентралізованих фондів грошових коштів. А відтак фінансова безпека являє собою надзвичайно складну багаторівневу систему, яку утворюють ряд підсистем, кожна з яких має власну структуру і логіку розвитку.

З попередньо проведеного аналізу ми можемо зробити висновок, що у літературі з питань дослідження фінансової безпеки ця категорія є складовою економічної безпеки на рівні з демографічною, інноваційно-технологічною та іншими.

Проте на сьогодні відсутнє навіть усталене визначення категорії «фінансова безпека», у зв'язку з чим огляд найчастіше вживаних трактувань даного поняття наведено у табл. А.1 додатка А.

Аналізуючи підходи до трактування категорії «фінансова безпека держави», слід зауважити, що ряд авторів, а саме В. І. Мунтіян, В. Т. Шлемко, І. Ф. Бінько, М. М. Єрмошенко, А. І. Сухоруков, О. Д. Ладюк, Б. В. Губський розглядають дане поняття як певний стан фінансової системи, який характеризується стійкістю до негативних внутрішніх і зовнішніх чинників та здатен забезпечити стабільний розвиток національної економіки. Принциповою різницею у трактуваннях даних авторів є перелік сфер, стабільність яких і забезпечує фінансову безпеку держави [59, 209, 139, 155].

Особливу увагу необхідно звернути на визначення Г. Пастернак-Таранушенко поняття «фінансово-грошова безпека держави» [147]. Розкриваючи його, автор, на наш погляд, дуже обмежує сфери впливу на фінансову безпеку держави, зосереджуючи увагу практично тільки на банківській системі. Ми не можемо не погодитись з думкою автора щодо величезного значення банків, які здійснюють переважну частку операцій, що стосуються обігу грошей та цінних паперів. І саме ці фінансові установи, як свідчать події останніх років, здатні дестабілізувати не тільки фінансову систему, а й всю економіку держави. Але, на наш погляд, неправильно трактувати ту чи іншу категорію тільки через призму сьогодення. Г. Пастернак-Таранушенко деякою мірою штучно відокремив грошову безпеку від фінансової безпеки і надав їй більшого значення в економіці держави, аніж, наприклад, податковій системі держави. Отже, на фінансову безпеку держави впливає грошово-кредитна, валютна, податкова та бюджетна системи.

У монографії В. К. Сенчагова «Экономическая безопасность: Производство. Финансы. Банки» автор визначає, що під системою фінансової безпеки розуміється створення таких умов функціонування фінансової системи, за яких: по-перше, існує гранично мала можливість переспрямування фінансових потоків до незакріплених законодавчими нормативними актами

сфер їх використання, і, по-друге, до мінімуму знижено можливість явного зловживання фінансовими коштами [175]. Отже, на наш погляд, підхід науковця до визначення категорії «фінансова безпека» є досить вузьким і зводиться фактично до недопущення неефективного використання фінансових коштів або зловживання ними.

Найбільш широким та всеохоплюючим є визначення О. І. Барановського (див. Таблиця А 1). Але в той же час недоліком даного визначення є його розмитість та включення таких аспектів, які не належать до фінансових відносин, а саме митно-тарифна система та система ціноутворення.

Проте усі наведені вище формулювання поняття «фінансова безпека» відображають лише окремі аспекти цієї всеосяжної категорії і не можуть претендувати на її однозначне трактування.

Логічним при розгляді фінансової безпеки вбачається виділення макроекономічного і мікроекономічного аспектів.

В Україні слід виділити наступні системи фінансування: бюджетне фінансування, самофінансування, фінансування через систему банківського кредитування та використання фінансування через механізм ринку цінних паперів. Тому особливої уваги потребує безпека усіх цих рівнів.

На основі проведеного структурування фінансова безпека за рівнем охоплення економічних процесів поділяється на: фінансову безпеку окремого громадянина, домашніх господарств, населення в цілому, підприємців, підприємств, організацій, установ та їх асоціацій, галузей господарського комплексу, регіонів, окремих секторів економіки, держави та різноманітних міждержавних об'єднань, а також світового співтовариства в цілому.

Фінансову безпеку будь-якої держави визначає перш за все її фінансова незалежність. При цьому велике значення має розмір зовнішньої фінансової допомоги з боку міжнародних фінансових інституцій, економічних організацій, урядів окремих країн, обсяг іноземних інвестицій у національну економіку. Рівень фінансової безпеки держави зумовлений і ступенем розвитку ринку капіталів, на якому обертаються акції великої кількості реально функціонуючих



суб'єктів господарювання, діють численні фінансові інститути; мірою відкритості внутрішнього ринку; розмаїттям фінансових інструментів; схильністю населення до операцій з фондовими цінностями; концентрацією інтелектуальних ресурсів, задіяних у розвитку фінансового ринку.

Багато в чому фінансова безпека держави визначається характером фінансово-кредитної політики, яку вона провадить. Причому як внутрішньої, так і зовнішньої.

Підводячи певний підсумок, зазначимо, що, на наш погляд, фінансова безпека держави – це такий стан її фінансової системи, що забезпечує захист національних інтересів у сфері державних фінансів, фінансів суб'єктів господарювання, фінансів домогосподарств та характеризується здатністю поглинати та нівелювати рівень екзогенних та ендогенних фінансових загроз.

З метою поглиблення теми наукового дослідження розглянемо більш детально структуру фінансової безпеки держави.

Аналізуючи підходи науковців до даного питання, зазначимо, що у окремих авторів до структури фінансової безпеки включені (теж у чітко вираженому вигляді) такі складові: фінансова, грошово-кредитна, валютна, банківська, бюджетна, податкова [209]. У свою чергу, М. М. Єрмошенко вважає, що фінансово-кредитна система держави включає такі сектори (складові): грошово-кредитний, бюджетний, валютний, банківський, інвестиційний, фондовий, страховий [59]. В той же час О. І. Барановський виділяє у структурі фінансової безпеки (хоча і неочевидно) такі складові: валютну, бюджетну та інвестиційну діяльність, фінансову безпеку банків, страхового ринку, довірчого управління майном, фондового ринку [11].

Наведені підходи до визначення складу фінансової безпеки є досить умовними, бо всі вони нерозривно пов'язані між собою в єдину систему – фінансово-кредитну сферу, яка у свою чергу входить до економічної системи держави. У першому підході автори не включають фондову складову, без якої створення цілісної структури сучасної фінансової системи неможливе. У другому підході автор не виділяє конкретно складові фінансової безпеки, але в

той же час визначає перелік секторів фінансово-кредитної системи. У підході М. М. Єрмошенка, на наш погляд, є неоднозначним питання включення до складу фінансової безпеки інвестиційного сектора, що охоплює не тільки ринок фінансових інвестицій, а й ринок реальних інвестицій, який, у свою чергу, тільки частково можна віднести до фінансового ринку. Доцільно зауважити, що при розгляді структури за авторством О. Барановського виникає питання щодо виокремлення поняття «довірче управління майном», яке, вважаємо, слід віднести до фондового сектора.

Отже, на основі поглядів науковців щодо систематизації складових фінансової безпеки держави, на нашу думку, перш за все, необхідно розглянути суб'єктно-об'єктну структуру фінансової безпеки держави (рис. А.1 додатка А).

У даній структурі слід звернути увагу на те, що у блоці державних регуляторів виділено тільки ті, які безпосередньо впливають на розвиток фінансової системи держави. Також необхідно враховувати державні установи, які в міру своїх функціональних зобов'язань визначають політику України та здійснюють нагляд у секторі фінансів. У першу чергу, до таких необхідно віднести Президента України, Верховну Раду України, Кабінет Міністрів України, Раду національної безпеки і оборони України.

Звертає на себе увагу і градація корпорацій на державні та фінансові. З інституціональної точки зору, державні нефінансові корпорації можуть бути представлені підприємствами державного унітарного сектора та підприємствами державного корпоративного сектора. Підприємства державного унітарного сектора – це підприємства, установи та організації, статутний капітал яких повністю належить державі, а їх діяльність регламентується державними органами, що створили дані суб'єкти. У свою чергу, підприємства державного корпоративного сектора – це підприємства, створені за участю держави шляхом об'єднання державного, колективного та приватного майна, в яких державі на основі державних корпоративних прав належить вирішальний вплив щодо прийняття стратегічних рішень, розподілу доходів та ризиків підприємства [52].

У стратегічній перспективі забезпечення фінансової безпеки держави має бути спрямоване на одночасне захищення інтересів держави, домашніх господарств (населення) та корпорацій, оскільки суспільний розвиток та відтворення можливі лише при органічному розвитку цих трьох складових.

До об'єктів фінансової безпеки слід віднести: фінансову систему держави, фінансовий ринок, до складу якого входить грошовий ринок, ринок капіталу, ринок похідних цінних паперів та інфраструктура фінансового ринку.

Розглядаючи теоретичне підґрунтя фінансової безпеки держави рис. 1.5, особливу увагу звертають на себе принципи, яких слід дотримуватись з метою уникнення дисбалансу у розвитку ринку капіталу та загроз для фінансової безпеки держави (табл. А.2, рис. А.2 додатка А).

Наступний аспект, на який слід звернути увагу, – це те, що на фінансову безпеку держави мають вплив як внутрішні, так і зовнішні фактори. Щодо зовнішніх, то це насамперед ті, які мають безпосередній вплив на фінансовий суверенітет держави та незалежність її фінансової системи від зовнішнього капіталу міжнародних фінансово-кредитних організацій і транснаціональних корпорацій. Але в умовах зростаючого рівня інтеграції та глобалізації фінансових ринків вести мову про абсолютну фінансову незалежність некоректно. Тому при розробці основних положень фінансової безпеки будь-якої держави необхідно, перш за все, аналізувати ситуацію на світовому фінансовому ринку в цілому та ринку капіталу зокрема.

Внутрішні фактори, які визначають рівень забезпечення стабільного розвитку фінансової системи держави, носять, на наш погляд, більш правовий та організаційний характер, хоча не слід виключати і економічні чинники впливу.

Щодо рівня охоплення, то в даному контексті слід розуміти, що в умовах процесів фінансової глобалізації слід обов'язково виділяти національний рівень фінансової безпеки та міжнародний. В умовах зростаючого рівня інтеграції та консолідації фінансових ринків зростають масштаби та мобільність не тільки офіційних, а й приватних фінансових потоків.

Відтак проблема фінансової безпеки держави на сьогодні виходить за національні межі та набуває особливої актуальності.

Слід зауважити, що у цілому стан фінансової безпеки є головним критерієм оцінки ефективності державної політики і діяльності владних структур під час реформування і розвитку фінансово-кредитної сфери.

На фінансову безпеку держави впливає ряд внутрішніх та зовнішніх загроз. І саме продуктивна система фінансової безпеки покликана виявляти та систематизувати події, які прямо або опосередковано несуть загрозу будь-якому суб'єкту чи об'єкту фінансової безпеки держави. Потреба класифікації загроз фінансової безпеки полягає в необхідності оцінити ситуацію, з'ясувати та систематизувати негативні та позитивні фактори, а на їх основі – провести аналіз та прогноз розвитку подальших подій, і з урахуванням цього розробити рекомендації з переліком інструментів для нівелювання загроз.

У науковій літературі існує безліч підходів до класифікації загроз. Але для даних підходів характерна певна обмеженість в ознаках. Наприклад, О. Махмудов виділяє зовнішні і внутрішні чинники фінансової загрози [181], у свою чергу, В. А. Предборський виокремлює наявні і потенційні загрози [155], а М. М. Єрмошенко класифікує загрози на внутрішні та зовнішні, існуючі та можливі [59].

На основі проведеної систематизації існуючих підходів класифікація загроз фінансової безпеки держави включає наступні ознаки: за масштабом можливих наслідків, ступенем ймовірності, напрямком виникнення, характером впливу, терміном дії, стадією розвитку, стійкістю, рівнем передбачення, причиною виникнення (рис. А.2 додатка А).

Аналіз реальної ситуації розвитку фінансової системи України свідчить про значущість впливу саме внутрішніх загроз на розвиток даного сегмента економіки, серед яких, передусім, необхідно виділити:

- недосконале правове регулювання фінансово-кредитної системи;
- нерозвинутість вітчизняного ринку капіталу;

- відсутність чіткої інвестиційної програми з визначенням термінів та відповідальних осіб щодо розвитку пріоритетних галузей економіки;
- неналежний контроль за використанням бюджетних коштів;
- криміналізація фінансових відносин;
- відсутність зв'язку між реальною економікою та вартістю українських підприємств, землі;
- обмеженість у використанні інвестиційних інструментів;
- відсутність чіткої політики інтеграції вітчизняного фінансового ринку до світової спільноти.

Проблемою у прийнятті чіткої програми реагування на ту чи іншу загрозу є нерівнозначне сприйняття її з боку різних політичних сил та суспільства.

Особливу увагу слід звернути на специфічні фінансові загрози та їх наслідки для розвитку не тільки фінансової сфери, а й економіки взагалі (табл. 1.1).

Таблиця 1.1 – Специфічні фінансові загрози та наслідки їх негативного впливу

Фінансові загрози	Наслідки негативного впливу фінансових загроз
Зростання рівня тінізації економіки	Зниження рівня формування доходів бюджетів різних рівнів
Зростання рівня дефіциту бюджету	Підвищення рівня внутрішнього та зовнішнього державного боргу, зниження рівня фінансування бюджетних витрат
Низький рівень відкритості фінансового ринку	Підвищення рівня монополізації та зниження стійкості фінансового ринку до впливу кризових явищ
Зниження рівня валютних резервів	Зниження рівня виконання зовнішніх державних зобов'язань та можливості впливу на стабільність національної валюти
Низький рівень доступу та висока вартість фінансових ресурсів	Уповільнення темпів розвитку суб'єктів господарювання, відсутність можливості запровадження прогресивних технологій виробництва

До суттєвих загроз на даному етапі розвитку вітчизняного фінансового ринку слід віднести надмірну відкритість даного сектора економіки. Досвід інших країн продемонстрував, що при існуючому рівні глобалізації це безперечно є об'єктивна реальність, без якої стратегічний розвиток будь-якої держави неможливий. Але, відкриваючи фінансовий ринок, необхідно враховувати ступінь захищеності національних інтересів на ринку капіталу та на інших сегментах фінансового ринку, що є власне функцією фінансової безпеки.

У контексті нашого дослідження доцільно виділити наступні види найбільш значимих загроз, що можуть формуватись та реалізовуватись через механізм функціонування ринку капіталу:

- а) низький рівень інвестиційної діяльності в частині здійснення фінансових інвестицій;
- б) непрозорість ринку капіталу;
- в) низький рівень капіталізації фінансових посередників – банків та небанківських фінансово-кредитних установ;
- г) відсутність бар'єрів (обмежень для входження іноземного капіталу) як для офіційних, так і для приватних фінансових потоків;
- д) значна частка власності та суттєвий рівень контролю іноземними інвесторами активів у банківському та небанківському фінансових секторах.

Отже, важливим напрямком протидії загрозам є не створення загальних програм, а розробка стратегії конкретного характеру з дієвою схемою контролю за планом її виконання.

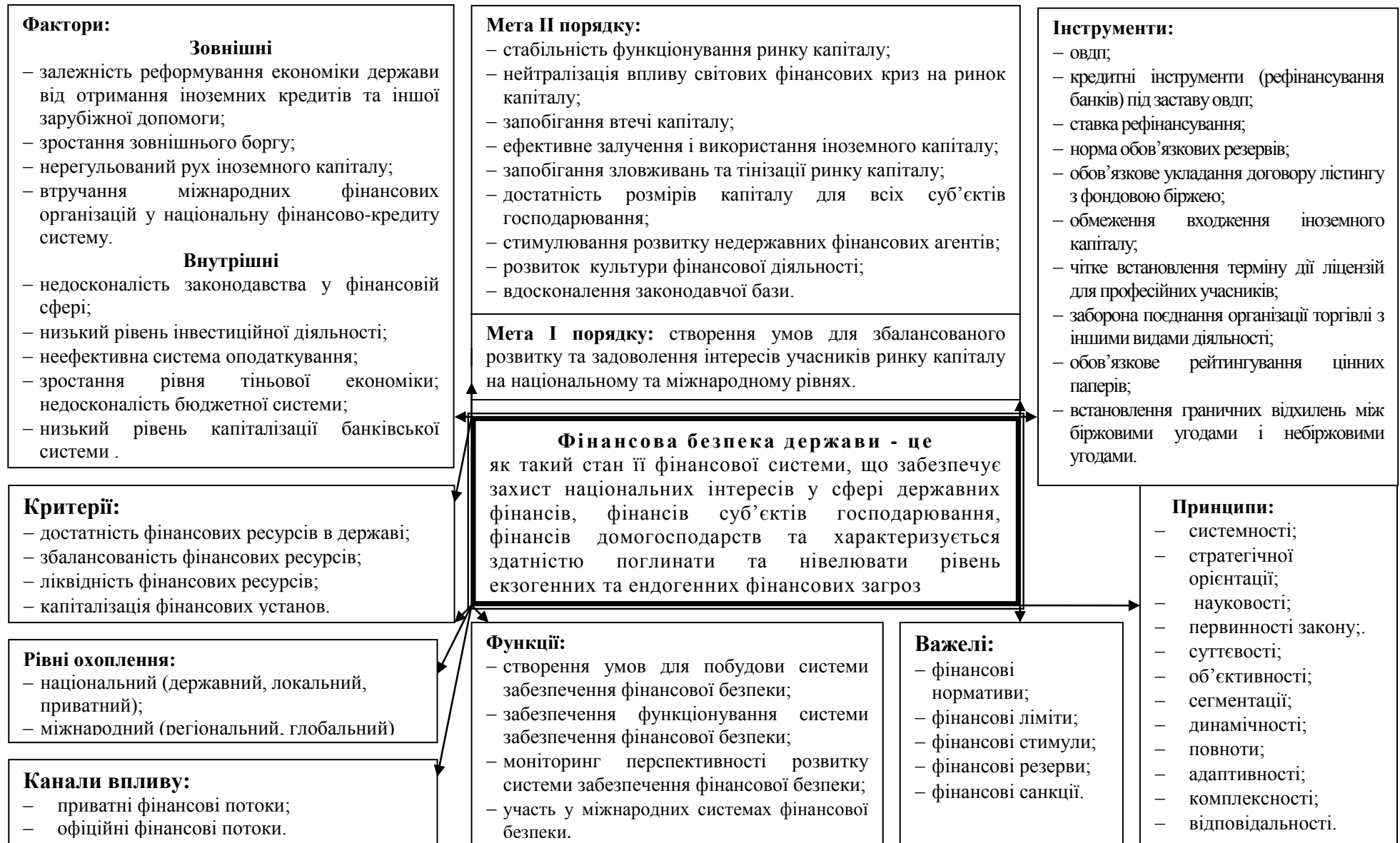


Рисунок 1.5 – Теоретичне підґрунтя фінансової безпеки держави (складено автором)

## **1.2. Структурно-декомпозиційний аналіз ринку капіталу як складової фінансового ринку України**

У зв'язку з поглибленням участі України в інтеграційних процесах все більшої актуальності набуває питання розвитку вітчизняного ринку капіталу. З урахуванням того, що можливості ринку капіталу не використані в повному обсязі, розвиток даного сегмента фінансового ринку є одним з пріоритетних завдань на сучасному етапі розвитку вітчизняної економіки. Будь-які масштабні трансформації в народному господарстві залишаються незавершеними без створення дієвого механізму, здатного забезпечити акумуляцію, перерозподіл та надання капіталу реформованій економіці. Отже, дослідження сучасного стану та перспектив розвитку ринку капіталу як важливого сегмента національної економіки набуває великого значення.

Вивчаючи питання розвитку ринку капіталу, перш за все, необхідно звернути увагу на теоретичний аспект даної категорії. Отже, з метою детального вивчення даного питання, перш за все, необхідно звернути увагу на трактування категорії «ринок».

В економічній літературі поняття «ринок» носить дуалістичний характер. Ринок у широкому розумінні слова розглядається як система організації економіки, що виникла в результаті природного розвитку, еволюції економічних відносин. Також можна сказати, що це загальна форма взаємозв'язку економічної діяльності, за допомогою якої реалізуються переміщення товарів, робочої сили й капіталів відповідно до змін їхньої прибутковості в різних сегментах економічного простору. У вузькому розумінні під поняттям «ринок» можна вважати взаємозв'язок попиту та пропозиції. Вирішальним при цьому є не місце, а співпраця продавця й покупця, що сприяють вирівнюванню попиту та пропозиції, яке відбувається через механізм ціноутворення, оскільки в результаті взаємодії попиту та пропозиції формується ціна, що врівноважує кількість запропонованих і



кількість споживаних товарів і послуг. Слід зазначити, що ринок у широкому розумінні слова закономірно містить в собі ринок у вузькому розумінні.

Оскільки «ринок» – це поняття багатогранне, то існує й безліч його визначень. Наприклад, Б. А. Райзберг визначає ринок як систему економічних відносин між людьми, підприємствами, державами, що опирається насамперед на принцип, відповідно до якого все у світі продається й купується, обмінюється на вільній основі, без примусу, але з дотриманням правил платності. За його словами, «ринок – це економічні відносини, що будуються на основі ринкових законів і принципів» [165]. А. Маршалл говорив про ринок як про «механізм зносин продавця й покупця один з одним, де ціни регулюються без зовнішнього втручання» [128]. Такі автори, як Пол Самуельсон, В. Нордхаус дають таке визначення: «ринок – це механізм, за допомогою якого покупці й продавці взаємодіють для встановлення цін і кількостей товарів або послуг» [70]. К. Макконнелл, С. Брю трактують ринок «як механізм зведення продавця й покупця» [125]. Нарешті, у найбільш широкому, універсальному трактуванні поняття «ринок» економісти асоціюють із ринковою економікою в цілому.

Оскільки ринок функціонує в певній економічній системі і в той же час виступає як самостійна підсистема, то це викликає певну специфіку у формах його прояву (різна організація ринку, різна питома вага ринкових відносин у всій економічній системі, різні форми, методи й розміри регулювання ринку й т.д.).

Отже, «ринок» як економічна категорія являє собою сукупність багатьох видів ринків, які поділяються за певними груповими ознаками. Зауважимо, що класифікація ринків, яка зустрічається в економічній літературі, різноманітна, оскільки в основу можуть бути покладені різні критерії. Наприклад, ринок, на думку М. А. Сажної і Г. Г. Чибрикова, включає три основні елементи: ринок товарів і послуг, ринок праці, ринок капіталу [15]. Г. А. Гельдман, Е. С. Мальцева, Т. І. Ставцева пропонують структуру ринку за економічним призначенням: ринок засобів виробництва, ринок праці, фінансовий ринок,

ринок споживчих товарів і послуг, інформаційний ринок [15]. Спираючись на наведені характеристики та складові ринку, на наш погляд, більш чіткою є структура ринку, представлена в роботі Т. А. Манакова та монографії А. Ф. Гойко, які ми взяли за основу. Пропонуємо більш чітку за економічним призначенням класифікацію: споживчі ринки, ринок засобів виробництва, ринок інформації та інтелектуальної власності, фінансовий ринок, ринок робочої сили (рис. 1.6).

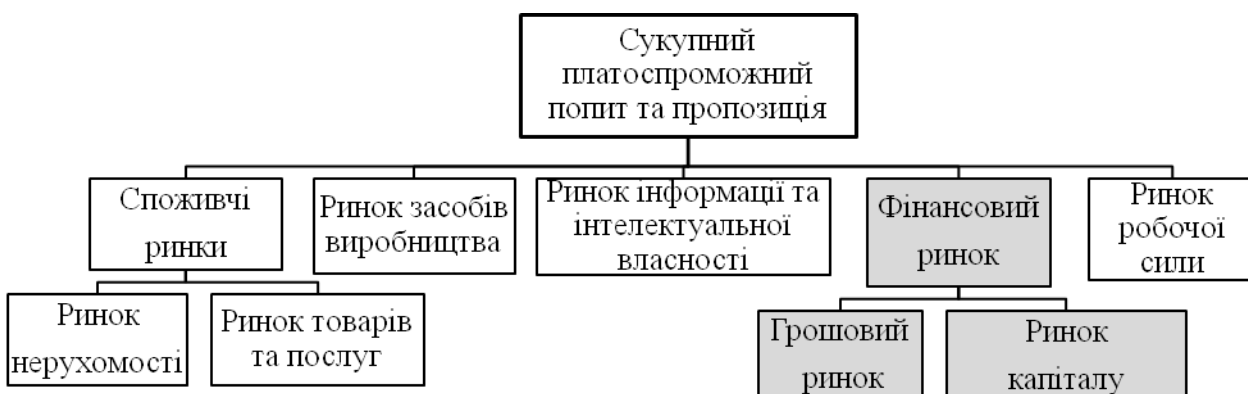


Рисунок 1.6 – Узагальнена класифікація ринків (складено автором)

В умовах функціонування ринкової економіки важливого значення набуває саме фінансовий ринок, що забезпечує рух фінансових ресурсів від інвесторів до реципієнтів. Відповідно, у структуру фінансового ринку включається грошовий ринок та ринок капіталу. Саме фінансовий ринок сприяє стимулюванню та посиленню фінансових потоків в економіці держави, в тому числі між зазначеними складовими ринку в цілому, оскільки фінансові потоки обслуговують практично кожну угоду, що укладається як на споживчому ринку, так і на ринку засобів виробництва, ринку робочої сили, ринку інформації та інтелектуальної власності. Ситуація на кожному із зазначених ринків тією чи іншою мірою впливає на формування економічної безпеки в державі. Важливе місце серед них посідає фінансовий ринок, а в його структурі одним із визначальних є ринок капіталу.

Вищенаведене дає підстави для більш повного дослідження основного питання нашої роботи, а саме сутності ринку капіталу.

З метою більш повного розкриття зазначеної економічної категорії розглянемо наступну складову – «капітал».

Економічна категорія «капітал» – поняття, яке має багато значень, і з розвитком ринкових відносин постійно збагачується та ускладнюється. Історично первинне абстрактне та узагальнене поняття капіталу поступово трансформується відповідно до умов господарювання, набуває нових форм існування (прояву), нових рис і якостей, адекватних економічній парадигмі свого часу.

Якщо розглядати економічну літературу в ретроспективі, то можна зробити висновок про існування різних поглядів на сутність капіталу. Суттєвий внесок у розвиток теорії капіталу зробили А. Р. Тюрго, А. Сміт, Д. Рікардо, К. Маркс, М. Туган-Барановський, Є. Бем-Баверк, Дж. Кейнс, Дж. Р. Хікс, К. Віксель та інші вчені.

Зокрема, Анн Робер Жак Тюрго розглядає капітал у натуральній формі, і визначає його як «накопичену вартість» [185]. У свою чергу, А. Сміт, критикуючи меркантилістів, які пов'язували капітал лише з грошима, тлумачив капітал як вартість, яка приносить прибуток, і як запаси засобів виробництва, необхідних для продовження процесу виробництва. Давид Рікардо категорію «капітал» охарактеризував як «частину багатства держави, котра використовується у виробництві і складається з їжі, одягу, інструментів, сировини, машин та іншого, що необхідно, щоб привести в рух працю». Він проголосив капітал центральною категорією суспільного відтворення і узалежнив його від способів розподілу суспільної вартості. При визначенні такого поняття, як «капітал», не можна не розглядати вчення Карла Маркса. Капітал він трактує як вироблені засоби виробництва, які переносять свою вартість на вартість виготовленого продукту. Елементом нового в теорії капіталу К. Маркса можна назвати введене поняття «органічна будова капіталу», яке являє собою вартісне співвідношення між постійним і змінним

капіталом. Саме через це поняття автор переходить до ще більш важливої, на його думку, характеристики – норми експлуатації, яка визначається як відношення між додатковою вартістю і змінним капіталом. Безпосередньо з грошовим капіталом пов'язане марксистське розуміння поняття цієї категорії, виражене схемою руху капіталу:  $G-T-G'$ , де гроші використовуються для наживи, придбання додаткового капіталу, отримання прибутку. Після визначення сутності капіталу як вартості, що приносить додаткову вартість, К. Маркс наголошував: «капітал є рух, процес кругообігу, що проходить різні стадії ... . Тому капітал можна зрозуміти лише як рух, а не як річ, що перебуває в спокої» [85].

Світова економічна думка визначила два основні підходи до трактування капіталу: по-перше, як суспільних відносин, що було зазначено вище; по-друге, як технічного чинника виробництва [218]. Згідно зі Словником економіки Макміллана капітал (*capital*) – це «слово, яке використовують для позначення чинника виробництва, що утворюється самою економічною системою. Слово також використовують як термін для позначення фінансових активів» [177].

Отже, з огляду на зазначені визначення капіталу можна зробити висновок про складність та неоднозначність трактування категорії «капітал» різними економістами. Водночас можна погодитися з думкою В. Шемятенкова, який у праці «Теорія капіталу» стверджував, що кожна з теорій дослідження капіталу є формально-логічною системою, заснованою на визначеній системі припущень (метод «інших рівних умов») [202].

Таким чином, аналізуючи вищезазначене, ми можемо зробити висновок, що капітал – це цінність, яка накопичується та вкладається у виробничу та невиробничу сферу народного господарства з метою примноження першочергової вартості вкладених цінностей.

Для більш повного розуміння сутності капіталу представимо його класифікацію за видами, виокремлюючи наступні: капітал у фінансовій формі, капітал у матеріальній формі, капітал у нематеріальній формі (рис. 1.7).

З урахуванням напрямку нашого дослідження основну увагу акцентуємо на фінансовому капіталі. Зазначимо, що в економічній літературі відсутній єдиний підхід до тлумачення категорії «фінансовий капітал». Дана ситуація склалась, перш за все, як наслідок багатогранності поняття капітал. У зарубіжній та вітчизняній літературі термін «фінансовий капітал» вживають часто, і залежно від контексту в нього вкладають різний зміст.

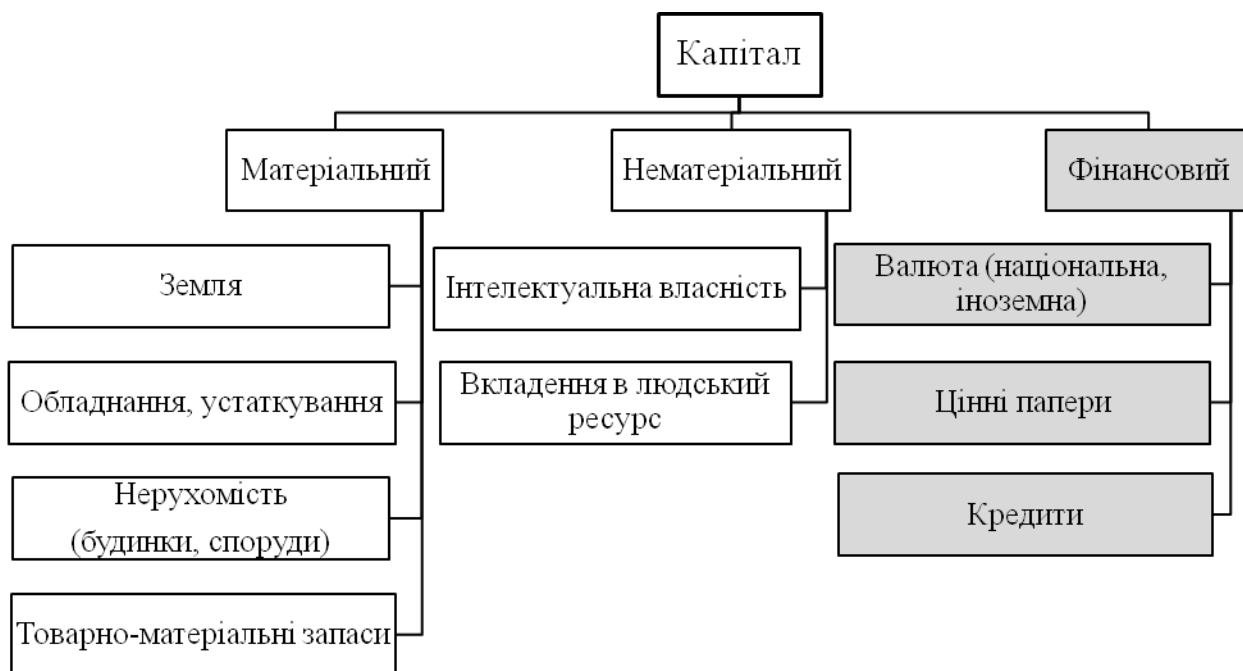


Рисунок 1.7 – Класифікація капіталу за видами (складено автором)

На наш погляд, найбільш повно розкрив сутність фінансового капіталу і те, як він функціонує, Р. Гільфердинг у праці «Фінансовий капітал». Учений зазначив, що фінансовий капітал є грошовим капіталом і має форму руху останнього Г-Г' («становить гроші, що дають гроші»). Як грошовий капітал він буває у двох формах – позичковій і фіктивній, що надають у розпорядження промисловцям. Банки виступають посередниками, і саме вони прагнуть постійно зростаючу частку грошового капіталу «перетворити на власний капітал і таким способом фінансовому капіталу надають форми банківського капіталу». Банківський капітал також перетворюється на просту (грошову)

форму реально функціонуючого, тобто промислового капіталу. Водночас змінюється самостійність торгового капіталу, а поділ капіталу на банківський і продуктивний у фінансовому капіталі «знищується». «Такий банківський капітал, – пише Р. Гільфердинг, – отже, капітал у грошовій формі, – який таким способом насправді перетворений на промисловий капітал, я називаю фінансовим капіталом» [35].

Особливу увагу звертає на себе трактування даної категорії Л. М. Алексєнко. Науковець вказує на те, що фінансовий капітал – це грошові кошти і виражена в грошовій формі частка матеріальних, нематеріальних та фінансових активів, що накопичують суб'єкти фінансової діяльності з різних джерел для забезпечення економічних умов здійснення підприємницької діяльності з метою отримання прибутку. Проте на макроекономічному рівні фінансовий капітал консолідується (накопичують, акумулюють) у процесі діяльності складної системи взаємозв'язків держави, промислово-виробничих структур та фінансових установ для забезпечення доступності, швидкості обігу й зручності у його використанні, щоб отримати прибуток [2].

Необхідно додати, що фінансовий капітал має три важливі властивості: він мобільний, чутливий та дефіцитний, а тому винятково розбірливий і селективний. Він спрямовується туди, де політична та економічна ситуація досить стабільна, інвестиційний клімат сприятливий і є певні можливості одержання прибутку.

Розкриваючи сутність ринку капіталу, ми не можемо не зазначити, що він є складовою фінансового ринку і, тим самим, не звернути увагу на трактування поняття фінансового ринку різними авторами.

В економічній літературі існують різні підходи до трактування вищезазначеної категорії.

Сучасний фінансовий ринок – це складна структура з великою кількістю учасників – фінансових посередників, які оперують різноманітними фінансовими інструментами та виконують велику кількість функцій щодо обслуговування та управління економічними процесами. Це ринок, на якому

присутні як продавці, так і покупці, є товар, але він особливий – це гроші, які надані на строк, як позика, або назавжди – як залучений капітал.

У монографії В. В. Корнеєва фінансовий ринок розглядається як сукупність інтегрованих фінансових інструментів, що перебувають у постійній динамічній взаємодії [87]. О. Д. Василик розглядає функціонування фінансового ринку як ланки фінансової системи для створення і використання відповідних фондів фінансових ресурсів [19]. Останні перерозподіляються між окремими суб'єктами підприємництва, державою і населенням, учасниками бюджетного процесу, міжнародними фінансовими організаціями. У навчальному посібнику вітчизняних авторів «Фінанси зарубіжних корпорацій» під ред. В. М. Федосова фінансовий ринок розуміється як «...грошові відносини, що складаються в процесі купівлі-продажу фінансових активів під впливом попиту і пропозиції на позичковий капітал, рух якого втілюється в цінних паперах». Структурно фінансовий ринок в цьому виданні визначається як «існування багатьох типів різноманітних ринків» [188]. На думку І. О. Бланка, у найбільш загальному вигляді фінансовий ринок є ринком, на якому об'єктом купівлі-продажу виступають різноманітні фінансові інструменти і фінансові послуги [190]. В. М. Шелудько модифікує визначення фінансового ринку як «систему економічних і правових відносин, пов'язаних з купівлею-продажем або випуском та обігом фінансових активів» [201]. Розуміння фінансового ринку через призму руху грошей характерне для позиції В. С. Торкановського, який пояснює фінансовий ринок як сукупність «...всіх грошових ресурсів держави, що знаходяться в постійному русі, розподілі чи перерозподілі» [193]. У свою чергу, О. І. Мертес та Ф. Фобоці розглядають фінансовий ринок як механізм створення і торгівлі фінансовими активами [131, 186]. З точки зору І. О. Школьник, фінансовий ринок – це сукупність економічних відносин з приводу перерозподілу тимчасово вільних фінансових ресурсів між населенням (домогосподарствами), суб'єктами господарювання та державою через систему фінансових інструментів на основі взаємодії попиту та пропозиції [208]. Ф. Мишкін називає фінансовими такі ринки, на яких «відбувається перекачка

ресурсів від тих людей, в яких спостерігається надлишок ресурсів, до тих, у кого їх не вистачає» [135], а Р. Л. Міллер і Д. Д. Ван-Хуз ототожнюють фінансові ринки з ринками фінансових інструментів [133].

Аналіз вищенаведених визначень дозволяє стверджувати, що погляд на фінансовий ринок як на сферу торгівлі фінансовими активами є усталеним серед представників різних наукових шкіл. Майже всі дослідники зазначають множинність варіантів класифікації фінансових ринків, які в міру свого розвитку забезпечують належну інфраструктуру. З точки зору теми нашого дослідження, нас цікавить місце ринку капіталу в структурі фінансового ринку. Більшість з науковців виділяє ринок капіталу як складову фінансового ринку за такою класифікаційною ознакою, як термін обігу капіталу (табл. 1.2).

Таблиця 1.2 – Місце ринку капіталу в структурі фінансового ринку

Об'єкти	Базові елементи фінансового ринку	Джерело
<p>На ринку грошей обертаються короткострокові зобов'язання (строком до одного року), в основному це зобов'язання уряду й банків.</p> <p>На ринку капіталів обертаються довгострокові зобов'язання, випущені урядом, а також акції й облигації корпорацій</p>	<p>– ринок грошей (money market); ринок капіталів (capital market),</p>	<p>Гойко А. Ф. Организация рынка финансового капитала и инвестиций в Украине. – К.: Будівельник, 1995. – 208 с.</p>
<p>Грошовий ринок – ринок короткострокових фінансових інструментів.</p> <p>Ринок капіталів – охоплює майнові права, реалізація яких відбувається протягом довгострокового проміжку часу</p>	<p>– грошовий ринок; – ринок капіталів</p>	<p>Мертенс А. В. Инвестиции. Курс лекций по современной финансовой теории. – К.: Киевское инвестиционное агентство, 1997. – 416 с.</p>
<p>На грошовому ринку обертаються кошти, пов'язані з короткостроковими позиками.</p> <p>На ринку капіталів відбувається рух довгострокових накопичень</p>	<p>– грошовий ринок; – ринок капіталів</p>	<p>Мойсеєнко І. П. Ринок фінансових послуг: Навч. посіб. – К.: МАУП, 2006. – 360 с.</p>



Об'єкти	Базові елементи фінансового ринку	Джерело
<p>Ринок грошей – ринок, де обертаються короткострокові зобов'язання (термін обігу яких не перевищує одного року).</p> <p>Ринок капіталів – це ринок, на якому обертаються довгострокові зобов'язання, випущені урядом, а також акції і облігації корпорацій</p>	<p>– грошовий ринок; – ринок капіталів</p>	<p>Буднік М. М., Сабіна Н. В. Фінансовий ринок. Конспект лекцій для студентів усіх спеціальностей всіх форм навчання. – Харків: Вид. ХНЕУ, 2006. – 152 с.</p>
<p>На грошовому ринку здійснюється короткострокове інвестування коштів. На цьому ринку перебувають в обігу фінансові активи, термін обігу яких не перевищує одного року.</p> <p>Ринок капіталів призначений для довгострокового інвестування коштів в основний капітал. На даному ринку надаються середньо- та довгострокові кредити та боргові цінні папери, а також інструменти власності</p>	<p>– грошовий ринок; – ринок капіталів</p>	<p>Шелудько В. М. Фінансовий ринок: Підручник. – К.: Знання, 2006. – 535 с.</p>
<p>На грошовому ринку здійснюється короткострокове інвестування коштів. На цьому ринку перебувають в обігу фінансові активи, термін обігу яких не перевищує одного року: короткострокові казначейські зобов'язання, ощадні та депозитні сертифікати, векселі, різні види короткострокових облігацій.</p> <p>Ринок капіталу призначений для довгострокового інвестування коштів в основний капітал. На ринку капіталів надаються середньо- та довгострокові кредити, перебувають в обігу середньо- та довгострокові боргові цінні папери, а також інструменти власності – акції, для яких термін обігу не встановлюється</p>	<p>– ринок грошей; – ринок капіталу</p>	<p>Школьник І. О. Фінансовий ринок України: сучасний стан і стратегія розвитку: Монографія. – Суми: ВВП «Мрія» ТОВ, УАБС НБУ, 2008. – 348 с.</p>
<p>Грошовий ринок – це ринок, на якому здійснюються короткострокові депозитно-позичкові операції (на термін до 1 року), обслуговує рух оборотних коштів підприємств та організацій, короткострокових коштів банків, установ, громадських організацій, держави та населення.</p> <p>Ринок капіталу – це ринок, на якому формується попит і пропозиція на середньостроковий та довгостроковий позичковий капітал</p>	<p>– грошовий ринок; – ринок капіталу (кредитний ринок)</p>	<p>Ходаківська В. П., Беляєв В. В. Ринок фінансових послуг: теорія і практика: Навчальний посібник. – Київ: ЦУЛ, 2002. – 616 с.</p>
<p>До ринку грошей відносять короткострокові боргові зобов'язання.</p> <p>До ринку капіталів відносять інструменти, що відображають права власників та довгострокові зобов'язання</p>	<p>– ринок грошей; – ринок капіталів</p>	<p>Худолій Л. М. Теорія фінансів: Навч.-метод. посіб. / Європейський ун-т, 2003. – 167 с.</p>

Наведена вище структуризація фінансових ринків пояснює, що інструменти з терміном обігу до одного року утворюють грошовий ринок, а понад один рік – асоціюються з ринком капіталів.

Тобто можна зробити висновок, що безумовно ринок капіталу є складовою фінансового ринку, в чому одностайні всі автори, але його внутрішній функціональний зміст та суб'єктно-об'єктна складова є неусталеними, що підтверджує і огляд робіт вітчизняних та зарубіжних вчених. (табл. Б.1 додатка Б).

Проведений нами аналіз дозволяє зробити висновок, що категорію «ринок капіталу» ряд науковців розглядає з функціональної точки зору як систему ринкових відносин, які забезпечують акумуляцію та розподіл середньострокового та довгострокового капіталу, та з суб'єктно-об'єктної (інституційної) точки зору – як сукупність ринків, на яких відбувається обертання капіталу. Зауважимо, що деякі науковці, а саме В. П. Ходаківська, В. В. Беляєв, Р. Дяків розглядають ринок капіталу як частину фінансового ринку, де формується попит і пропозиція на середньостроковий та довгостроковий позичковий капітал, тим самим не враховують залучений капітал (акції), що є невід'ємною складовою ринку капіталу.

У сучасній літературі поняття «ринок капіталів» інколи підміняють ринком цінних паперів або фондовим ринком. Ці категорії не є тотожними. Ринок капіталів ділиться на ринок середньо- та довгострокових цінних паперів та ринок середньо- та довгострокових банківських кредитів, тобто ринок цінних паперів є складовою ринку капіталів: на цьому ринку рух капіталів здійснюється через розміщення цінних паперів.

Інші автори, такі як В. В. Корнеєв, М. К. Колісник, О. Р. Романенко, І. А. Трахтенберг, С. Я. Огородник, М. С. Зязун, вважають, що поняття «фінансовий ринок» і «ринок капіталів» є синонімами і змістовно аутентичні [85, 80, 170, 184, 189]. Але, на наш погляд, це не є вірним, тому що фінансовий ринок є більш широка категорія за своїми складовими, ніж ринок капіталу.

Необхідно зазначити, що в жодному вітчизняному законодавчому та нормативному акті не надається визначення ринку капіталу за виключенням

Державної цільової економічної програми модернізації ринку капіталу в Україні, яка була затверджена Кабінетом Міністрів України у листопаді 2007 року, згідно з якою ринок капіталу трактується як група взаємозв'язаних ринків, на яких формуються попит, пропозиція та ціни на фінансові інструменти, зокрема ті, базовим активом яких є енергетичні та товарно-сировинні ресурси, а також відбувається перерозподіл вільних коштів інвесторів на користь тих суб'єктів, що мають в них потребу [83]. В даному випадку звертає на себе увагу включення в дане визначення поняття «енергетичні» та «товарно-сировинні ресурси», оскільки незрозумілим є їх змістовний взаємозв'язок з визначенням економічної категорії ринку капіталу.

Провівши відповідну систематизацію наведених визначень категорії «ринок капіталу», у межах даної роботи дану категорію пропонується розуміти як групу взаємозалежних ринків (кредитний ринок та ринок цінних паперів) в системі фінансового ринку, з особливою сферою фінансових відносин, пов'язаних із процесом забезпечення кругообігу середньострокового та довгострокового капіталу у борговій та пайовій формах.

Отже, ринок капіталу охоплює кредитний ринок та ринок цінних паперів і є нарівні з грошовим ринком складовою фінансового ринку (рис. 1.8).

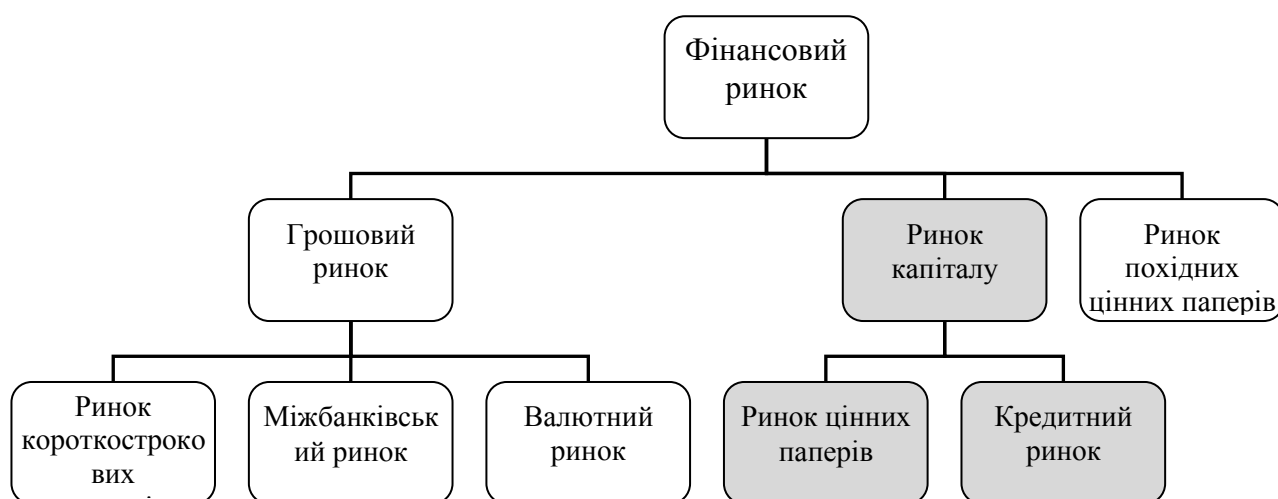


Рисунок 1.8 – Ринок капіталу в системі фінансового ринку  
(складено автором)

Слід зазначити, що кожен елемент наведеної структури фінансового ринку не існує відособлено, оскільки фінансові інструменти, які обертаються на ринку капіталу і грошовому ринку, знаходяться у постійному русі.

Дана ситуація стала можливою завдяки розвитку технічних можливостей, відкритості світового фінансового ринку та постійній появі нових фінансових інструментів. Водночас рушійною силою для постійної конверсії інструментів грошового ринку в інструменти капіталу, і навпаки, стали як досить висока волатильність у розвитку глобального фінансового ринку та локальних ринків, так і бізнес-інтереси суб'єктів господарювання.

Враховуючи тему нашого дослідження, проаналізуємо складові ринку капіталу, а саме кредитний ринок і ринок цінних паперів (рис. 1.9).

Зображена на рис. 1.9 структура демонструє певний взаємозв'язок між ринком цінних паперів та кредитним ринком. Зокрема, цей зв'язок проявляється через борговий ринок. Безумовно, борговий ринок є складовою ринку цінних паперів, тому що саме цінні папери є інструментами даного ринку. Але враховуючи те, що саме кредитний ринок, як ринок середньострокових та довгострокових кредитів, забезпечує економіку позиковим капіталом, то боргові цінні папери, які також покликані залучати саме позиковий капітал, за своєю економічною суттю можна віднести і до кредитного ринку. Зокрема, у структурі ринку середньо- та довгострокових позик і кредитів та в структурі ринку цінних паперів одночасно можна розглядати ринок облігацій.

Отже, однією зі складових ринку капіталу є кредитний ринок, на якому відбувається взаємодія між кредитором та позичальником і який виконує наступні функції:

- накопичення заощаджень населення, суб'єктів господарювання і державних органів та створення потужних грошових фондів;
- трансформація заощаджень у позиковий капітал, що забезпечує розвиток реального сектора економіки;
- вирішення соціальних питань через надання позик державним органам та населенню.

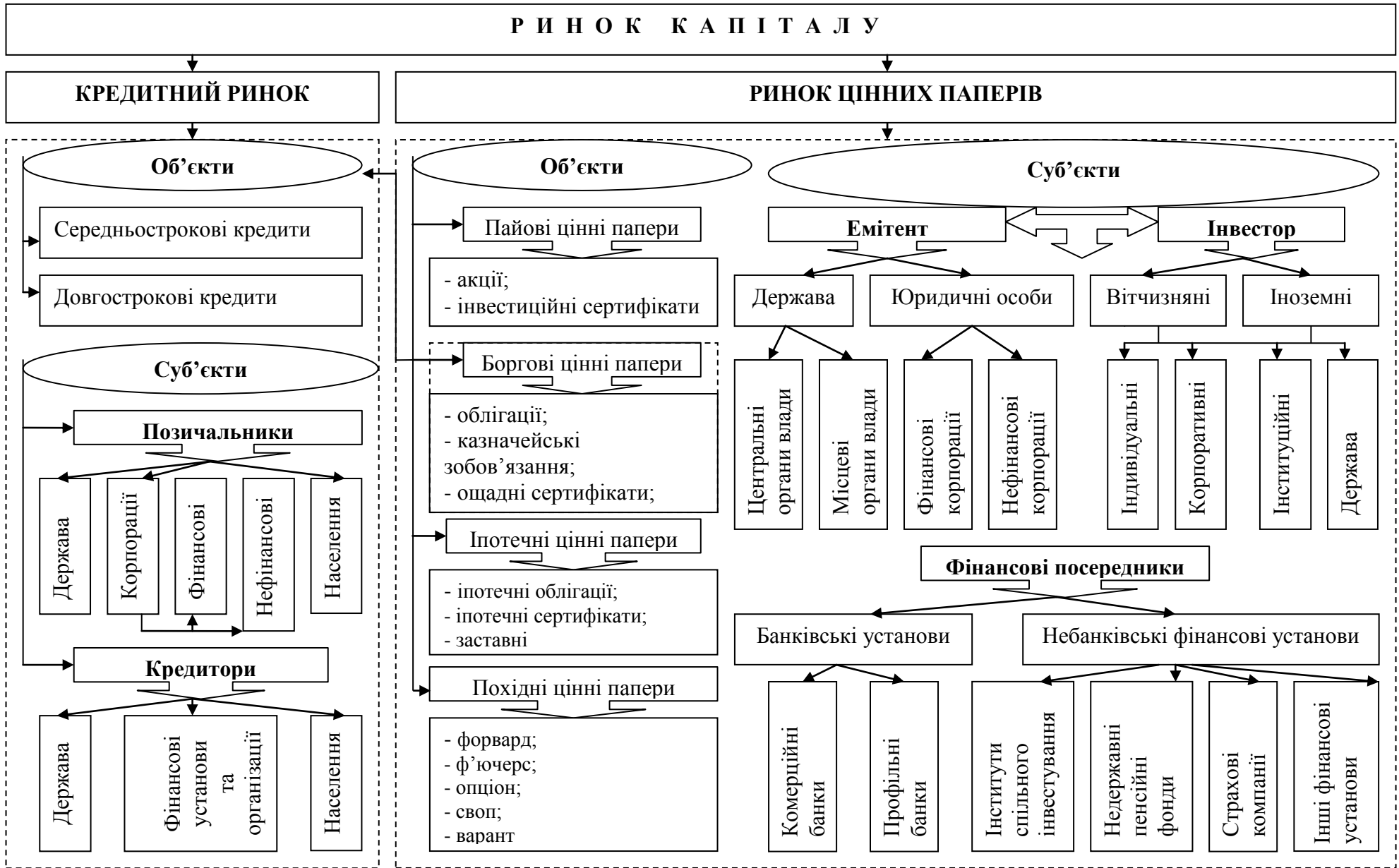


Рисунок 1.9 – Структура ринку капіталу за основними складовими (складено автором)

Головною умовою ефективного функціонування кредитного ринку є стабільна економічна ситуація в державі, наявність розвинутої структури та ефективного державного регулювання, яке б забезпечило стабільність банківської системи і захист інвесторів. Розвинутий кредитний ринок, який ефективно управляється з боку держави, забезпечує оптимальний розподіл обмежених фінансових ресурсів серед галузей економіки та сприяє економічному зростанню держави.

Другий компонент ринку капіталу – ринок цінних паперів, який охоплює частину кредитного ринку (ринок боргових цінних паперів) і повністю ринок інструментів власності, а також їх похідні фінансові інструменти. Аналізуючи функції даного ринку, необхідно зазначити, що крім наведеної вище сегментації він поділяється на первинний та вторинний ринок. Якщо метою діяльності первинного ринку цінних паперів є організація первинного розміщення цінних паперів, то для вторинного основним завданням є створення сприятливих умов для подальших операцій (купівля, продаж, інші операції) з цінними паперами. Більш детально завдання та функції первинного та вторинного ринку цінних паперів представлено на рис. 1.10.

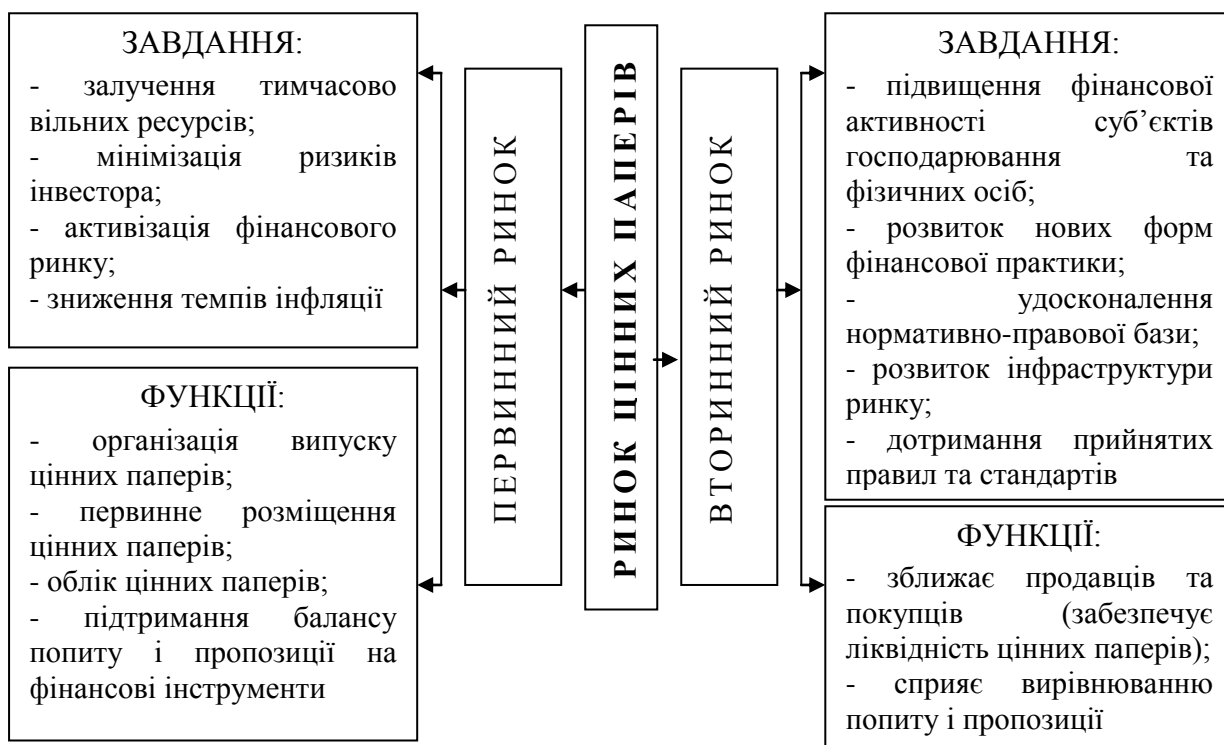


Рисунок 1.10 – Завдання та функції первинного і вторинного ринку цінних паперів (складено автором)

В економічній літературі запропоновано ряд науково-методичних підходів до структурування ринку капіталу, основні з яких відображені на рис. 1.11. Виділені критерії, на наш погляд, є тим орієнтиром, який допоможе з'ясувати, у якому сегменті ринку капіталу є проблеми розвитку і на які потрібно негайно реагувати.

Отже, залежно від ступеня розвитку ринок капіталу може бути дієвим механізмом акумуляції, розподілу та перерозподілу вільних фінансових ресурсів серед галузей економіки. Як свідчить світовий досвід, ефективне функціонування кредитного ринку та ринку цінних паперів в розрізі ринку капіталу забезпечує ефективне використання вільних фінансових ресурсів та стійкі темпи зростання економіки держави.

Особливу роль ринок капіталу відіграє у формуванні фінансової безпеки держави як складової економічної безпеки. Саме даний сегмент фінансового ринку відіграє значущу роль в економіці через забезпечення її інвестиційним та позиковим капіталом. А стабільність та прозорість залучення капіталу до фінансового та реального секторів є головною умовою фінансової, економічної та національної безпеки держави.

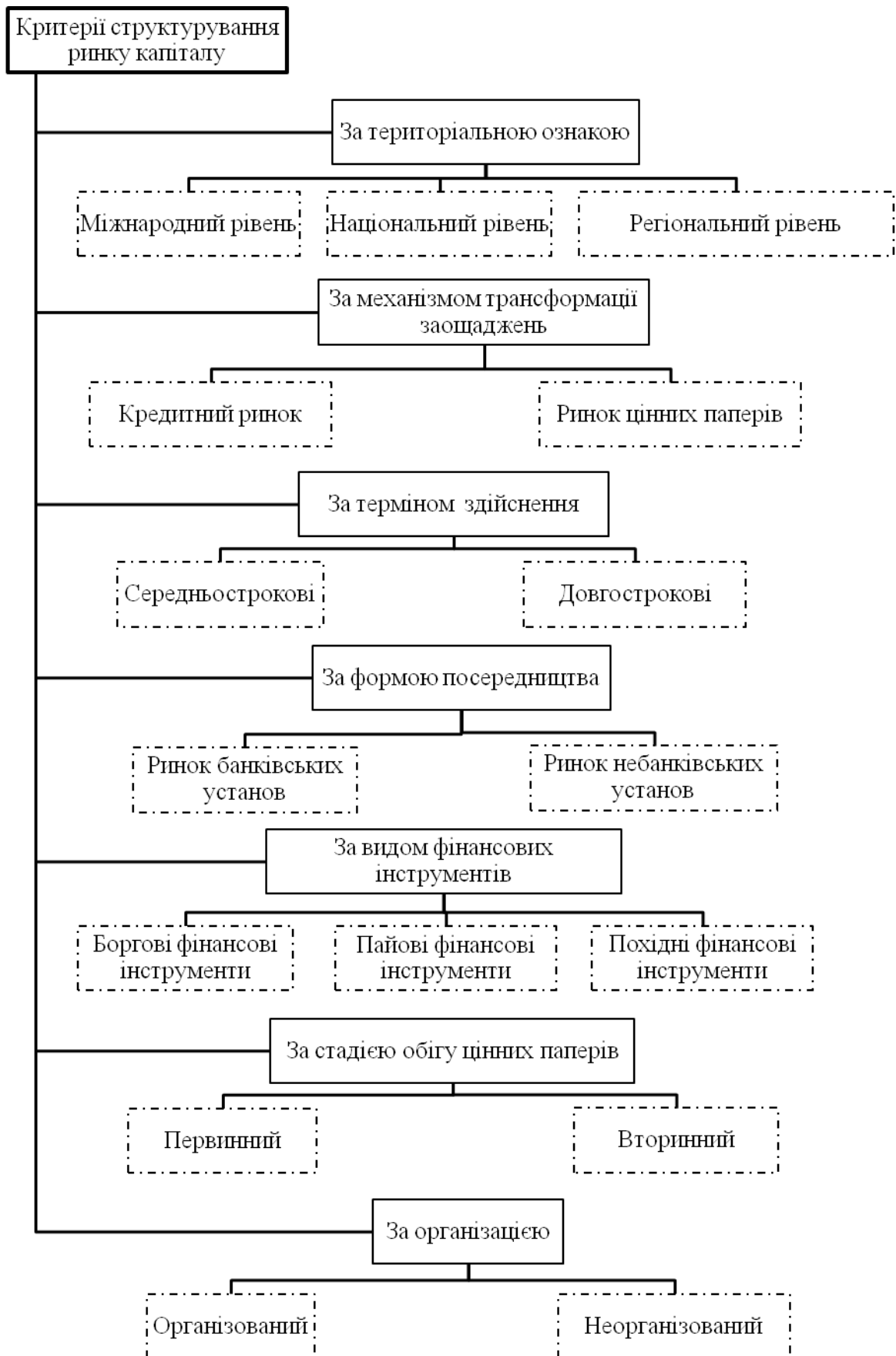


Рисунок 1.11 – Систематизація основних критеріїв структуризації ринку капіталу (складено автором)



### **1.3. Методологічні основи впливу ринку капіталу на фінансову безпеку держави**

Вплив на фінансову безпеку держави з точки зору ринку капіталу доцільно розділити на два глобальні напрямки, а саме через легальні операції, що відбуваються на ринку цінних паперів і кредитному ринку та через застосування операцій, що здійснюються в межах ринку капіталу та дозволяють формувати тіньову економіку. В даному випадку, з точки зору нашого дослідження, мова йде про відмивання брудних коштів, що відбувається як за допомогою кредитного ринку, так і за допомогою ринку цінних паперів.

Спочатку проведемо дослідження щодо впливу ринку капіталу саме з точки зору формування тіньових схем в економіці.

Систематизація елементів впливу допомогла визначити, що однією з проблем, яка постає в забезпеченні стійкого розвитку фінансової системи взагалі та ринку капіталу зокрема, є відмивання брудних коштів. Наявність даного процесу стає можливим тільки за умови існування у державі тіньової економіки. І це є однією з найбільших загроз, розвиток якої призводить до руйнації держави як регулюючого та контролюючого органу та унеможлиблює реалізацію економічних реформ, спрямованих на забезпечення інтересів всього суспільства.

У численних дослідженнях, присвячених цьому питанню, поряд з терміном «тіньова економіка» використовують такі поняття, як «неформальна» та «нелегальна економіка». Якщо тіньова економіка охоплює приховану повністю або меншу за обсягами господарську діяльність з метою ухилення від сплати податків, соціальних внесків або виконання інших нормативів державного устрою, то нелегальна економіка носить суто кримінальний характер і пов'язана з діяльністю, яка заборонена законодавством держави (торгівля наркотиками, зброєю, інше). У свою

чергу, неформальна економіка здійснюється в основному на законних підставах, але не оформлена належним чином (приватні перукарські послуги, здача в оренду приміщень приватними особами, інша діяльність). Неформальна та нелегальна економіка є частиною тіньової економіки і має деструктивний вплив на розвиток держави.

Отже, на виникнення тіньової економіки впливають ряд суб'єктивних та об'єктивних факторів (рис. В.1 додатка В). Дане явище виникає в період соціально-економічних потрясінь у суспільстві і критичне положення населення штовхає його на пошук інших джерел доходу.

У результаті дії даних факторів виникає ряд негативних наслідків у економіці на мікро- та макрорівнях (рис. 1.12).



Рисунок 1.12 – Наслідки тіньової економіки в розрізі фінансової безпеки держави (складено автором)

Систематизація наслідків існування тіньової економіки дала нам можливість зробити висновок про паралізуючий ефект даного явища для

розвитку держави. Розповсюдження тіньових процесів робить неможливою мобілізацію фінансових ресурсів для переходу розвитку економіки на вищий рівень. Питання визначення «порогу руйнування» економіки внаслідок залучення більшості суб'єктів господарювання у тіньову економіку постало особливо актуально перед рядом країн, особливо перед тими, ринок капіталу яких не забезпечує достатньою мірою потреби суб'єктів реального сектора економіки.

Особливо цікавим з нашої точки зору є ранжування оцінки впливу тіньової економіки на стан економічної системи за авторством В. А. Предборського (табл. В.2 додатка В). [157]

Враховуючи представлені вище показники, науковцем було визначено ефект «порогу неповернення», який полягає в тому, що коли ступінь залучення суб'єктів господарювання у тіньовий процес досягає 40 %, стає практично неможливим повернення до позитивного механізму руху економіки з низьким рівнем її тінізації.

Слід відмітити, що одним з небезпечних проявів тіньової економіки є те, що дана категорія виступає джерелом виникнення та сферою відмивання брудних коштів. Особливу роль у даному процесі відіграє як кредитний ринок, так і ринок цінних паперів, які на даному етапі розвитку фінансових відносин стали незамінними інструментами з точки зору легалізації «брудних» коштів. Але перед тим як детально розглянути схеми «відмивання брудних коштів» через ринок капіталу, звернемо увагу на трактування цього поняття міжнародними правовими актами (табл. В.3 додатка В).

На відміну від Віденської конвенції 1988 року, у конвенції 1990 року визнаються злочинними дії, які пов'язані не лише із наркобізнесом, але й із іншими видами правопорушень.

З огляду на актуальність проблем, пов'язаних із «відмиванням» злочинно набутих коштів, на зустрічі керівників країн Великої сімки у Парижі у 1989 році було створено Групу із розробки фінансових заходів боротьби з відмиванням грошей (FATF).

На сучасному етапі слід виділити декілька моделей, що використовуються в процесі відмивання коштів.

У науковій літературі найчастіше зустрічається опис двоступінчастої моделі, що складається з:

- а) відмивання грошей (money laundering);
- б) повернення їх в оборот (recycling).

Разом з тим у змодельованому процесі відмивання грошей, що використовується міжнародною організацією FATF, виділяють три стадії (фази) (табл. В.4 додатка В). На першій стадії відбувається розміщення коштів, отриманих у результаті нелегальних операцій, у державній фінансовій системі. На другій стадії відбувається розшарування нелегальних грошових потоків з метою унеможливлення контролю за ними. Для третьої стадії, яка користується особливою популярністю серед злочинців, характерно вкладення «відмитих» коштів у сферу легальної економіки. Отже, саме трифазна модель користується особливою популярністю серед злочинців. У європейських державах перша фаза вважається критичною. Операції другої фази, як правило, мають міжнародний характер. Варто зазначити, що, якщо факту відмивання грошей не було виявлено на етапах розміщення та розшарування, то на третій стадії відрізнити та відокремити злочинні доходи від законно отриманих надзвичайно складно [63, 127].

В епоху інтеграції фінансових ринків і бурхливого розвитку світової торгівлі цінних паперів, незважаючи на останні фінансові кризи, ринок цінних паперів є одним з найпривабливіших місць для суб'єктів, які бажають «відмити» доходи, отримані злочинним шляхом. Незважаючи на те, що брокери, маклери і багато інших учасників торгів залишаються постійно під пильним наглядом правоохоронних органів, а в багатьох державах закони забороняють приймати готівку при здійсненні операцій з цінними паперами та похідними цінними паперами, саме цей сегмент економіки залишається найбільш привабливим для професійних діячів відмивання грошей. Основною перевагою ринку цінних паперів є простота операцій при скупці

акцій, а також легкість придбання облігацій, що гарантують майже повну анонімність їхньому власнику. Одноразова або багаторазова зміна злочинного доходу – це основний, досить розповсюджений вид маскуванню, тому без скупки цінних паперів не обходиться жодна операція з відмивання «брудних» коштів. У випадку успішно проведеної операції практично стираються сліди походження злочинного доходу – ніяка аудиторська перевірка не зможе їх виявити. У свою чергу, це практично унеможлиблює розкриття злочину.

Більш детально методи легалізації злочинних доходів, які відбуваються шляхом здійснення операцій з цінними паперами, представлено на рисунках В.2, В.3, В.4, В5 додатка В.

Зоною підвищеного ризику, як сегмент ринку капіталу, залишається і банківська сфера. Процес «відмивання» «брудних» коштів взагалі об'єктивно неможливий без залучення банківського сектора, який може відігравати як пасивну роль, тобто роль безпосередньої технічної ланки, так і активну, що полягає у створенні умов для проведення сумнівних та незаконних операцій.

В Україні банківська система стала практично основною ланкою у схемі відмивання та переведення в готівку коштів підприємницьких структур (рис. В.6, В.7, В.8 додатка В).

Як показує міжнародний досвід, методи відмивання грошей стають усе більше рафінованими і досягли в усьому світі настільки величезних розмірів, що стали являти загрозу стабільності окремих країн і фінансовій безпеці цілих регіонів. За різними статистичними даними, щорічно у світі до законного фінансового обігу залучається від 590 млрд до 1,5 трлн доларів, набутих злочинним шляхом, що становить від 2 до 5 % світового валового продукту [130]. У свою чергу, в Україні, за підрахунками фахівців, кумулятивний обсяг тіньового капіталу складає близько 40 млрд дол. А враховуючи те, що за оцінкою експертів, Україні потрібно інвестиційних ресурсів для розвитку промисловості в розмірі 100 млрд дол., то при

ефективній політиці 40 % від даної суми вже мали працювати на розвиток держави.

Враховуючи вищевикладений інструментарій відмивання коштів, на наш погляд, загальну схему обігу тіньового капіталу можна представити наступним чином (рис. 1.13).

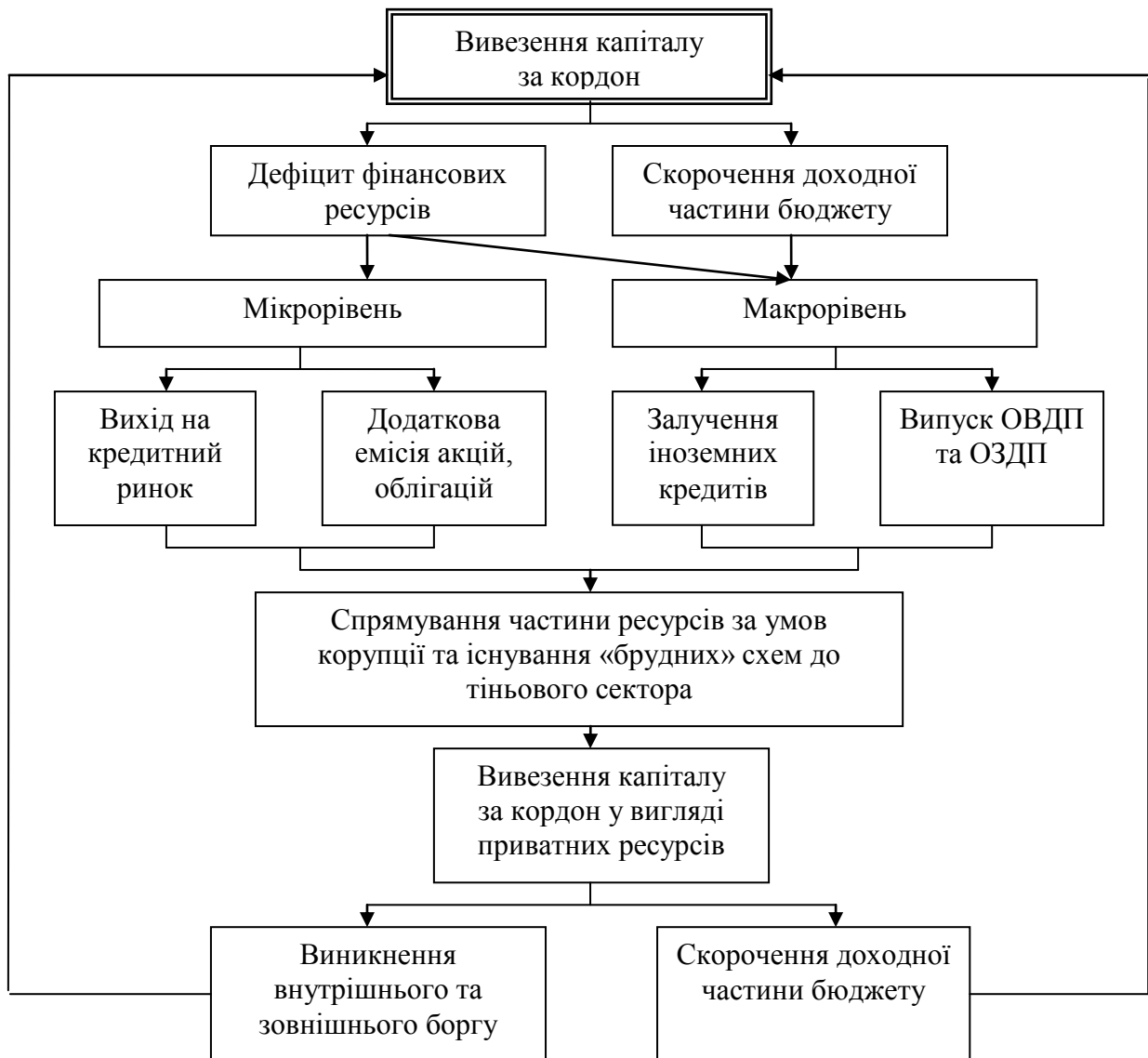


Рисунок 1.13 – Загальна схема обігу тіньового капіталу (складено автором)

Таким чином, до найбільших загроз, що виникають із процедури відмивання «брудних» грошей, належать:

- по-перше, дестабілізація економіки окремих держав. Діяльність потужних злочинних угруповань, що оперують значними обсягами коштів, може (як це неодноразово траплялося) викликати розлад валютної й митно-податкової систем держави, а також падіння обмінного курсу національної валюти. Масове відмивання нелегальних доходів часто призводить до порушення принципів господарської конкуренції, а також до деформації й перекосів у функціонуванні всієї макроекономічної системи держави. Все це неминуче супроводжується підкупом і корупцією державної адміністрації, що бере участь у регламентації окремих галузей господарської діяльності. В остаточному підсумку цілі сектори економіки виявляються в руках злочинних угруповань;

- по-друге, відмивання грошей, що відбувається в основному в кредитно-фінансових установах, головним чином, у банках, неминуче приводить до підриву банківської системи, викликаючи в деяких випадках банкрутство ряду банків або нанесення їм фінансових збитків. Воно викликає явища корупції банківських службовців, що здійснюють підозрілі операції, а це само по собі підштовхує їх до прийняття економічно необґрунтованих рішень, що приносять фінансові втрати, або до інших службових зловживань;

- по-третє, відмивання брудних грошей, як уже було відзначено вище, надає прискорення росту й розвитку організованої злочинності [24].

Отже, для України, яка все більш активніше бере участь у міжнародному економічному співробітництві, боротьба з відмиванням «брудних» грошей є однією з пріоритетних задач, позитивне рішення якої надасть якісно нового розвитку міжнародних відносин на ринку капіталу з метою суттєвого впливу на рівень інвестиційної активності в державі.

Таким чином, в умовах прогресивного розвитку схем відмивання «брудних» грошей одним з найважливіших питань є створення надійної системи забезпечення фінансової безпеки ринку капіталу як складової цілісної системи гарантування національної безпеки України. Організація такої системи, враховуючи мету та принципи забезпечення фінансової

безпеки, повинна будуватись на основі нормативно-правових актів, що регулюють та контролюють діяльність органів державної влади у цій сфері, які, в свою чергу, повинні забезпечити створення та підтримку щоденного ефективного контролю з метою своєчасного виявлення та попередження загроз фінансовій безпеці.

До суттєвих загроз фінансовій безпеці держави на сучасному етапі розвитку світової економіки слід віднести надмірну відкритість фінансових ринків внаслідок глобалізації. Відкритість фінансового ринку та його сегмента – ринку капіталу – у стратегічному плані є правильним курсом, про що свідчить світовий досвід країн з розвинутою економікою, але при цьому необхідно враховувати стан розвитку банківської системи, ринку цінних паперів, грошового ринку та інших секторів фінансової системи.

Особливості міжнародного руху капіталів за умов глобалізації полягають в тому, що на глобальному фінансовому ринку посилюється диверсифікація фінансових інструментів і каналів розподілу інвестицій, при цьому виникають нові схеми інвестування.

Особливо важливим чинником дестабілізації є неконтрольовані транскордонні потоки короткострокових та довгострокових фінансових ресурсів у вигляді портфельних та прямих іноземних інвестицій.

Значну небезпеку несе в собі глобальний рух короткострокового фінансового капіталу. Перелив його зазвичай відбувається від центру до периферії під час економічного підйому, але в разі появи найменших ознак спаду капітал швидко починає перетікати в зворотному напрямі, в більш стабільні зони світової економіки. Хоча кризові явища можуть мати значний вплив на фінансові ринки всіх держав, в тому числі економічно розвинутих, найбільше вони впливають на ринки країн, що розвиваються та країн з перехідною економікою, оскільки уряди і центральні банки цих країн не спроможні в разі виникнення кризових ситуацій впливати на зміни валютних курсів або відсоткових ставок [138].



Фінансова глобалізація значною мірою призводить до часткової неможливості держав впливати на розвиток власної фінансової системи. Як наслідок виникають протистояння між державними інститутами і представниками глобального середовища, а саме транснаціональними корпораціями, фінансовими конгломератами та міжнародними економічними організаціями. Поступово відбувається перехід контролю над ринком капіталу, фінансовою системою та економікою загалом до суб'єктів глобального середовища, цілі яких в більшості випадків, як свідчить світовий досвід, суперечать національним. Зауважимо, що входження національного ринку капіталу до світового фінансового ринку значно ускладнює проведення реформ у даному секторі для національних органів регулювання і, як наслідок, питання незалежної економіки стає історією.

Питання розвитку ринку капіталу в умовах міжнародного руху грошових потоків теж носить проблемний характер. Необхідно враховувати, що інвестори, які приходять з метою контролю суб'єктів господарювання у державі і вкладають таким чином довгостроковий капітал, розраховують отримати максимальні прибутки при мінімальних витратах за достатньо короткий період. І основною функцією держави, з точки зору захисту своїх національних інтересів у фінансовій сфері та реальному секторі економіки, має бути жорсткий контроль за умовами, на яких «входять» іноземні інвестори та виконання ними взятих на себе соціальних та економічних зобов'язань.

Отже, інвестування лежить в основі функціонування сучасної економіки, яка інтегрована в глобальні фінансові процеси. І саме прямі та портфельні фінансові інвестиції становлять основу міжнародного руху капіталу.

Розглядаючи понятійний апарат щодо даних категорій, необхідно зазначити, що тлумачення цих понять є досить різноманітними. У зв'язку з цим існує необхідність дослідити їх природу, зокрема в контексті міжнародного руху капіталу.

Організація економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР) та міжнародний валютний фонд (МВФ) пропонують наступне тлумачення: «прямі іноземні інвестиції відображають довгострокову зацікавленість резидента однієї держави (його називають прямим інвестором) в одержанні власності, що перебуває в іншій державі» [48].

За рекомендацією ОЕСР (1996 р.) прямі іноземні інвестиції повинні визначатися як інкорпороване або неінкорпороване підприємство, у якому закордонний інвестор володіє 10 % і більше звичайних акцій або акцій із правом голосу інкорпорованого підприємства, або еквівалентною кількістю акцій неінкорпорованого підприємства. Прямі іноземні інвестиції можуть бути організовані у формі дочірніх компаній, у яких інвестор-нерезидент володіє більше 50 % статутного капіталу; у формі асоційованих компаній, у яких інвестор-нерезидент володіє 50 % і менше статутного капіталу; філій, які повністю або частково належать на правах спільної власності неінкорпорованим компаніям. Прямий інвестор, що має у власності не менш 10 % акцій, може впливати на керування компанією або безпосередньо брати участь у її керуванні. При цьому з боку закордонного інвестора не передбачається абсолютного контролю.

Прямі іноземні інвестиції складаються з капітальних ресурсів і нематеріальних активів.

Стосовно портфельних інвестицій, то під ними слід розуміти капітал, вкладений резидентом однієї держави в акції й боргові цінні папери підприємств в іншій державі з метою одержання доходів. Причому вони є «гарячими грошми», або спекулятивним капіталом, внаслідок потенційного ризику швидкої втечі капіталів через розходження між державами в рівнях процентних ставок.

Деякі інші підходи характерні для трактування прямих і портфельних інвестицій в українській економічній літературі, коли, наприклад, перші пов'язуються з реалізацією реальних інвестицій (з безпосередньою участю інвестора у виборі об'єктів інвестування і вкладення коштів), а другі - з

непрямими інвестиціями через посередників. Відповідно до українського законодавства відбувається поділ лише фінансових інвестицій на прямі та портфельні. Пряма інвестиція визначається як господарська операція, що передбачає внесення коштів або майна до статутного фонду юридичної особи в обмін на корпоративні права, емітовані такою юридичною особою. Під портфельною інвестицією розуміється господарська операція, яка передбачає придбання цінних паперів, деривативів та інших фінансових активів за кошти на біржовому ринку (за винятком операцій з купівлі 50 % загальної суми акцій, які належать до прямих інвестицій).

Таким чином, прямі та портфельні іноземні інвестиції мають різну природу й неоднаково позначаються на економіці приймаючої держави.

При оцінці впливу прямих іноземних інвестицій на економічний розвиток приймаючих країн дуже важливо враховувати збільшення сукупного обсягу капітальних фондів за рахунок цих інвестицій. Цей ефект називається збільшенням накопичених капіталів за рахунок залучення закордонних інвестицій.

Протилежний ефект – витиснення національних інвестицій закордонними. Але в багатьох випадках прямі іноземні інвестиції здійснюються не як інвестиції, а як міжнародні операції зі злиття і поглинання, являючи собою передачу закордонним компаніям прав власності на активи національних підприємств, крім того, прямі іноземні інвестиції нерідко фінансуються за рахунок реінвестування доходів.

Слід зазначити, що частка прямих іноземних інвестицій в сукупних капіталах промислово розвинутих країн приблизно у два рази менше цього показника для країн, що розвиваються, і країн з перехідною економікою. Як наслідок зв'язок між прямими іноземними інвестиціями та обсягом накопичених капіталів досить різний в різних державах і залежить від національної політики, форм закордонних інвестицій, конкурентоспроможності національних компаній.

Таким чином, позитивний вплив прямих іноземних інвестицій на економіку приймаючої держави виражається в наступному:

- створення дочірніх компаній і філій транснаціональних корпорацій сприяє розширенню капіталовкладень в економіку, зростанню продуктивності праці й зайнятості;
- спостерігається передача технологій, управлінських і маркетингових навичок (правда, це спостерігається не завжди);
- розширюється доступ національних фірм на міжнародні ринки збуту, тому що налагоджені зв'язки транснаціональних корпорацій нерідко використовуються для експорту товарів;
- транснаціональні корпорації покривають ризики, з якими можуть зіткнутися їхні філії в приймаючих державах. Якщо філія нерентабельна, отримані доходи репатріюються, тобто капіталовкладення окупаються за рахунок прибутку.

Одночасно прямі іноземні інвестиції можуть призводити й до негативних наслідків:

- приймаюча держава втрачає контроль над національним виробництвом і вибором стратегії розвитку. Фактично прямі іноземні інвестиції означають передачу контролю над окремими галузями іноземним фізичним та юридичним особам, що визначають стратегію розвитку;
- прямі іноземні інвестиції можуть витіснити менш конкурентоспроможні, в порівнянні із закордонними, інвестиції національних компаній;
- прямі іноземні інвестиції негативно впливають на платіжний баланс приймаючої держави, якщо філіям потрібне збільшення імпорту (негативний ефект сильніше при імпортозаміщуючому характері виробництва);
- у довгостроковій перспективі прямі іноземні інвестиції ведуть до зростання витрат, тому чим довший строк вкладення, тим вище репатрійовані доходи та роялті.

Відбувається так зване старіння інвестицій, і можливо, що обсяг вивезеного капіталу у формі отриманих доходів перевищить обсяг вкладених прямих іноземних інвестицій.

Вплив портфельних інвестицій на розвиток приймаючої держави також неоднозначний.

З погляду держави-реципієнта, портфельне інвестування не веде до втрати місцевого контролю над власністю компанії, що може повністю належати місцевим фірмам, а також бути спільним підприємством або дочірньою компанією транснаціональної корпорації. Портфельні інвестиції є фінансовими вливаннями й не припускають передачі нематеріальних активів (ліцензій, управлінських навичок, ноу-хау). Також портфельні інвестиції не пов'язані зі специфікою компанії – інвестора, її галузевою структурою. Вони, розширюючи обсяг застосовуваного капіталу, підвищують конкурентоспроможність національних фірм. Їх спекулятивний характер проявляється в потенційному ризику втечі капіталу через розходження в рівнях процентних ставок між державами.

Отже, в одних випадках портфельні інвестиції, наприклад, при купівлі-продажу акцій або корпоративних облігацій на первинних національних і міжнародних ринках, безпосередньо впливають на економіку приймаючої держави. В інших випадках, наприклад, при придбанні цінних паперів, а саме державних облігацій, деривативів іноземними особами на вторинному ринку, спостерігається опосередкований вплив на економіку держави реципієнта. Економіка приймаючої держави одержує вигреш за рахунок збільшення обсягу активів, що сприяє зростанню споживання власників матеріальних цінностей.

Крім того, розвиток портфельного інвестування позитивно впливає на рівень ліквідності банків, що, в свою чергу, надає можливість розширити обсяги видачі кредитів. Активність портфельних інвесторів стимулює зростання внутрішньофірмових поглинань, що за рахунок ефекту мультиплікатора підвищує доходи та рівень інвестиційної активності в

державі. Але в той же час одночасна активність портфельних інвесторів та розширення кредитування призводить до фінансових спекуляцій, росту цін на активи та виникнення фінансових «мільних» бульбашок, що в остаточному підсумку призводить до нестабільності на ринку капіталу та економічного спаду.

В той же час портфельні інвестиції підвищують ліквідність національного капіталу, що є сприятливим для економіки приймаючої держави. Саме портфельні інвестиції зміцнюють фінансову інфраструктуру, збільшують обсяги венчурного капіталу, а це дозволяє створювати нові компанії.

Таким чином, прямі й портфельні іноземні інвестиції мають різну природу й неоднаково позначаються на економіці приймаючої держави. Можна виділити наступні розходження:

- прямі інвестиції надають інвесторові права контролю, а портфельні – ні;
- прямі інвестиції припускають придбання 10 % і більше статутного капіталу компанії, портфельні – менше 10 %;
- прямі інвестиції є довгостроковими вкладеннями, тоді як портфельні, навпаки, – короткостроковими, однак сучасні тенденції, властиві світовим ринкам капіталу, такі, що багато інституціональних інвесторів, придбавши короткострокові активи, вимушені їх тримати більше одного року, тобто розходження між прямими й портфельними інвестиціями в цьому сенсі стає малоістотним;
- різні джерела фінансування: прямі інвестиції фінансуються за рахунок внутрішньофірмових зв'язків, а портфельні звичайно надаються національними компаніями й банками. В останньому випадку збільшується пропозиція грошової маси й ростуть ціни. Прямі інвестиції, на відміну від портфельних, визначають фірмову й галузеву специфіку інвестора;

- прямі й портфельні інвестиції неоднаково впливають на економіку і стан фінансових ринків у державі-інвесторі й реципієнті. Якщо перші стимулюють передачу технологій і розширюють доступ інвесторів на внутрішній ринок, то другі можуть стимулювати розвиток внутрішнього ринку приймаючої держави. Портфельні інвестиції спочатку роблять порівняно сильний макроекономічний ефект, визначаючи динаміку цін на активи й ліквідність фінансового сектора. Навпаки, прямі інвестиції більше позначаються на мікроекономічному рівні, сприяючи зміні структури виробництва в державі-реципієнті;
- портфельні інвестиції носять більше дестабілізуючий характер у порівнянні із прямими, хоча їхній кінцевий результат залежить від політики дочірніх компаній. Втім прямі інвестиції, як і портфельні, можуть збільшувати дефіцит платіжного балансу держави-реципієнта. Прямі інвестори хеджують валютні ризики на основі збалансованості активів і пасивів у різних валютах завдяки банківським позикам і портфельним інвестиціям. Отже, хоча матеріальні активи залишаються в приймаючій державі, транснаціональні корпорації можуть переводити свої фінансові ресурси в інші держави;
- для закордонних портфельних капіталів характерне вкладення на порівняно короткі строки, а також більша ліквідність у порівнянні із прямими. Раніше вкладені портфельні інвестиції йдуть із держави-реципієнта в середньому через 4,5 року, прямі – через 8 років;
- прямі інвестиції супроводжуються передачею нематеріальних активів, що не характерно для портфельних інвестицій.

З напрямком руху інвестиційних ресурсів пов'язані поняття «втеча капіталу» та «чистий приплив капіталу». Втеча капіталу – це переведення значних розмірів капіталу в держави з більш сприятливим інвестиційним кліматом (для уникнення високого оподаткування, негативних наслідків інфляції, ризику експропріації та ін.). Головною метою втечі капіталу є вигідна гарантованість його розміщення в інших державах. Чистий приплив

капіталу – це різниця між обсягом надходження грошових коштів із-за кордону (через позики і продаж іноземним інвесторам фінансових активів) та обсягом вивозу капіталу у формах позик іноземним позичальникам чи купівлі фінансових активів зарубіжних емітентів [48].

А. Меретуков пояснює «втечу капіталу» нелегальною міграцією короткострокового капіталу або рухом так званих «гарячих грошей» у вигляді портфельних інвестицій [130]. У свою чергу, А. Биков та К. Ривкін вважають, що «втеча капіталу» обумовлена несприятливим для вітчизняних інвесторів інвестиційним кліматом. Тобто у нестабільних трансформаційних економіках капітал «втікає» не тільки і не стільки з метою отримання за кордоном вищих прибутків, скільки у пошуках ефективнішої системи регулювання підприємницької діяльності [17, 168]. У цьому процесі не останнє місце належить офшорним зонам, діяльність яких недостатньою мірою контролюється з боку ключових суб'єктів глобалізаційного процесу і, як наслідок, вони стають ефективним стимулом для відмивання грошей. Чимала частина капіталу, що «втекла», повернулася на батьківщину. Проте загалом для країн, що розвиваються, ця проблема загострюється.

Одне з головних завдань, що постає перед державами, які розвиваються, і трансформаційними економіками – мобілізація внутрішніх ресурсів. Особливо складним є це завдання для найменш розвинутих країн. «Втеча капіталу» по суті є експортом частини внутрішніх заощаджень й іноземної валюти. Найочевидніший несприятливий результат «втечі капіталу» – дефіцит ресурсів для фінансування різних національних програм і проектів розвитку.

Відтік капіталу справляє негативну дію на фінанси держави загалом. По-перше, у поєднанні з переоціненою національною валютою (цей факт сам по собі може сприяти і навіть спричинити «втечу капіталу») відтік капіталу з держави збільшує тягар зовнішнього боргу. Постійно звертаючись до зовнішніх запозичень, уряд фактично стимулює «втечу капіталу». Коли зовнішнє джерело зникає, обслуговування зовнішнього боргу цілком



перекладається на державний бюджет. Тоді на порядку денному постає питання про підвищення податків. Уряд опиняється перед альтернативою: або посилення податкового пресу на виробників – найманих працівників, або скорочення витратної частини бюджету за рахунок згортання інвестиційних програм, у тому числі соціальних. Для фінансування бюджетного дефіциту уряд найчастіше вдається до збільшення грошової маси в обігу. Виникає так званий ефект інфляційного податку, що призводить до «втечі капіталу» і доларизації економіки. Врешті це призводить до збільшення бюджетного дефіциту, а отже, до загострення інфляції.

Зниження курсу національної валюти, викликане інфляцією, неминуче призводить до подорожчання зовнішнього боргу, а це спричиняє збільшення дефіциту державного бюджету. Таким чином, виникає замкнуте коло. З одного боку, інфляція провокує «втечу капіталу», а з іншого – саме вона є одним зі стимулів інфляції.

На тлі цієї уваги, яка в умовах глобалізації приділяється свободі пересування приватного капіталу і його залученню до трансформаційної економіки, надзвичайно важливо простежити залежність між припливом і відтоком іноземного капіталу. Відомо, що 30–40 % іноземних запозичень країн, що розвиваються, повертаються за кордон. Американські вчені встановили, що приплив прямих іноземних інвестицій завжди пов'язаний зі зниженням відтоку тіньового капіталу. Емпіричні дослідження Ч. Канта підтвердили цю залежність стосовно всіх трьох методів підрахунку відтоку капіталів. За його розрахунками, у середині 90-х років кожен долар прямих іноземних інвестицій знижував відтік капіталу на 50–84 центи. Таким чином, з погляду зростання бази накопичень створюється мультиплікаційний ефект – приплив капіталів через кордон супроводжується зростанням внутрішніх заощаджень. М. Гертлер і К. Рогофф у 1988 р., а Ч. Кант у 1996 р. у своїх дослідженнях довели, що головними причинами відтоку капіталу в умовах припливу прямих іноземних інвестицій є недоліки управління економікою [18].

Ринок капіталу, як сфера акумуляції ресурсів, відіграє значний вплив на фінансову безпеку будь-якої держави. Основний вплив даного сегмента економіки відбувається через його складові, а саме кредитний ринок та ринок цінних паперів. Слід зауважити, що особливе місце серед сфер впливу посідає й інфраструктура ринку капіталу, що включає в себе платіжну систему, розрахункову систему, облікову систему, біржові та торговельно-інформаційні системи та системи електронних торгів.

Більш детально механізми впливу та їх наслідки представлено в табл. В.5 додатка В.

Отже, найбільш значущими факторами, які впливають через ринок капіталу на фінансову безпеку держави, є розширення сфер та обсягів тіньової економіки, а також посилення тиску з боку транснаціональних корпорацій, фінансових конгломератів та міжнародних фінансових організацій. Звертає на себе увагу те, що поглиблення даних тенденцій відбувається внаслідок розширення меж глобального фінансового ринку. І, як наслідок, держава поступово втрачає можливості національного контролю за ринком капіталу як елементом фінансової системи та економікою взагалі.

## Висновки до розділу 1

1. На основі аналізу попередніх наукових досліджень у роботі доведено, що фінансова безпека держави є складовою економічної безпеки держави, яка в свою чергу забезпечує національну безпеку держави. Забезпечення фінансової безпеки є особливо актуальним в умовах глобалізації ринків капіталу, браку фінансових ресурсів в економіці та появи нових фінансових інструментів, операції з якими законодавчо не врегульовано.

2. У процесі проведеного дослідження було встановлено відсутність єдиного підходу до тлумачення категорії «фінансова безпека держави». З огляду на існуючі поняття в роботі сформульовано визначення фінансової безпеки держави: це такий стан її фінансової системи, що забезпечує захист національних інтересів у сфері державних фінансів, фінансів суб'єктів господарювання, фінансів домогосподарств та характеризується здатністю поглинати та нівелювати рівень екзогенних та ендогенних фінансових загроз.

3. Аналіз науково-методичних підходів до структури фінансової безпеки держави довів їх умовність. А систематизація складових фінансової безпеки держави дозволила виділити в роботі суб'єктно-об'єктну структуру фінансової безпеки держави. В дослідженні доведено, що у стратегічній перспективі забезпечення фінансової безпеки держави має бути спрямоване на одночасний захист інтересів держави, домашніх господарств (населення) та корпорацій, оскільки суспільний розвиток та відтворення можливе лише при органічному розвитку цих трьох складових.

4. Проведене дослідження дозволило визначити концептуальні основи фінансової безпеки держави, а саме мету I порядку, мету II порядку, принципи, функції, фактори, критерії, інструменти, важелі, рівні охоплення, канали впливу, а також довести, що стан фінансової безпеки є головним критерієм оцінки ефективності державної політики і діяльності владних структур під час реформування і розвитку фінансово-кредитної сфери.

5. На сучасному розвитку економічної думки не існує єдиного підходу до визначення категорії «ринок капіталу» та його місця у структурі фінансового ринку. Систематизація теоретичних досліджень дозволила визначити, що безумовно ринок капіталу є складовою фінансового ринку. На основі аналізу підходів до трактування даної категорії сформульовано авторське визначення в якому визначено ринок капіталу як групу взаємозалежних ринків (кредитний ринок та ринок цінних паперів) в системі фінансового ринку, з особливою сферою фінансових відносин, пов'язаних із процесом забезпечення кругообігу середньострокового та довгострокового капіталу в борговій та пайовій формах.

6. У процесі проведеного дослідження визначено, що ринок капіталу не є відособленим елементом фінансового ринку, оскільки фінансові інструменти, які обертаються на ринку капіталу, знаходяться в постійному русі і можуть бути трансформовані, за своїми функціональними ознаками перетворюватись в інструменти грошового ринку.

7. Зважаючи на досить широке коло існуючих науково-методичних підходів до структурування ринку капіталу, у роботі було виділено основні критерії, які дозволяють з'ясувати, у якому сегменті ринку капіталу є загроза, яка вимагає негайного реагування. Це надасть можливість ефективно і стабільно розвиватись не тільки ринку капіталу, а й фінансовому ринку та економіці в цілому. До складу означених критеріїв увійшли наступні: за територіальною ознакою, механізмом трансформації заощаджень, терміном здійснення, формою посередництва, видом фінансових інструментів, стадією обігу цінних паперів, організацією.

8. Проведене дослідження дозволило стверджувати, що ринок капіталу має дві складові: кредитний ринок та ринок цінних паперів, які, в свою чергу, мають суб'єктів та об'єктів, що знаходяться в постійній взаємодії. Ефективне функціонування ринку капіталу неможливе без збереження стабільної ситуації на кредитному ринку та ринку цінних паперів. Усі сегменти ринку

капіталу мають тісний зв'язок між собою, який проявляється через борговий ринок.

9. Систематизація в роботі елементів, які впливають на фінансову безпеку держави, дозволила виявити існування значної кількості та різноманітності схем відмивання «брудних» коштів на ринку капіталу, внаслідок чого не тільки зростають обсяги тіньової економіки, а й збільшується рівень загроз для фінансової безпеки держави. На основі проведеного дослідження було з'ясовано, що вплив на фінансову безпеку держави відбувається через легальні операції на ринку капіталу та ті, які не є такими, що, в свою чергу стимулює розвиток тіньової економіки.

10. У процесі дослідження було визначено механізм впливу ринку капіталу на фінансову безпеку держави та їх наслідки для економічного розвитку. Виявлено також, що основний напрямок впливу відбувається через кредитний ринок на мікро- та макрорівні, а через ринок цінних паперів вплив відбувається за рахунок проведення операцій з акціями та облігаціями, а також через інфраструктуру ринку капіталу.

Основні результати розділу опубліковано в наукових працях [94, 95, 96, 97, 100, 101, 106, 108, 109, 110, 112]

## РОЗДІЛ 2

### АНАЛІЗ ФУНКЦІОНУВАННЯ СЕГМЕНТІВ РИНКУ КАПІТАЛУ ТА ЇХ ВПЛИВ НА ФІНАНСОВУ БЕЗПЕКУ ДЕРЖАВИ

#### **2.1. Розвиток ринку цінних паперів як сегмента ринку капіталу та його вплив на фінансову безпеку держави**

Створення діючого та ефективного ринку капіталу є одним з головних завдань на сучасному етапі розвитку економіки України. Саме ринок капіталу є тією складовою фінансового ринку, яка мобілізує, перерозподіляє та надає реальному сектору економіки інвестиційні ресурси. Особливістю сьогодення є те, що в умовах інтенсивного розвитку глобалізації фінансові ресурси стають більш мобільними і мігрують по ринках капіталу різних країн. Дана тенденція вносить певний аспект небезпеки стабільного розвитку економіки будь-якої держави. Таким чином, питання впливу ринку капіталу на фінансову безпеку держави посідає головне місце серед завдань, які потрібно вирішувати керівництву держави. Необхідно чітко розуміти та враховувати не тільки розвиток вітчизняного фінансового ринку, а і тенденції, які спостерігаються на світовому ринку капіталу. Будь-які масштабні економічні реформи залишаться незавершеними без створення конкурентоспроможного ринку капіталу, здатного мобілізувати, перерозподіляти та надавати реальному сектору економіки інвестиційні ресурси.

Враховуючи тему нашого дослідження, проаналізуємо стан розвитку ринку цінних паперів і кредитного ринку як складових ринку капіталу та з'ясуємо найбільш вагомні чинники, які впливають на фінансову безпеку з боку даних сегментів економіки. На відміну від східноєвропейських країн, в Україні кредитний ринок, як сегмент банківського сектора, відіграє більш

значущу роль у галузі фінансів, і, як наслідок, в економіці. Але інтеграція України до світового простору призвела до розуміння того, що саме ринок цінних паперів є альтернативним, і деякою мірою більш привабливим джерелом фінансових ресурсів. Створення ринку цінних паперів, який буде виконувати функцію акумуляції коштів дрібних інвесторів з метою їх використання у структурній перебудові реального сектора економіки, є тією необхідною умовою розвитку кожної держави в напрямку формування ринкової економіки. Знаковою відмінністю даного процесу від трансформації заощаджень населення в грошові ресурси для суб'єктів господарювання в банківській системі є орієнтація, в більшості випадків, на перерозподіл довгострокового капіталу, який забезпечує процес не тільки простого, а й розширеного відтворення виробництва. Також зауважимо, що у довгостроковій перспективі проблема фінансової безпеки не може бути гарантована без створення конкурентоспроможного ринку цінних паперів.

Історія становлення вітчизняного ринку цінних паперів починається з прийняття законів України «Про цінні папери і фондову біржу» та «Про господарські товариства». На наш погляд, слід виділити наступні періоди в розвитку ринку цінних паперів:

I етап (1991–1994 роки) – створення та становлення ринку цінних паперів в Україні;

II етап (1995–2000 роки) – формування державних регуляторів ринку цінних паперів;

III етап (2001–2007 роки) – зростання та пік розвитку;

IV етап (2008 рік – по теперішній час) – спад і стагнація, поглинання організаторів торгів на ринку цінних паперів іноземним капіталом.

Для кожного періоду характерні певні здобутки, загрози та наслідки для фінансової безпеки держави (табл. Д.1 додатка Д).

Ринок цінних паперів характеризується низкою показників, основними з яких є обсяги випуску цінних паперів, обсяги обігу цінних паперів на організованому та неорганізованому ринках (табл. Д.2 додатка Д).

Аналізуючи розвиток ринку цінних паперів за період з 2000 по 2010 роки, ми можемо відмітити збільшення загального обсягу угод практично в 39 разів, але темп зростання даного показника, незважаючи на певні коливання, має тенденцію до зниження, що свідчить про негативні тенденції на ринку цінних паперів. Показник відношення обсягу угод до загального випуску цінних паперів свідчить про активність на ринку цінних паперів. За період 2000-2010 років спостерігалось збільшення даного показника – з початку періоду до 2004 року – практично в 4 рази, але вже до кінця 2008 року його значення зменшилось більш ніж у 6 разів. Що стосується 2010 року, то значення показника суттєво збільшилось. Наступний показник, який звертає на себе увагу, це обсяг випуску цінних паперів, який збільшився майже в 6 разів. Особливо слід відмітити збільшення його у 2005 році на 78 % у порівнянні з попереднім роком, що, на наш погляд, стало наслідком позитивних очікувань в розвитку економіки України в результаті політичних трансформацій. Одним із важливих показників розвитку ринку капіталу є співвідношення загального обсягу угод на ринку цінних паперів до обсягу валового внутрішнього продукту, для якого характерне поступове зростання. Негативною особливістю українського ринку цінних паперів є незначна частка угод, які укладаються на організованому ринку цінних паперів.

Підтвердив поступове збільшення частки організованого ринку в загальній структурі ринку цінних паперів в Україні і розрахунок коефіцієнта кореляції (табл. 2.1). Наявність незначного зв'язку між загальним обсягом угод та угод на організованому ринку, який існував до 2009 року включно, засвідчив практичну відсутність єдиних правил гри на ринку цінних паперів. Суттєво тенденція змінилась лише у 2010 році, коли коефіцієнт кореляції досяг позначки у 0,77 одиниці, що свідчить про наявність сильного зв'язку між вищезазначеними показниками. Значні зрушення відбулись внаслідок запровадження послуги Інтернет-трейдингу на фондових біржах ПАТ «Українська біржа» та ПрАТ «Фондова біржа «ПФТС», які охоплюють 67 % організованого ринку України. Це значно спростило діяльність інвесторів та



розширило коло фізичних осіб для участі у торгах, в результаті чого обсяг угод на організованому ринку за 2010 рік збільшився у 4 рази, що є максимальною позначкою за аналізований період.

Таблиця 2.1 – Показник взаємозв'язку загального обсягу угод та угод на організованому ринку (авторські розрахунки)

Роки	Темп зростання загального обсягу угод, % (y)	Темп зростання обсягу угод на організованому ринку, % (x)	$(x_j - \bar{x})^2$	$(y_j - \bar{y})^2$	$(x_j - \bar{x})(y_j - \bar{y})$
2000	233,33	147,36	2,91	-127,11	-127,11
2001	174,74	328,57	32 221,43	2 851,33	2 851,33
2002	158,54	70,65	6 149,18	24,73	24,73
2003	186,83	53,85	2 899,82	1 506,43	1 506,43
2004	158,35	268,57	14 281,03	-60,40	-60,40
2005	125,68	174,47	645,23	-842,72	842,72
2006	122,04	177,13	787,78	-1 033,18	-1 033,18
2007	153,07	121,00	787,84	162,32	162,32
2008	117,11	107,43	1 734,01	1 738,24	1 738,24
2009	120,81	95,37	707,23	84,11	243,90
2010	144,09	364,59	132 925,87	20 761,93	52 533,77
Сума	1 429,79	1 341,60	210 003,09	39 188,73	69 902,13
Середнє значення	129,98	121,96	19 091,19	3 562,61	6 354,73
Коефіцієнт кореляції	0,04 (2006 р.); 0,08 (2007 р.); 0,18 (2008 р.); 0,34 (2009 р.), 0,77 (2010 р.)				

Отже, торгівля цінними паперами на організованому ринку залишається нерозвинутою, а неорганізований ринок цінних паперів в Україні є набагато більшим, ніж ринок організований, чого нема в жодній з країн Східної Європи, які успішно розвиваються. Більшість угод на ринку цінних паперів укладається поза біржами, що сприяє утворенню тіньових схем реалізації цінних паперів, позбавляє дрібних акціонерів можливості продати акції за ринковою вартістю. Внаслідок цього відсутній механізм встановлення справжньої ціни, що призводить до введення інвесторів в оману.

Основною проблемою є те, що всі показники та характеристики національного ринку цінних паперів оцінюються на даних організованого

ринку, таким чином іноземний інвестор вважає вітчизняний ринок цінних паперів невеликим за обсягами. Маючи такі висновки, нерезиденти проводять тільки спекулятивні операції короткострокового характеру, які негативно впливають на фінансову безпеку держави. А враховуючи постійні політичні суперечки та відсутність єдиної державної політики, потенційний інвестор не розглядає діяльність на ринку цінних паперів України щодо вкладення довгострокових ресурсів як перспективну та надійну. У свою чергу, дана ситуація свідчить про неієздатність державного апарату здійснювати контроль на ринку цінних паперів України.

Зосередження обігу цінних паперів на організованому ринку має суттєве значення для ефективного розвитку ринку капіталу та забезпечення фінансової безпеки. Саме ліквідний, інвестиційно привабливий, відкритий, прозорий ринок капіталу забезпечить зростання обсягу угод з цінними паперами, що, в свою чергу, збільшить можливість наповнення державного бюджету [208].

Як свідчить досвід функціонування ринку капіталу розвинутих країн, торгівля цінними паперами будь-якого підприємства саме на біржах є ознакою його інвестиційної привабливості. Гарантією прибутковості вкладення капіталу в цінні папери для інвестора є проходження підприємством-емітентом процедури лістингу. До 2008 року в Україні, на наш погляд, була відсутня ринкова модель розвитку ринку цінних паперів. Дана ситуація склалася в результаті відсутності прозорої та ефективної законодавчої бази. І саме прийняття 17 вересня 2008 року Закону України «Про акціонерні товариства» стало важливим кроком в розбудові ринку цінних паперів як складової ринку капіталу. Відповідно до ст. 24 цього закону публічне акціонерне товариство зобов'язане пройти процедуру лістингу та залишатися в біржовому реєстрі принаймні на одній фондовій біржі [157].

Незважаючи на неоднозначне сприйняття цього нововведення професійними учасниками ринку цінних паперів, все ж таки більшість

фахівців вважають, що обов'язковість лістингу дозволить наповнити ринок цінних паперів реальним змістом. Якщо до прийняття цього закону акції були лише інструментом перерозподілу капіталу, то тепер основна їх функція змінилась. Проходження суворої процедури лістингу унеможлиблює ведення в компанії подвійної фінансової звітності, що сприяє створенню прозорої інформації бази про діяльність підприємства, а отже і про його акції. А, це в свою чергу, є позитивним сигналом для інвестора.

Також нововведення змушує емітентів виставляти для відкритого продажу навіть невеликі пакети акцій, а також виплачувати дивіденди [122]. Все це є тими позитивними зрушеннями, які так необхідні Україні для створення фінансової безпеки на ринку капіталу. Одним із важливих показників розвитку ринку капіталу держави є співвідношення загального обсягу угод на ринку цінних паперів до валового внутрішнього продукту (табл. Д.2 додатка Д). Зауважимо, що даний показник за аналізований період зріс в шість разів. На фоні зростання загального обсягу угод та обсягу угод на організованому ринку темпи змін цих показників дещо нестабільні, хоча і знаходяться на рівні більше 100 %.

Пояснити вищезазначені тенденції можна рядом подій економічного та політичного характеру, які відбулись протягом 2000–2010 років. Серед них: продаж державних пакетів акцій, невиконання планів приватизації, корпоративні скандали, ухвалення законів «Про іпотеку» (сприяв появі на ринку іпотечних цінних паперів), «Про обов'язкове пенсійне страхування», «Про акціонерні товариства», входження фінансових конгломератів і транснаціональних корпорацій, погіршення рейтингів фінансової стійкості українських банків, нестабільність на валютному ринку, криза в економіці.

З точки зору фінансової безпеки держави, на особливу увагу заслуговує діяльність організаторів торгів. Саме вони є одним із ключових елементів ринку цінних паперів, які фактично втілюють у собі основні функції ринку капіталу, центральною з яких є формування ціни на вільний капітал.

Діяльність з організації торгівлі на ринку цінних паперів України на

кінець 2010 року здійснювали 10 фондів бірж (ВАТ «Київська міжнародна фондова біржа», ПрАТ «Придніпровська фондова біржа», ПрАТ «Українська міжбанківська валютна біржа», ЗАТ «Українська міжнародна фондова біржа», ЗАТ «Українська фондова біржа», ВАТ «Східно-Європейська фондова біржа», ПАТ «Українська біржа», ПрАТ «Фондова біржа «ІННЕКС», ПрАТ «Фондова біржа «ПФТС», ПАТ «Фондова біржа «Перспектива»). Незважаючи на те, що на ринку цінних паперів України за аналізований період проводили свою діяльність не менше 10 організаторів торгів, більша частка організованого ринку сконцентрована на ПрАТ «Фондова біржа «ПФТС» (далі ПФТС) (рис. 2.1).

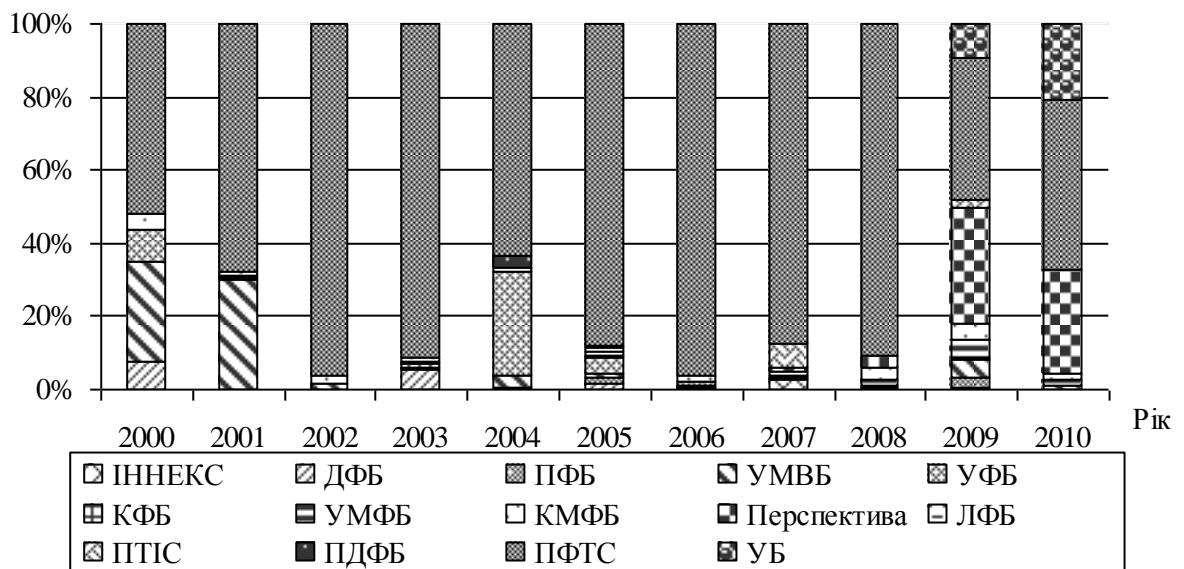


Рисунок 2.1 – Динаміка загального обсягу угод на ринку цінних паперів в розрізі організаторів торгів (складено автором за даними НКЦПФР)

Найбільш вдалим у діяльності ПФТС був 2002 рік, коли за рахунок динамічного розвитку ринку корпоративних облігацій частка даної в той час торгівельно-інформаційної системи на організованому ринку за обсягами торгів склала 95,97 %, а у 2006 році – 96,3 %. Якщо у 2002 році найбільш динамічним сектором ринку цінних паперів був ринок корпоративних облігацій, то за 2006 рік ринок ЦП досяг свого максимуму за рахунок

первинного розміщення і перерозподілу великих пакетів акцій «Одеського НПЗ», «Укрінбанку», «Родовідбанку», загальний обсяг угод було укладено на суму 126 537,53 млн грн., що становить 88,04 %. Але враховуючи те, що тільки з 2006 року ПФТС працює як фондова біржа, а до цього як торгівельна система, дана ситуація свідчить про вкрай нерозвинутий фондовий ринок в Україні.

Отже, ПФТС практично до 2008 року включно був єдиним реально працюючим організатором торгів на ринку цінних паперів України. І саме цей організатор торгів привернув увагу Московської міжбанківської валютної біржі (ММВБ), яка стала стратегічним інвестором ПФТС і придбала у грудні 2009 року 51 % акцій його портфеля за 10 млн дол. [200]. Входження даного гравця на український ринок капіталу загостило конкуренцію за першість між ним, Фондовою біржею РТС та Варшавською фондовою біржею WSE.

Участь іноземного капіталу у статутному фонді вітчизняних організаторів торгів представлено в табл. 2.2.

Як видно з таблиці, на кінець 2010 року 67,4 % операцій, що здійснювалися на організованому ринку цінних паперів України, контролювалися російським капіталом, що, на наш погляд, є певною загрозою не тільки для фінансової безпеки держави, а й для суверенітету України. Слід звернути увагу, що саме ММВБ є близькою до Центрального банку Росії і більшість учасників ринку висловлюють думку про планомірне поглинання російським капіталом українського ринку цінних паперів. Для Росії поглинання фондових бірж України є питанням не тільки економічного, а й політичного характеру. Отже, для поглинання залишилось тільки відкрити кореспондентський рахунок у депозитарії, який має стати центральним. Це, в свою чергу, дозволить мати інформацію щодо власників українських цінних паперів. Зауважимо, що росіяни вже розпочали переговори щодо придбання крупних пакетів акцій Національного депозитарію України та депозитарію МФС.

Таблиця 2.2 – Показники частки іноземного капіталу на ринку цінних паперів України\*

Назва біржі	Частка ринку за обсягами торгів, %			Питома вага іноземного капіталу у статутному фонді біржі, %	Найменування стратегічного інвестора, держава походження, рік входження
	Роки				
	2008	2009	2010		
УМВБ	0,27	5,08	0,97	54	Oakcroft Investments Limited, Віргінські острови (Брит.), 2008 рік
Іннекс	0,23	0,57	0,06	25	Варшавська фондова біржа WAS, Польща, 2008 рік
Українська біржа	0	9,13	20,95	49	ВАТ «Фондова біржа РТС», Росія, 2008 рік
ПФТС	90,02	38,75	46,45	100	Московська міжбанківська валютна біржа, Росія, 2009 і 2010 рік
Інші	9,48	46,47	31,57	–	–

\*Складено автором за даними НКЦПФР

Також необхідно враховувати інформацію щодо можливості об'єднання ММВБ та РТС з метою протидії експансії західних гравців на ринки СНД.

Якщо ця подія відбудеться, то об'єднання ПФТС і Української біржі не уникнути, що, на наш погляд, негативно позначиться на розвитку ринку капіталу, бо монополія ніколи не приносила позитивних результатів в економіці. Основною небезпекою монополізації є те, що вона штучно викликає рух курсів, тим самим дезорієнтує інвесторів, змушуючи їх змінювати інвестиційну стратегію та перегруповувати власні активи, а це, в

кінцевому результаті, може призвести до інвестиційної кризи, яка проявиться в першу чергу на фінансовому ринку. Отже, монополізація спроможна генерувати як мікрокризи, так і макрокризи.

В той же час українським ринком цінних паперів активно цікавляться Deutsche Börse (Німеччина), Hong Kong Exchanges & Clearing (Гонконг), Singapore Exchange (Сінгапур), SWX Swiss Exchange (Швейцарія), Wiener Börse AG (Австрія), NYSE Euronext (США), NASDAQ OMX Group (США), що може кардинально змінити частки бірж в обсягах торгів.

Втрата монопольного положення ПФТС, загострення конкуренції та входження сильних гравців на український ринок цінних паперів, на наш погляд, сприятиме появі нових фінансових інструментів, зменшенню цін на послуги бірж, створенню прозорих та чітких правил гри. Але залишаються незавершеними проблеми впровадження більш якісних технологій та цивілізованих механізмів торгівлі цінними паперами, забезпечення прав і законних інтересів інвесторів на ринку цінних паперів, формування в Україні прозорого і більш ліквідного ринку капіталу в цілому.

Безконтрольне проникнення іноземного капіталу на ринок цінних паперів, як і в ситуації з банківським сектором, врешті-решт призведе до того, що Україна, маючи величезний інвестиційний потенціал, при повній політичній безвідповідальності щодо даних питань, стане фінансовим аутсайдером і назавжди втратить можливість самостійно приймати політичні та економічні рішення.

Отже, на сучасному етапі розвитку ринку цінних паперів в Україні постає питання контролю за гравцями та виконання основної задачі даного сегмента, а саме перерозподіл капіталу між спекулятивними та корпоративними секторами на користь останніх. Певні корективи у розвиток вітчизняного ринку капіталу внесла світова фінансова криза. Політична криза в Україні також негативно позначилися на ситуації на фінансовому ринку держави, що віддзеркалилось на ключових індикаторах українського ринку цінних паперів. За 2008 р. в цілому Індекс ПФТС знизився на 74,33 % – з

1 174,02 до 301,42 пункту, але у 2010 році піднявся до позначки 975,08 пунктів (рис. Г1 додатка Г). При цьому найбільша активність спостерігалась при торгівлі акціями підприємств металургійної, машинобудівельної та нафтопереробної галузі.

Наступний показник, який привертає до себе увагу, – капіталізація вітчизняного ринку цінних паперів (рис. 2.2).

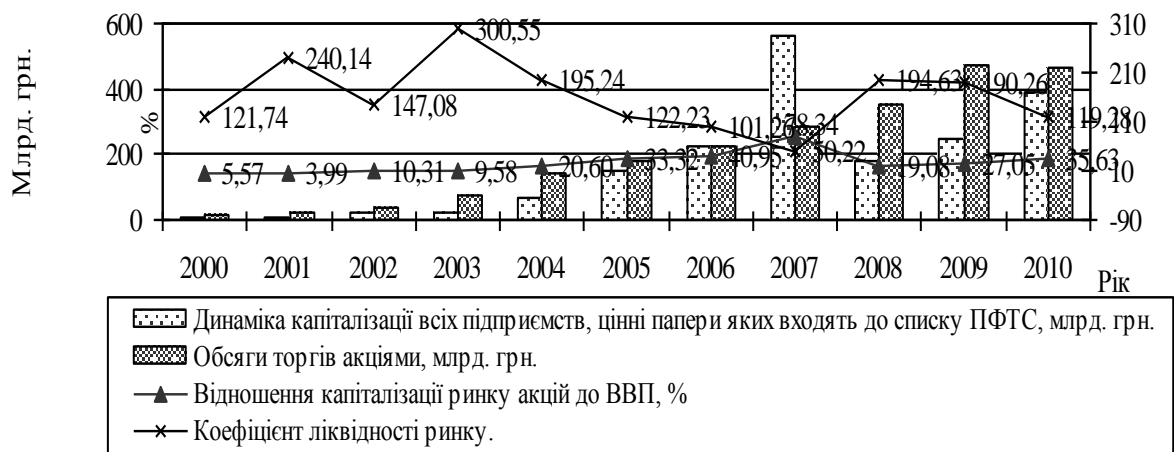


Рисунок 2.2 – Динаміка основних індикаторів кон'юнктури і переливу капіталу (складено автором за даними НКЦПФР, ПФТС, НБУ)

Оскільки акції завжди розміщуються за ціною, не нижчою від номінальної, є підстави сприймати оцінку капіталізації ринку на матеріалах ПФТС як таку, що відображає реальний попит і пропозицію щодо фондових активів. Розглядаючи коливання вище представлених показників, зазначимо, що незважаючи на те, що кількість акцій в біржовому списку ПФТС коливалася, показник капіталізації ринку мав постійну тенденцію зростання, за винятком 2001 та 2008 років. Причому 2006 та 2007 роки були показовими з точки зору відсутності взаємозв'язку між даними показниками. Зокрема, у 2006 році кількість акцій у біржовому списку знизилася практично в 2 рази, а капіталізація підприємств, цінні папери яких входили до списку ПФТС, збільшилась у 1,5 разу. Вже у 2007 році спостерігалось підвищення



капіталізації ринку до 564,6 млрд грн., що у 2,5 разу більше, ніж у 2006 році, при цьому кількість акцій збільшилась всього на 11 %. Як наслідок політичної та економічної кризи капіталізація ринку знизилася у 3 рази і досягла позначки 181,28 млрд грн., а кількість зменшилася всього на 10 %. У 2009 та 2010 роках ситуація дещо стабілізувалася.

Показник насиченості господарського обороту цінними паперами та роль ринку цінних паперів у перерозподілі грошових ресурсів на цілі інвестування можна оцінити за індикатором «капіталізація ринку акцій / ВВП» (див. рис. 2.2). Даний показник не є мірилом ступеня розвитку економіки держави. Він здебільшого характеризує національні особливості залучення капіталу. Отже, як показано на рис. 2.2, за 2000–2003 роки спостерігався незначний розвиток ринку акцій, який коливався у межах 5–10 %, що є свідченням традиційної ролі банків у забезпеченні промислових підприємств капіталом. Подальша тенденція розвитку даного показника, а саме збільшення його на 10 % щорічно за період з 2003 по 2006 роки, дала можливість говорити про поступовий перехід фінансової системи від континентальної моделі, що спирається на банки, до англосаксонської – з опорою на ринок цінних паперів. Але дане твердження було б помилкове. Збільшення даного показника на 38 % у 2007 році говорить про спекуляції на ринку цінних паперів України, при цьому, на наш погляд, спекулятивна гра на українському ринку цінних паперів почалась у 2002 році, коли даний показник збільшився у 2,5 разу, в той же час, за даними ПФТС, найбільша частка торгів належала корпоративним та державним облігаціям.

Отже, тенденції, проілюстровані на рис. 2.2, показують про явний перегрів ринку у 2006 та 2007 роках. Підтвердженням цього є падіння даного показника у 2008 році більш ніж у 4 рази. У 2006 році, на наш погляд, сформувалася ілюзія вартості у відриві від економічної реальності цін, виникла фінансова спекуляція. Слід звернути увагу, що за твердженням науковців, фінансові спекуляції мають позитив у кількох аспектах.

По-перше, завдяки помірним спекуляціям фінансові ринки набувають характеристики ліквідності. Спекулянти уособлюються з основною групою учасників вторинного ринку. Спекулятивні вкладення на вторинному ринку примножують попередньо вкладені кошти, в тому числі і населення, - результатом є збільшення платоспроможного попиту. По-друге, спекулянти перебирають на себе і переважну частину ринкового ризику, без якого не може бути і самої спекуляції.

Головною небезпекою фінансової спекуляції, яка перекриває всі позитиви, є перетворення капіталу на фікцію, тобто утворення «макробульбашки» як результату непродуктивного господарювання. Фактично будується фінансова піраміда, падіння якої провокує фінансову кризу і обвал (крах) ринків. Падіння фінансових пірамід завжди відбувається через відсутність продуктивної основи капіталізації авансованих ресурсів. Оцінка останніх при цьому ґрунтується на фіктивній віртуальній вартості, якої реально в природі не існує. Спекулятивний капітал функціонально проявляється через вкладення в короткострокові активи, – інакше спекулятивний прибуток не може бути отриманий. Тому спекулянти уникають довгострокових вкладень. Не тільки обсяги нерозміщених ресурсів, а й надлишок спекулятивного капіталу визначають надлишкову ліквідність ринків [86].

Особливою небезпекою спекуляції для фінансової безпеки держави є те, що «розгойдуючи» курс, трейдери фактично збільшують розрив між реальною вартістю цінних паперів та його спекулятивною ціною. Тим самим збільшують ймовірність різкого падіння капіталізації ринку цінних паперів, а отже і обсяги збитків учасників на ринку цінних паперів. Що стосується України, то як і на більшості ринків, що розвиваються, переважну більшість у структурі учасників складають нерезиденти. А це, в свою чергу, підвищує ризик виводу капіталу, що призводить до тиску на валютний курс та породжує хаос серед учасників внаслідок обвалу вартості цінних паперів.

Підтвердженням спекулятивних операцій на ринку цінних паперів є динаміка коефіцієнта ліквідності, який розраховується як відношення обсягу торгів акціями до ринкової капіталізації (рис. 2.2). Зазначимо, що протягом перших чотирьох років аналізованого періоду коефіцієнт ліквідності мав суттєві коливання з мінімальним його значенням у 2000 році, та максимальним значенням у 2003 році. Але у 2004 році спостерігається різке падіння даного показника, і до 2007 року його значення зменшилось майже у 4 рази. Особливу увагу звертає на себе різке збільшення коефіцієнта ліквідності у 2008 році, практично в 4 рази при незначному збільшенні обсягу торгів акціями за останній рік, це свідчить про певні «нездорові» тенденції на ринку цінних паперів та ринку капіталу. А саме використовуючи слабку інфраструктуру вітчизняного ринку цінних паперів та відсутність чітких правил гри, торговці «розгойдували» вартість цінних паперів до максимальних розмірів, тим самим обманюючи довіру не тільки іноземних інвесторів, а й найголовніше – великого внутрішнього інвестора – населення, якому не залишається іншого вибору як розміщати кошти на депозитних рахунках.

Зниження рівня ліквідності свідчить про хаотичність руху капіталу на вітчизняному ринку цінних паперів, що в свою чергу спотворює реалії ринкової кон'юнктури. Дана ситуація стала наслідком існуючих розривів між ціною покупця і продавця, відносно невеликої кількості угод та незначної чисельності професійних учасників.

В умовах фінансової кризи провідна роль у стимулюванні економіки належить монетарним факторам. Як показує світова практика функціонування фінансових ринків, між рівнем монетизації економіки, тобто насиченості господарського обігу грошовими засобами, та рівнем капіталізації ринку цінних паперів існує позитивна кореляційна залежність. Чим більш насичена економіка грошовими ресурсами, тим більше значення в господарському обігу має фондова складова. Зазначимо, що для більшості країн, що розвиваються, даний показник становить 40–50 %. Що стосується

України, показник монетизації господарського обороту збільшився за аналізований період практично в три рази, з 19 до 54 % (рис. 2.3).

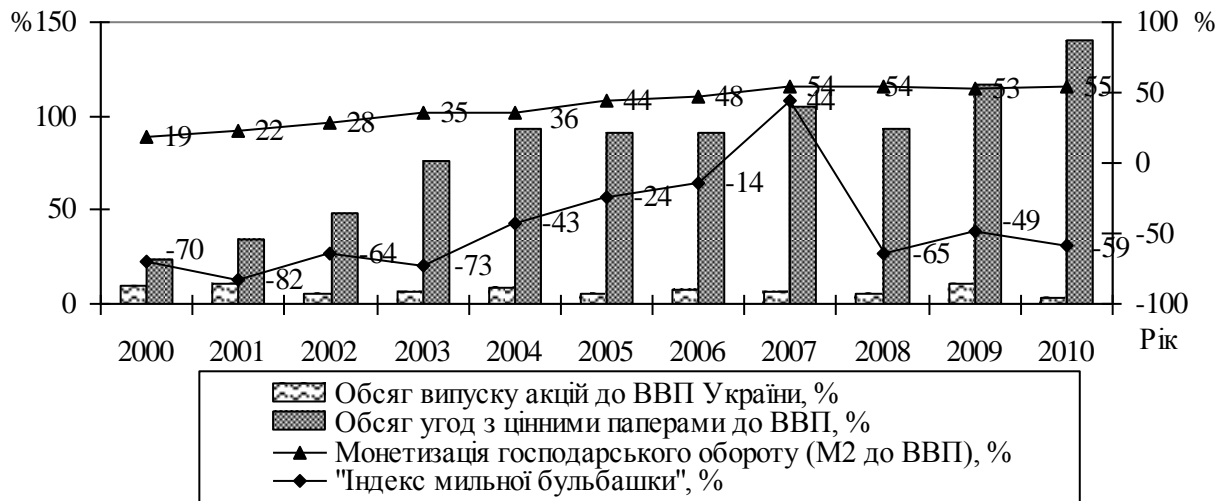


Рисунок 2.3 – Динаміка монетарних показників, %  
(складено автором за даними НКЦПФР, ПФТС, НБУ)

Звертає на себе увагу 2007 рік, коли відбулося зростання грошової маси в обороті у порівнянні з попереднім періодом на 8 % і, як наслідок, спостерігалось поживлення на ринку цінних паперів, показник обсягу угод з цінними паперами до ВВП збільшився на 15 %, у порівнянні з 2006 роком.

Особливу увагу на себе звертає значення відносно нового показника ринку цінних паперів – «індексу мильної бульбашки». Незважаючи на інтенсивний розвиток ринку цінних паперів, за період з 2000 по 2010 роки даний показник демонстрував від'ємні значення, що свідчить про перевищення грошової маси над капіталізацією. Винятком був лише 2007 рік, коли «індекс мильної бульбашки» становив 44 %. Але значне зростання у порівнянні з попереднім періодом та перевищення показника капіталізації над грошовою масою є свідченням вразливості ринку цінних паперів і залежності його від динаміки процентних ставок на міжбанківському ринку. Тобто ми можемо говорити про спекулятивний розвиток ринку цінних паперів у 2007 році, що негативно впливає на фінансову безпеку держави. Зазначимо, що як свідчить практика, стале зростання ринку цінних паперів

відбувається за умов досягнення значення «індексу мильної бульбашки» рівня 15–25 %.

Отже, в українській економіці відбулися достатньо суттєві зміни в обсязі випуску грошової маси, що, в свою чергу, сприяло розвитку ринку цінних паперів за рахунок внутрішніх коштів.

При вивченні питання розвитку ринку цінних паперів України необхідно враховувати інтегрованість вітчизняного ринку капіталу у світовий фінансовий простір. Зазначимо, що внаслідок падіння фондових індексів провідних банків та фінансових компаній на світових ринках у 2007 році спекулятивний капітал, що шукає привабливі ринки з високими темпами зростання та прибутковості, звернув свою увагу на держави з фінансовими ринками, що розвиваються. За оцінками фінансових експертів, співвідношення ризику та прибутковості в таких державах було досить привабливе. Як наслідок, у 2007 році ринки цінних паперів таких країн продемонстрували зростання, а Китай та Україна стали лідерами такого зростання.

Зауважимо, що домінування іноземних інвесторів характерне для всіх ринків цінних паперів на початковому етапі їхнього розвитку. Великі внутрішні інвестори з'являються пізніше, коли активними гравцями ринку стають інвестиційні і недержавні пенсійні фонди, а у фізичних осіб з'являється достатньо вільних грошових ресурсів, і вони розуміють, розміщати кошти можна не лише на депозитах. На сучасному етапі більшість українських компаній з управління активами займаються консолідацією недооцінених підприємств із наступним перепродажем західному інвестору.

За оцінками експертів, частка нерезидентів на початок 2009 року на вітчизняному ринку цінних паперів складала близько 80–85 %, що являє собою надзвичайну небезпеку для стабільного розвитку ринку капіталу, якщо враховувати і те, що ці ресурси мають спекулятивну природу. Отже, у разі зміни тенденцій на світових ринках і швидкого відтоку капіталу з вітчизняного ринку цінних паперів відбудеться фактична зупинка діяльності

організаторів торгів. Підтвердженням цього є події 2009 року, коли ПФТС декілька разів припиняла торги.

Вищезазначене твердження підтвердили події 2009 року, коли внаслідок кризи більшість іноземного капіталу з українського ринку переорієнтувався на ринки країн BRIC (Бразилія, Росія, Індія, Китай). Дана тенденція мала неоднозначні наслідки для розвитку українського ринку цінних паперів. Разом з негативними тенденціями, про які вже було попередньо зазначено, відбулись і позитивні зміни, а саме збільшилась роль інвесторів – резидентів. Їх частка в загальному обсязі торгів у 2009 році збільшилась до 50 %. Ця важлива позитивна тенденція має покращити ліквідність вітчизняного ринку цінних паперів та захистити його від негативного впливу внаслідок різких коливань активності іноземних інвесторів.

Таким чином, події останніх двох років, на наш погляд, актуалізували питання необхідності подальшої розбудови ринку цінних паперів та залучення ресурсів внутрішнього інвестора.

Отже, враховуючи тему нашого дослідження та реалії фінансової кризи, зазначимо, що ринок цінних паперів не несе найболючіших проблем та реальних загроз на сучасному етапі свого розвитку. Сьогодні він лише створює певний тиск на валютний ринок, оскільки відбувається відтік спекулятивного капіталу. Значного впливу цього каналу на розвиток реального сектора в Україні не буде. По-перше, на організованому ринку цінних паперів здійснюється незначна частка угод, а, по-друге, слід зазначити, що на частку іноземних інвестицій та інших джерел фінансування, до яких належать і кошти ринку цінних паперів, припадає, за свідченнями аналітиків, лише 5–7 % усіх інвестицій [51].

Необхідно зауважити, що ринок капіталу в Україні не відрізняється значною різноманітністю цінних паперів (рис. Д.2 додатка Д). Особливістю вітчизняного ринку цінних паперів є домінування пайових цінних паперів. За період з 2000 по 2010 роки значну частку в обсягах випуску цінних паперів

займають акції та облігації підприємств. Звертає на себе увагу те, що за аналізований період частка акцій мала тенденцію до скорочення, а облігації підприємств – до зростання. Причому, якщо у 2000 році у структурі обсягів випуску акції займали 98,4 %, а облігації підприємств – 0,7 %, то в 2010 році ваги розподілились відповідно 41,4 % та 9,7 %.

Динамічний розвиток вітчизняного ринку капіталу почався у 2001 р. з випуску облігацій ЗАТ «Київстар Дж.Ес.Ем.», АКБ «Райффайзенбанк Україна», ТОВ «Аркада-фонд». Абсолютний приріст обсягів емісії облігацій емітентів всіх форм власності за 2001 р. становив 624,43 млн грн.

Аналізуючи обсяги емісії корпоративних цінних паперів, необхідно пам'ятати про їх істотний вплив на фінансовий ринок. Зауважимо, як зазначалось у першому розділі, саме акції є тим фінансовим інструментом, який найчастіше використовують з метою відмивання брудних коштів. Також зазначимо, що акції, які емітуються для збільшення статутного капіталу діючих підприємств, забезпечують мобілізацію інвестиційних ресурсів і сприяють економічному розвитку, а тим самим – створенню товарної маси й зміцненню грошової системи. Протилежний вплив мають акції, емітовані в процесі приватизації підприємств. Виручені від продажу цінних паперів кошти направляються в бюджет, з наступним використанням на фінансування бюджетних витрат, що в більшості випадків призводить до збільшення грошової маси в обороті.

Аналіз ринку цінних паперів в розрізі обсягу торгів показав, що в загальній структурі лідируючі позиції з різницею у 10 % займають акції та векселі, третю позицію посідають облігації підприємств, за виключенням 2009 та 2010 років, коли вони поступились державним облігаціям (табл. Д.3 додатка Д).

Використання акцій та векселів пов'язане з низкою загальних проблем вітчизняного фондового ринку, а саме: засиллям інсайдерів в управлінні акціонерними товариствами, порушенням прав міноритарних акціонерів на ринку акцій, відносно невеликою часткою угод з цими видами цінних паперів

на організованих ринках. Векселі, крім інфляційного тиску, надають можливість ухилитись від податків та створюють умови для спекуляцій. Ці чинники створюють певні перешкоди для використання акцій та векселів на більш інформаційно відкритому організованому ринку та дають певні переваги іншим цінним паперам, до яких, насамперед, можна віднести облігації підприємств.

За всіма іншими цінними паперами спостерігається тенденція росту. Привертає на себе увагу незначна частка в загальній структурі облігацій місцевих позик, що свідчить про відсутність культури позики капіталу місцевими органами влади, а це в свою чергу уповільнює загальноекономічний розвиток держави. Дана ситуація склалась як наслідок того, що основні запозичення держави відбуваються через державні облігації. Але необхідно пам'ятати, що саме надмірна емісія державних цінних паперів слугувала причиною фінансової кризи, обвалу рубля й нового сплеску інфляції в Росії.

Отже, ринок цінних паперів відіграє одну з провідних ролей у забезпеченні фінансової безпеки держави. Основні тенденції, які відбуваються останнім часом, засвідчили про недооцінку впливу даного сектора економіки на розвиток ринку капіталу.

Особливе місце на ринку капіталу України займають облігації внутрішньої державної позики (ОВДП) та облігації зовнішньої державної позики (ОЗДП). Державні запозичення на ринку цінних паперів відіграють важливу роль як багатогранний інструмент, який впливає не тільки на стан розвитку вітчизняного ринку капіталу, а й на функціонування всієї фінансової системи.

Варто зауважити, що обсяг випуску даних видів цінних паперів має циклічний характер із загальною тенденцією до зростання. Так, якщо у 2000 році загальна сума за ОВДП та ОЗДП становила 23 022 556 тис. грн., то до 2010 року вона зросла в 9 разів і склала 194 858 378 тис. грн. Слід зазначити, що якщо за період 2000–2008 роки питома вага суми, залученої за



рахунок випуску ОЗДП, завжди була більшою, то 2009 та 2010 роки стали виключенням (рис. Д.3 додатка Д). Отже, абсолютне переважання у структурі запозичень ОЗДП протягом 9 років обумовило вразливість та залежність вітчизняного ринку капіталу від коливань на світових ринках, що негативно впливає на фінансову безпеку держави. Також зазначимо, що ОЗДП номіновані в іноземній валюті, і, як наслідок, при найменшій девальвації гривні до іноземної валюти виникають проблеми в обслуговуванні державного боргу та тиску на валютний курс.

Що стосується особливостей впливу ОВДП на фінансову безпеку держави, частка яких значно збільшилась у 2009 та 2010 роках, в даному випадку слід відзначити, що різке зростання обсягів розміщення та підвищення прибутковості разом зі скороченням терміну погашення є свідченням формування в Україні «фінансової піраміди». Також слід зазначити, що висока прибутковість ОВДП не стимулює банки видавати кредити підприємствам, які працюють в реальному секторі, що негативно впливає на розвиток економіки держави. Вищезазначені умови випуску ОВДП стимулюють нерезидентів до входу на вітчизняний ринок капіталу, що негативно впливає на фінансову безпеку держави. Через надходження короткострокового капіталу відбувається зміцнення гривні, яке фактично не відповідає рівню розвитку економіки, як наслідок – у майбутньому можна прогнозувати девальваційний шок національної валюти, який буде супроводжуватись втратою резервів, що негативно вплине на фінансову безпеку держави.

## **2.2. Аналіз стану кредитного ринку в контексті забезпечення фінансової безпеки держави**

Кредитний ринок є важливим елементом ринку капіталу, який забезпечує не тільки регулювання грошово-кредитного обігу, а й рух, перерозподіл і ефективне використання фінансових ресурсів.

Останніми роками банківська система України взагалі та кредитний ринок зокрема розвивається досить динамічно. За період з 2000 по 2010 роки спостерігаються суттєві кількісні та якісні зміни в банківській системі України. Але нестабільність на світовому фінансовому ринку та відсутність позитивних зрушень в економіці України обумовили уповільнення розвитку вітчизняної банківської системи (рис. Е.1 додатка Е). В той же час зменшення значення показника адекватності регуляторного капіталу за 2000–2010 роки свідчить про зниження рівня капіталізації банків України. Також поступове зниження частки власного капіталу в структурі пасивів комерційних банків свідчить про ризикову політику банківських установ не лише щодо залучених ресурсів, а й щодо проведення кредитних операцій. А це, в свою чергу, знижує рівень фінансової стабільності банківської системи, що негативно впливає на фінансову безпеку ринку капіталу. Різде падіння рентабельності капіталу у 2009 році та від'ємне його значення у 2010-му змусило керівників банківських установ переглянути не тільки організаційну структуру, а й клієнтську політику (рис. Е.2 додатка Е).

З огляду на тему нашого дослідження проведемо більш детальну оцінку кредитного ринку як складової ринку капіталу. За період 2000-2010 роки загальна частка кредитів по відношенню до ВВП суттєво зросла з 12 до 67 %. Дану тенденцію можна було б відзначити як позитивне явище в економіці України, але якість кредитного портфеля і темпи зростання обсягів кредитування призвели до дестабілізації не тільки ринку капіталу та фінансової системи, а й негативно вплинули на соціально-економічний стан

держави. Особливу увагу привертає до себе різке збільшення вищезазначеного показника з 2005 року. Перш за все, відзначимо, що частка довгострокового кредиту в ВВП за період 2000–2010 роки збільшилась з 2 до 45 %, а частка короткострокового кредиту – з 9 до 22 %. Показовим був 2004 рік з точки зору зміни позицій між довгостроковим та короткостроковим кредитом, а саме частка довгострокового кредиту у ВВП вперше перевищила частку короткострокового кредиту у ВВП на 2 %. В подальшому тенденція збереглась, але щорічний розрив між двома показниками кожного року збільшувався. Слід відзначити, що частка кредитів у національній та іноземній валюті у ВВП протягом аналізованого періоду поступово збільшувалась, за виключенням двох останніх років, коли частка кредитів у іноземній валюті різко скоротилась з 46 до 31 % (рис. 2.4).

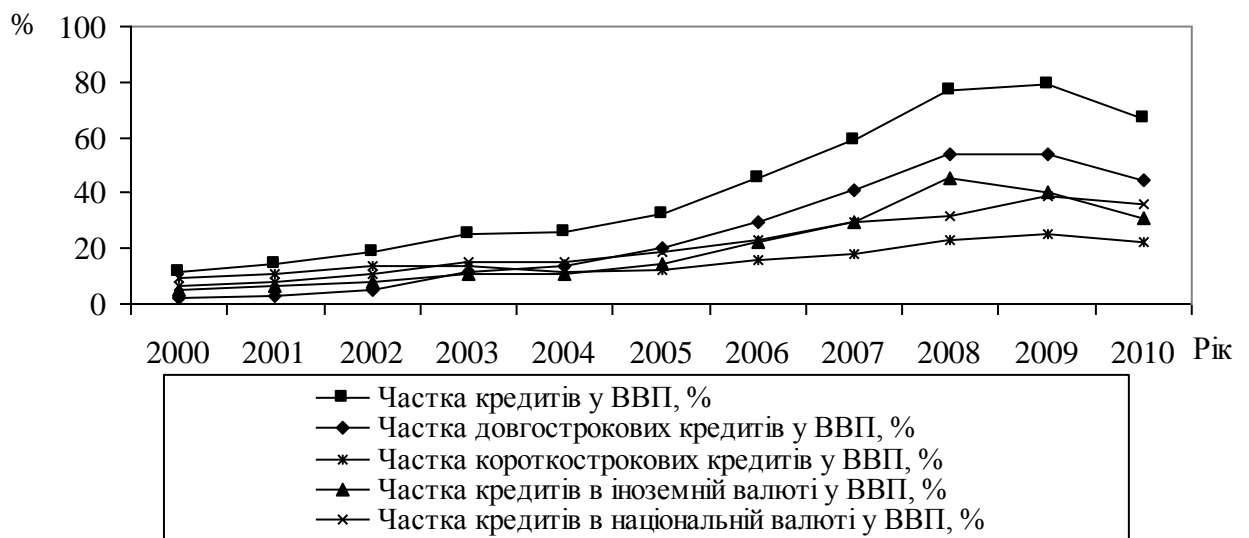


Рисунок 2.4 – Показники частки кредитів у структурі ВВП  
(складено автором за даними НБУ, Держкомстату України)

Привертає до себе увагу і той факт, що частка кредитного портфеля в активах з 2006 року перевищує максимально допустиму позначку у 65 %. Внаслідок перевантаження банків позиками відбулося погіршення не тільки результатів їх діяльності, а й виникла загроза для фінансової безпеки

держави. Особливу увагу слід звернути на те, що якщо у 2000 році сума кредитів, виданих юридичним особам, перевищувала суму кредитів фізичних осіб у 19 разів, то вже у 2010 році вона перевищувала тільки в 2,5 разу, що засвідчує проїдання капіталу, а не направлення його на розвиток економіки (табл. Е.1 додатка Е).

Стосовно співвідношення довгострокових та короткострокових кредитів більшу частку в загальній структурі з 2000 по 2003 рік включно займали короткострокові, та з 2004 року ситуація змінилась на користь довгострокових кредитів, що, на наш погляд, є позитивним зрушенням для подальшого розвитку вітчизняної економіки.

Також зауважимо, що в структурі як довгострокових, так і короткострокових кредитів, більшу частку займають кредити, видані юридичним особам, але в той же час їх частка в кінці аналізованого періоду значно зменшилась.

Для показника «темپ приросту кредитів, виданих юридичним особам» спостерігався незначний діапазон коливання – в середньому 10 %, а для показника «темپ приросту кредитів, виданих фізичним особам», характерні значні коливання, особливо у 2002 та 2005 роках (табл. Е.1 додатка Е).

Також слід звернути увагу на перевищення темпів приросту кредитів, виданих фізичним особам, над кредитами виданими юридичним особам, за виключенням 2009–2010 років. Йдеться передусім про перевищення темпів збільшення обсягів споживчого кредитування над темпами зростання кредитування реального сектора економіки. За таких обставин, по суті, всі зовнішні запозичення банків йдуть насамперед на кредитування споживчих витрат (в основному на придбання імпортової побутової техніки та автомобілів), а також на іпотечне кредитування. Хоча слід зауважити, що видача іпотечних кредитів розвивала будівельну галузь України, з одного боку, а також кредитувала держави-виробники будівельних матеріалів. Таким чином, залучаючи зовнішні запозичення, комерційні банки за рахунок цих же коштів в основному кредитували зарубіжних виробників. З іншого

боку, враховуючи те, що в структурі довгострокових кредитів переважає частка кредитів, виданих суб'єктам господарювання, це певною мірою свідчить про нарощення обсягів кредитування інвестиційної діяльності. Поступово суб'єкти господарювання все більшу увагу приділяють процесу реконструкції та модернізації виробництва, що сприяє нарощенню виробничого потенціалу держави.

Про наявність дисбалансу між активами та пасивами у банківській системі свідчить тенденція, представлена на рисунках Е.3, Е.4 додатка Е.

Дані діаграми демонструють перевищення кредитів над депозитами у 2007–2010 роках, незважаючи на явні кризові ознаки на фінансовому ринку України. Отже, в даний період банківська система має тенденцію до надмірної кредитної експансії. Зворотною стороною є погіршення якості кредитного портфеля. Водночас стрімке зростання обсягів кредитування утрудняє для регулюючих органів моніторинг якості кредитного портфеля банку через його швидку зміну [12].

Зазначимо, що протягом останніх 20 років кредитна експансія передувала банківським кризам у багатьох державах, включаючи Японію, держави Латинської Америки у 1980-ті роки, держави Південно-Східної Азії у 1990-ті. Наприклад, у Південній Кореї напередодні кризи 1997 року сумнівна і безнадійна заборгованість в абсолютному вираженні збільшилась з 12,2 трлн до 22,6 трлн дол. США, а її частка у кредитному портфелі – з 3,9 до 6 %. За високими темпами економічного зростання в державах Південно-Східної Азії вже багато років ховалася вразливість банківської системи. Попит на кредити був стійким, поки економіка зростала. Остання криза виявила низьку якість кредитних портфелів банків багатьох країн, а це, в першу чергу, – провина уряду та центральних банків. Досвід вказаних країн свідчить: якщо збільшення обсягів кредитування більш ніж у два рази перевищує зростання ВВП, це може вважатися ознакою потенційної загрози настання банківської кризи [75].

Слід звернути увагу, що 2004 рік був досить складним для банківської системи, а 2008 рік ознаменувався початком фінансової кризи, поштовхом до якої стало зниження попиту на вітчизняну продукцію машинобудування, хімічної та металургійної промисловості на світових ринках. Це, в свою чергу, призвело до погіршення фінансового стану суб'єктів господарювання, а в окремих випадках – до їх дефолту і, як наслідок, до неповернення кредитів банкам юридичними та фізичними особами. Внаслідок девальвації гривні щодо іноземної валюти зменшилася спроможність позичальників погашати свою заборгованість перед банками, насамперед за позичками в іноземній валюті, що спричинило зростання проблемних кредитів у фізичних осіб.

Це доволі серйозна проблема, оскільки є межа, за якою наявний в Україні капітал не зможе перекривати збитки, спричинені кредитами, наданими банками. Якщо збитки перевищують капітал, то це може призвести до банкрутства і як наслідок виникає необхідність капіталізації чи націоналізації банківської установи. Отже, виникає пряма загроза фінансовій безпеці ринку капіталу.

Саме тому банки зацікавлені у пролонгації кредитів та у різних формах реструктуризації кредитних портфелів з метою виплати лише відсотків (залежно від того, яким є рівень капіталізації банку та рівень доходів). Частина банків у 2007 та 2008 роках узагалі почала продавати свої кредити колекторським фірмам [55]. За підсумками 2010 року, банки передали колекторським фірмам проблемних кредитів на суму 2-5 млрд грн., основна частина з яких – споживчі кредити. Лідируючі позиції серед банків, які скористались послугами колекторських фірм, стали: Альфа-Банк – 600 млн грн., Правекс-Банк – 520 млн грн., Сведбанк – 190 млн грн., Кредобанк – 160 млн грн. Для покращення якості кредитного портфеля комерційних банків НБУ прийняв постанову від 13.09.2010 № 424 «Порядок формування банками резервів за кредитами і нарахованими за ними процентами та списання безнадійної заборгованості». У 2010 році спрощеним порядком

списання безнадійної заборгованості за рахунок сформованих резервів скористалось широке коло банків України, серед яких: Промінвестбанк, УкрСиббанк, Приватбанк, Альфа-Банк. Ще одним із способів вирішення питання проблемних кредитів є створення деякими вітчизняними банками власних факторингових компаній. Даним компаніям продавали, здебільшого, проблемні кредити юридичних осіб.

Отже, сума проблемних кредитів за період 2000-2010 роки зростає майже у 32 рази, що свідчить про досить низьку якість банківських активів. Але в той же час у загальній структурі кредитного портфеля його частка залишається незначною (рис. Е.5 додатка Е).

Банківська криза, яка розпочалась у 2008 році, засвідчила неспроможність банківської системи трансформувати заощадження в інвестиції. Саме недостатність обсягів кредитування інвестиційних проектів через низьку капіталізацію вітчизняних банків призвела до падіння конкурентоспроможності економіки України. Дані рис. Е.6 додатка Е свідчать, що частка кредитів інвестиційного призначення значно зросла, але в той же час переважна кількість кредитів видана на поточну діяльність суб'єктів господарювання.

На фоні значного зносу основних виробничих фондів майже в усіх секторах економіки така ситуація свідчить про те, що найближчим часом кардинальних змін у ресурсо- та енергозбереженні у процесі виробництва не відбудеться, що і в подальшому сприятиме зниженню рівня конкурентоспроможності національної економіки на світовому ринку. Але якщо підприємства реального сектора економіки більш ефективно будуть використовувати усі можливості ринку капіталу, то ситуація може суттєво покращитись.

Значною проблемою для вітчизняних банків є також те, що дві третини кредитів, наданих фізичним особам, – це кредити в іноземній валюті. При цьому 70 % валютних кредитів було надано найбільшими банками України, ще 12 % – банками II групи [55]. Комерційні банки не звертали увагу на те,

що більшість позичальників не отримує доходів в іноземній валюті і за умови девальвації гривні сплата відсотків та повернення кредитів стануть проблематичними, що негативно вплине на всю банківську систему. Позичальники не завжди об'єктивно можуть оцінити наслідки інфляції, валютних коливань, зростання цін, зменшення або втрати постійного джерела доходів.

На жаль, в Україні відсутні ефективні механізми, які б перешкоджали, по-перше, надмірному запозиченню коштів на світових ринках корпоративним сектором економіки, а по-друге, – кредитуванню в іноземній валюті на внутрішньому ринку. У 2006 році НБУ намагався зупинити зростання обсягів доларових депозитів, удвічі підвищивши норматив обов'язкового резервування коштів за депозитами в іноземній валюті. Проте частка валютних депозитів та кредитів до 2008 року зростала (рис. 2.5) (рис. Е.7 додатка Е).

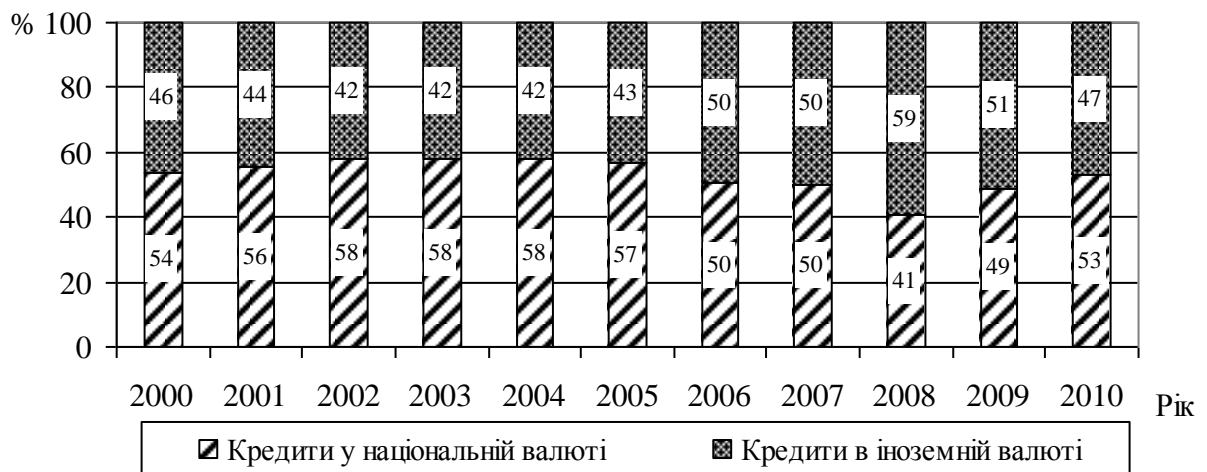


Рисунок 2.5 – Показники обсягу виданих кредитів в розрізі валют  
(складено автором за даними НБУ)

За класифікацією МВФ рівень доларизації у державі можна вважати помірним, якщо він становить менше 30 %. Таким чином, Україна потрапила до списку країн із високим рівнем доларизації. Це дуже негативна тенденція, оскільки у нас засобом обігу, платежу й заощадження стають національна та



іноземні валюти. З огляду на це заходи, які здійснюються Національним банком для регулювання грошового обігу в державі, є малоефективними, оскільки бівалютна система на них не реагує.

Наявність великої частки кредитів в іноземній валюті і перевищення її над депозитами в іноземній валюті, що безпосередньо спостерігається в усі роки, призводить до значного тиску на курс національної валюти.

Існування великої частки кредитів, наданих в іноземній валюті, підтримує значний попит на неї на внутрішньому міжбанківському ринку. А зменшення надходжень від експорту й фінансових операцій веде до появи її дефіциту, що провокує зниження курсу гривні. До цього додається попит комерційних банків, яким у 2009 та 2010 роках також необхідно розраховуватися із зовнішніми боргами. Таким чином, зниження курсу гривні наприкінці 2008 року стало об'єктивним процесом.

Високі темпи девальвації гривні у 2008 році були обумовлені валютними спекуляціями.

До фінансової кризи переважну частку доходів комерційним банкам давало кредитування. При суттєвому ж зменшенні його обсягів банки переорієнтувалися на валютний ринок, де операції з купівлі-продажу стали дуже доходними. До того ж у жовтні – листопаді 2008 року Національний банк України, рятуючи банківську систему від дефіциту ліквідності, здійснював її рефінансування. За цей період банки отримали понад 74 703,3 млн грн. Оскільки контроль за використанням отриманих коштів є недосконалим, експерти зазначають, що значна частка цих коштів була спрямована на валютний ринок, а це в свою чергу розширило можливості банків щодо валютних спекуляцій [12]. Парадоксально те, що банки, з одного боку, проводять спекулятивні операції і отримують надприбутки; з іншого боку, такі їх дії внаслідок різкого падіння курсу гривні призводять до знецінення капіталу комерційних банків.

Отже, перерозподіл кредитних вкладень в економіку держави в бік кредитів в іноземній валюті був обумовлений, по-перше, нижчим рівнем

процентних ставок за кредитами в іноземній валюті порівняно з кредитами в національній валюті в умовах стабільності обмінного курсу гривні до долара США, по-друге, прискоренням зростання депозитів в іноземній валюті на внутрішньому ринку та активним залученням банками коштів на міжнародному фінансовому ринку, а також активізацією імпортерів, які формували попит на кредити в іноземній валюті, по-третє, збереженням інфляційних очікувань та, по-четверте, збільшенням кількості банків за участю іноземного капіталу.

Таким чином, подальше стрімке зростання обсягів кредитування, неадекватне наявній внутрішній ресурсній базі банків, та часті звернення банків за підтримкою ліквідності до Національного банку України зумовили необхідність вжиття такого заходу, як застосування відмови в підтримці ліквідності банків за всіма інструментами рефінансування у разі наявності постійної незбалансованості між термінами та обсягами залучених і розміщених коштів. Відповідно до постанови Правління НБУ від 21.04.2008 № 107 із 22 квітня 2008 року під час розгляду питання про підтримання ліквідності банку шляхом рефінансування стала враховуватися інформація щодо проведення ним кредитної політики в межах наявних за термінами та обсягами кредитних ресурсів [159]. Такі заходи, на думку експертів, цілком обґрунтовані. Як засвідчили проведені дослідження, у 2007 та 2008 роках в банківській системі України спостерігалось швидке накопичення валютних і строкових дисбалансів, що проявлялося у зростанні розривів (гепів) між обсягами залучених депозитів і наданих кредитів за строковістю та валютою платежу. Ризики, що накопичувалися в банківській системі України внаслідок зростання орієнтованості на зовнішні запозичення, далися взнаки восени 2008 року, коли вітчизняні банки зазнали не лише обмеження у доступі до зовнішніх джерел запозичень через погіршення глобальної ліквідності на світових фінансових ринках, а й з впливом капіталу, що зменшило їх ліквідність, посилило девальваційний тиск на курс національної валюти. Крім того, зростання ролі зовнішніх залучень у ресурсній базі банків,

зокрема іноземних запозичень, зумовлює збільшення залежності банків від зовнішніх фінансових інститутів і шоків на світових ринках капіталів та нарощує системні ризики, які створюють загрозу фінансовій стійкості банківської системи України.

Значимість кредитного ринку та кредитоорієнтовану модель розвитку банківської системи України підтверджує структура кредитно-інвестиційному портфеля банків (табл. Е.3 додатка Е).

Особливу роль у розвитку вітчизняного кредитного ринку відіграють банки з іноземним капіталом.

Активна участь України в процесах фінансової глобалізації та інтеграції сприяла проникненню іноземного капіталу у вітчизняний банківський сектор економіки.

Приходу іноземців на український ринок банківських послуг сприяли як внутрішні, так і зовнішні фактори. Високий рівень конкуренції у європейських державах, відповідно, низький рівень прибутковості змусили банки шукати нові ринки збуту своїх продуктів, в той же час держави Східної та Центральної Європи стають на шлях лібералізації фінансових ринків та адаптують норми регулювання банківської діяльності до стандартів Євросоюзу. Характерними рисами українського ринку банківських послуг є високі темпи зростання попиту на банківські послуги, низька конкуренція та слабкість національних банків, високі темпи інфляції на фоні низького рівня доходів значної частки населення.

Зазначимо, що прихід іноземних банків головним чином відбувається шляхом придбання контрольного пакета акцій українських банків. Причому при купівлі невеликих банків головна мета покупців полягає в одержанні банківської ліцензії. Зі вступом України у Світову організацію торгівлі іноземні банки також отримали можливість відкривати свої власні філії. А це, в свою чергу, може посилити дестабілізуючий вплив глобалізаційних чинників на функціонування вітчизняного банківського сектора. Також слід

враховувати декілька аргументів щодо присутності іноземних філій, які не сприяють стабільному розвитку фінансового ринку:

по-перше, філія є функціональним підрозділом головного банку, діє без права юридичної особи і її діяльність регулюється центробанком держави походження, а не банківським регулятором держави, де вона функціонуватиме;

по-друге, існує ймовірність появи на українському ринку банківських філій ненадійних банків або ж банків-спекулянтів, які зорієнтовані на здійснення спекулятивних операцій, як це спостерігалось у другій половині 1990-х рр., коли основною метою появи окремих представників іноземного банківського капіталу було придбання ОВДП;

по-третє, через суттєві відмінності у порогових значеннях окремих регулюючих нормативів діяльності банків в Україні і за кордоном існують ризики для реалізації грошово-кредитної політики. Наприклад, норматив обов'язкового резервування коштів в Україні значно вищий, ніж у західних банківських системах, однак у специфічних українських умовах він залишається вагомим інструментом, за допомогою якого НБУ регулює пропозицію грошей та впливає на інфляційні процеси. Якщо ж вимоги НБУ щодо цього нормативу не будуть поширюватися на філії іноземних банків, то він частково втратить можливість змінювати пропозицію грошей через грошовий мультиплікатор пропорційно частці іноземних філій в активах банківського сектора;

по-четверте, іноземні філії, що матимуть порівняно з українськими банками значно більшу капітальну та ресурсну базу, вищий рейтинг, ширший асортимент послуг, кращу техніку та технологію функціонування, більш кваліфікований менеджмент, можуть перебрати найбільш вигідних клієнтів та зайняти найбільш рентабельні і вигідні сегменти ринку, залишивши дрібним та неконкурентоспроможним вітчизняним банкам обслуговування більш ризикових клієнтів та менш прибутково привабливі операції, що збільшуватиме їхні ризики.

До кризи у 2008 році вітчизняний банківський сектор залишався одним із найдинамічніших у Східній Європі. За результатами 2007 року, операції у фінансовому секторі України становили майже 16 % від загальних показників Центральної та Східної Європи у відповідному секторі. У свою чергу, в розрізі фінансового ринку найбільшу питому вагу у загальній структурі займає банківський сектор. За 2007 рік у ньому було проведено більше 25 трансакцій. І якщо в 2006 році найбільшою за обсягом була угода придбання ОTR Bank – Райффайзенбанк Україна за 860 млн дол. США, то в 2007 році основною операцією з M&A в банківському секторі було придбання Unicredit Укрсоцбанку за 2,211 млрд. дол. США [9; 11]. У 2008 році також відбулось декілька операцій, щодо придбання банківських установ. Однією з найбільш визначних подій стало придбання 75 % Промінвест банку російським Внешекономбанком.

Процес освоєння вітчизняного банківського сектора розпочався у 1995 році. Звісно, іноземні банки дуже обережні в поведінці на відносно незнайомих ринках, тому їм був потрібен час для його досконалого вивчення та активізації діяльності.

Іноземні банки активізували свої зусилля на ринку банківських послуг з 2005 року і тим самим, збільшили ступінь впливу на нього (табл. 2.3).

Якщо за період з 2000 по 2004 рік спостерігалось незначне коливання частки іноземного капіталу у статутному капіталі діючих банків, а саме у межах 2,5 %, то вже за 2005 рік даний показник у порівнянні з попереднім періодом виріс практично на 10 %. За період з 2005 по 2010 роки даний показник збільшився в 2 рази.

Щодо кількості діючих банків з іноземним капіталом та зі 100% іноземним капіталом, то їх загальна кількість за аналізований період збільшилась у 3,1 раза. В той же час загальна кількість діючих банків зменшилась.

Отже якщо у 2000 році кожен дев'ятий банк – з іноземним капіталом, а кожен двадцять восьмий – зі 100 % іноземним капіталом, то ситуація у

2010 році кардинально змінилася: кожен четвертий банк – з іноземним капіталом, а кожен десятий – зі 100 % іноземним капіталом.

Таблиця 2.3

## Іноземний капітал у банківській системі України, 2000-2010 рр.

Показники	Роки										
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Кількість зареєстрованих банків	195	189	182	179	181	186	193	198	198	197	194
Кількість діючих банків	153	152	157	158	160	165	170	175	184	182	176
з них: з іноземним капіталом	22	21	20	19	19	23	35	47	53	51	55
у т.ч. зі 100 % іноземним капіталом	7	6	7	7	7	9	13	17	17	18	20
Частка іноземного капіталу у статутному капіталі діючих банків, %	13,3	12,5	13,7	11,3	9,6	19,5	27,6	35	36,7	35,8	40,6

Джерело: складено автором за даними НБУ

В той же час, як свідчить практика, іноземні інвестори, що приходять на український банківський ринок, не зацікавлені підвищувати його капіталізацію, а нарощують активні операції на наявній капітальній базі.

Однак слід зауважити, що офіційні дані не завжди відображають реальну картину присутності іноземного капіталу. Відповідно до вимоги статті 2 Закону України «Про банки і банківську діяльність» банком з іноземним капіталом вважається банк, у якому частка капіталу, що належить принаймні одному нерезиденту, перевищує 10 %. Якщо ж засновниками є кілька іноземних фізичних чи юридичних осіб, кожна з яких окремо володіє часткою, меншою ніж 10 %, такий банк не вважається іноземним, хоча сумарна частка іноземних власників вища за «критичну». Крім того, банк, засновником якого є юридичні особи, зареєстровані іноземцями в Україні, також вважається вітчизняним. За оцінками експертів, реально іноземному

капіталу, виходячи зі становища його власників, належить значно більша за офіційну частка сукупного капіталу банків України [12].

Особливу увагу привертає до себе те, що саме в Україні серед всіх країн СНД та інших країн Східної та Центральної Європи найбільш зацікавлений іноземний інвестор, про, що свідчить збільшення частки активів більш ніж у 2 рази (табл. Е.4 додаток Е).

А це, в свою чергу, свідчить про інвестиційну привабливість держави та її банківського сектора з точки зору інвестора, що в свою чергу вимагає від держави створити орган контролю за їх діяльністю, з метою уникнення загроз для фінансової безпеки держави.

Деякою мірою заспокоює факт присутності капіталу з різних країн, що підтримує здорову конкуренцію серед банків (табл. Е.5 додаток Е).

До банківського сектора України наразі прийшли такі потужні гравці, як австрійський «Raiffeisen», італійський «Unicredit», французькі банківські групи («BNP Paribas», «Soeietc Generate» та «Calyon»), шведський SEB, угорський ОТР, польський РКО, російські ВТБ і Сбербанк, казахський Банк «Тураналем». За останні два роки їм вдалося взяти під контроль майже всіх основних лідерів вітчизняного банківського ринку: «РайффайзенБанк Аваль» (8,7 % ринку), «УкрСиббанк» (7,06 %), «ОТП-банк» (3,5 %). Нині вісім з першої двадцятки українських банків мають іноземних акціонерів, деякі інші банки були продані або перебувають у процесі реалізації зарубіжним інвесторам.

Зауважимо, якщо до кризи іноземні банки планували збільшувати частку своєї присутності на ринках, що розвиваються, Україна не була винятком. Навіть розглядали можливість розширення своєї присутності на території України. Згідно з планом стратегічного розвитку до 2010 року Індекс-банк, придбаний Credit Agricole S.A. Group, мав на меті потрапити до десятки найбільших банків України, довівши активи до 2 млрд. євро, кількість відділень – до п'ятисот, а клієнтів – до 800 тисяч [55]. Але криза в євросоні, заборона кредитувати в іноземній валюті, збитковість та

погіршення інвестиційної привабливості вітчизняної банківської системи, змусили іноземні фінансові групи не тільки скоротити свою присутність, а й взагалі продати свої представництва в Україні. За підсумками 2010 року, продали свої пакети акцій групі українських інвесторів: Банк «Ренесанс капітал» (Росія), «Радабанк» (Росія), «БГ банк» (Грузія); закрили своє представництво в Україні: BayerscheLandesbank (Німеччина), Kookmin Bank (Південна Корея); вийшли з роздрібною торгівлі шведські банки Swedbank та СЕБ Банк. Про бажання покинути Україну говорять і ряд інших транскордонних холдингів. Водночас, на відміну від західних представників, російський капітал нарощує свої активи у банківській системі України, обсяг яких 2005–2010 років збільшився з 1,5 % до 12 %.

Економічна криза змусила іноземних інвесторів, які прийшли на високодохідний кредитний ринок східних країн, маючи дешеві ресурси, поступитись своїми позиціями вітчизняним інвесторам.

Водночас частка іноземного капіталу у банківській системі України залишається на досить високому рівні, що негативно впливає на фінансову безпеку держави.

Банки, які входять до I групи, згідно з класифікацією НБУ, більш ніж на 50 % контролюються іноземним капіталом (табл. Е.6 додаток Е).

Основною небезпекою є значний відрив за всіма показниками не тільки між банками I та IV груп, навіть показники великих банків в 4 рази менше показників найбільших банків. І як продемонстрували показники 2008–2010 років, банки I групи отримують найбільші прибутки, а під час кризи – найбільші збитки, тим самим ставлячи під загрозу стабільний розвиток економіки держави (рис. Е.8, рис. Е.9, рис. Е.10 додаток Е).

У трійку країн, що найбільш активно інвестують у банківську систему України, входять Росія, Австрія та Франція. Російські інвестори вийшли на перше місце за вкладенням капіталу в банківський сектор України. Частка російського капіталу складає 2,389 млрд. грн., австрійського – 2,357 млрд. грн., французького – 1,858 млрд. грн. Росіянам належить ЗАТ Банк

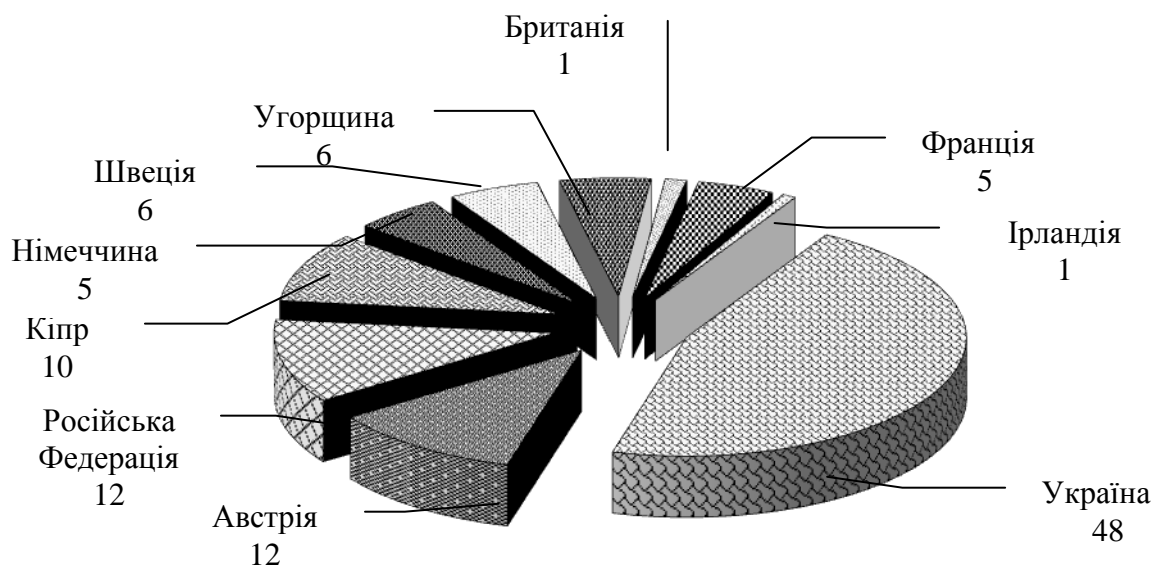


«Петрокоммерц Україна» (74,95 % акцій), ЗАТ Банк «Альфа–банк» (97,79 % акцій), ВАТ «ВТБ Банк» і ЗАТ «Внешторгбанк (Україна)» (99,67 % і 100% відповідно), ВАТ «Російський стандарт» (99,5 % акцій).

Якщо розглянути структуру власників в розрізі країн по I групі, особливу увагу привертає до себе Кіпр (рис. 2.6). Як офшорна зона даний регіон став притулком для українського капіталу і лишив Україну додаткових ресурсів для розвитку.

Враховуючи те, що банки I групи, як це вже відмічалось раніше, в декілька разів перевищують за своїми основними показниками дані основних трьох груп, виникає загроза з боку керівного апарату іноземних банківських установ, від рішень яких на 52 % залежить стабільність банківської системи України.

Цілком очевидно, що іноземний контроль небажаний з огляду на негативні наслідки для фінансової безпеки України, оскільки національна банківська система є складовою національного господарства.



Джерело: складено автором за даними НБУ

Рис. 2.6. Розподіл капіталу за державами в I групі банків станом на 01.01.2011 року, %

Забезпечення стабільності банківського сектора – одне з стратегічних завдань Національного банку України, тому приходу іноземного банку передують детальний аналіз материнської установи з метою здійснення контролю над цим процесом.

Основним аспектом при дослідженні стабільності банківського сектора України має бути збереження диверсифікованості представлення капіталу за країною походження і, як наслідок, активів. Прихід іноземних банків, укорінення і розширення присутності іноземного капіталу є об'єктивним процесом в умовах глобалізації та відкритості економіки.

Дискусійним моментом є ступінь присутності. Зрозуміло, що економічна вигода, яку отримують іноземні банки, вийшовши на вітчизняний банківський ринок, є головним індикатором бажання (або небажання) бути присутнім у банківському секторі України.

Все ж таки, крім основної причини, існують додаткові фактори, які стимулюють прихід іноземних банків.

Важливою з точки зору нашого дослідження є оцінка результатів діяльності іноземних інвесторів у банківських системах Східної й Центральної Європи, що активізувалися там на початку 90-х років. У результаті зараз спостерігається майже повне домінування банків, контрольованих іноземним капіталом в банківському секторі цих країн. Закордонні інвестори переважно купували потужні банки з розвинутою організаційною структурою. Їхній прихід супроводжувався посиленням процесу концентрації банківського капіталу, у результаті чого спостерігалось скорочення загального числа банків і створення потужних банківських об'єднань. Більше 90 % загального обсягу іноземних інвестицій у банківські системи цих країн прийшло із західноєвропейських країн.

Якими будуть наслідки для фінансової безпеки України при високій концентрації іноземного капіталу в банківському секторі економіки – однозначно сказати не можна. Але враховуючи те, що на початковому етапі входження іноземних банків на український ринок банківських послуг

основна їхня діяльність стосувалася обслуговування цільових клієнтів із материнської держави, розширюючи таким чином її присутність на території України і створюючи умови для експорту з неї прибутку та спекулятивної діяльності з ОВДП.

На сучасному етапі в переважній масі банки з іноземним капіталом переорієнтувалися на роздрібний ринок споживчого кредитування населення, тим самим підтримуючи виробника, а отже і економіку іноземної держави. Особливою небезпекою є також те, що з приходом іноземного інвестора розпочався бум видачі доларових кредитів, в результаті чого спостерігається значний тиск на національну валюту та неможливість розрахунків позичальниками, особливо в умовах кризи. А видача іпотечних кредитів спричинила появу «мильної бульбашки» на ринку нерухомості України. В свою чергу, в сукупності ці фактори призвели до небажаних результатів для економіки України та негативно вплинули на фінансову безпеку держави (рис. 2.7).

Отже, іноземний інвестор приходить у банківський сектор України з метою безпечного отримання високих прибутків на ринку споживчого кредитування, а не фінансування розвитку бізнесу, про що засвідчила криза.

Крім того, результати діяльності банків з іноземним капіталом свідчать про наявність у них певних системних переваг, зокрема нормативи адекватності регуляторного капіталу та рентабельність у них вищі, ніж у системі в цілому, в загальних активах менша частка недоходних активів, що у перспективі може істотно вплинути на структуру банківського сектора України. Також слід зазначити, що банки з іноземним капіталом через участь у статутному капіталі страхових компаній, недержавних пенсійних фондів, компаній з управління активами та інститутів спільного інвестування поступово збільшують обсяги впливу на небанківський фінансовий сектор.

З огляду на вищенаведені тенденції можна визначити неоднозначний вплив іноземного капіталу на розвиток кредитного ринку зокрема та банківської системи взагалі (рисунок Е.11 додаток Е).

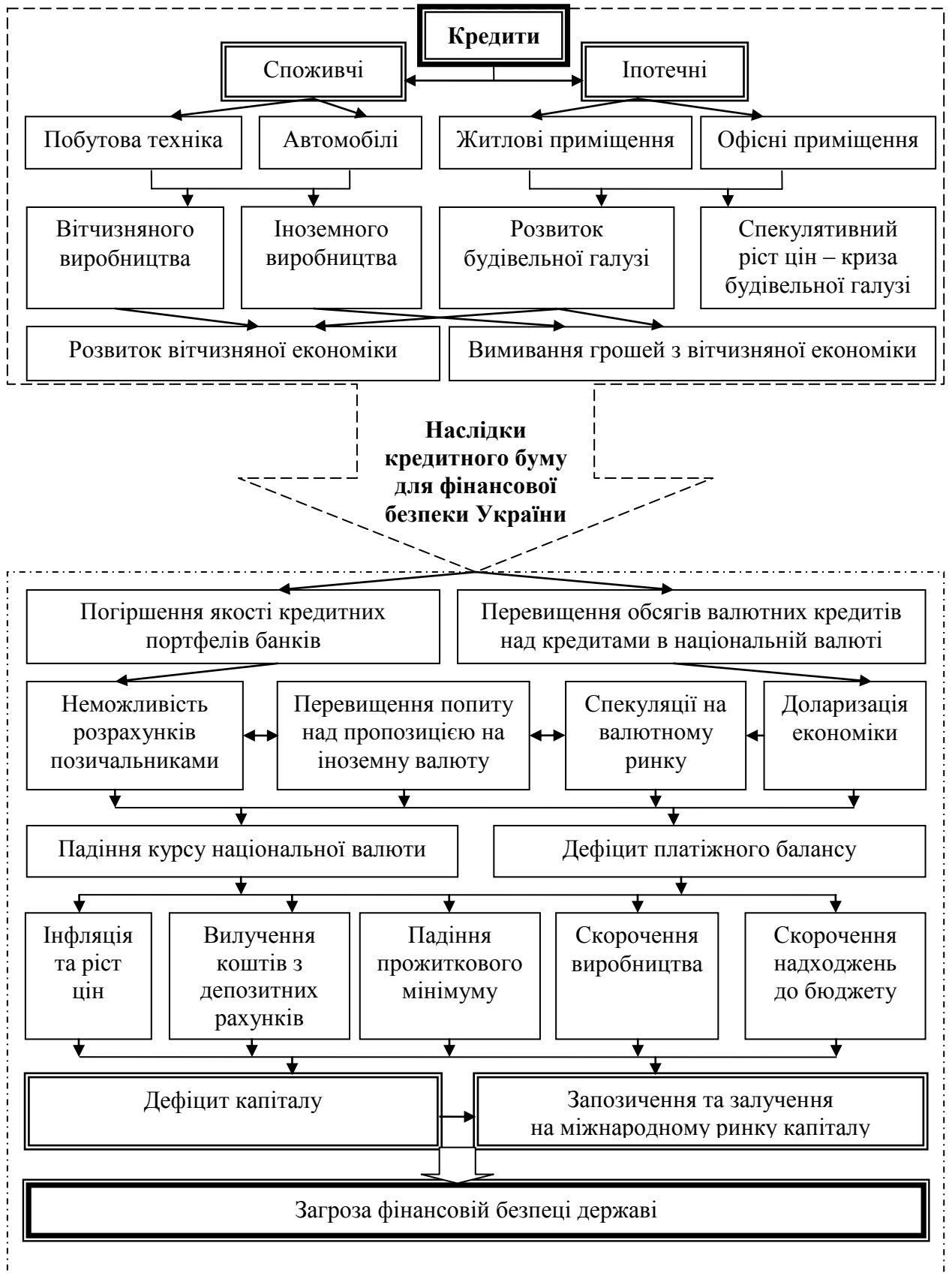


Рисунок 2.7 – Схема наслідків впливу банків з іноземним капіталом на фінансову безпеку України через кредитування фізичних осіб (складено автором)

Отже, з одного боку, відкритість фінансової системи збільшує можливості залучення ресурсів на іноземних ринках капіталу та відкриває нові можливості підвищення капіталізації вітчизняної банківської системи, а з іншого боку, така ситуація може призвести до надмірного рівня залежності українських банків від кон'юнктури на світовому ринку капіталу, а держава втратить важелі впливу на банківський сектор.

З огляду на це Асоціацією українських банків запропоновано законодавчо визначити норму участі іноземних інвестицій у сукупному капіталі банківської системи України на рівні 25 %. Погляди вчених на вирішення цієї проблеми відрізняються. Наприклад, Ф. Шпиг підтримує позицію Асоціації, тоді як М. Савлук вважає оптимальною частку на рівні 40 %. Однак в той же час західні вчені Г. Капрі, Дж. Барт та Р. Лерін зазначили, що обмеження на конкуренцію з боку іноземних банків та жорсткі регулюючі заходи не мають позитивного зв'язку зі стабільністю та розвитком банківської системи. Навпаки сильні регуляторні обмеження асоціюються з урядовою корупцією та недорозвиненістю банківської системи [197, 71].

Отже, на наш погляд, є небажаним підвищення частки іноземного капіталу в загальній структурі капіталу банків більш ніж на 45 %.

Підсумовуючи викладене вище, слід підкреслити такі моменти. Прихід іноземного капіталу до банківського сектора України є об'єктивним процесом, що характеризується активною динамікою. У даному контексті основним завданням Національного банку України є мінімізація недоліків від приходу іноземних банків у будь-якій організаційній формі (дочірній банк, філія, відділення).

Серед першочергових дій регулятора, що забезпечать сталий розвиток вітчизняної банківської системи, мають бути наступні:

- у зв'язку зі вступом України до СОТ потрібно розробити регулятивні документи щодо процедури допуску іноземного банківського капіталу шляхом створення філій і контролю за їх діяльністю;

- з приходом до банківського сектора України потужних іноземних фінансово-банківських груп набуло надзвичайної актуальності питання переходу до нагляду на консолідованій основі;
- регулятор має постійно відстежувати ступінь концентрації банківського капіталу у розрізі держави його походження. Цей підхід надасть змогу нівелювати вплив негативних зовнішніх факторів, що можуть виникати у фінансових системах тих чи інших країн, на банківський сектор України.

Нестабільність на ринку капіталу пов'язана з особливостями функціонування вітчизняного банківського сектора і кумулятивним ефектом дії ряду негативних чинників, які накопичувалися впродовж тривалого часу і вплив яких посилювався в період загострення кризових явищ на світових фінансових ринках. Серед цих чинників слід виділити такі:

- порівняно низький рівень капіталізації банків;
- високий рівень залежності ресурсної бази від зовнішніх запозичень;
- низька якість банківських активів;
- значна частка іноземного капіталу у структурі капіталу банківської системи;
- швидке накопичення валютних та строкових дисбалансів.

### **2.3. Інвестиційна складова ринку капіталу та її роль у формуванні фінансової безпеки держави**

Сучасні тенденції розвитку ринку капіталу демонструють неможливість забезпечення фінансової безпеки держави без проведення ефективної інвестиційної політики. Лібералізація режиму доступу іноземних інвестицій на внутрішній ринок України поступово призводить до збільшення ринкової влади іноземних інвесторів, що в свою чергу веде до обмеження конкуренції та стримує активність внутрішнього інвестора.

Незважаючи на всі перешкоди які існують в Україні для проведення підприємницької діяльності, іноземного інвестора цікавить ємність ринку і це є фактично основним мірилом привабливості вітчизняного ринку капіталу та економіки взагалі.

На основі даних представлених у таблиці Ж.1 додаток Ж, можна відзначити, що Україна входить до групи країн, яка зайняла третю позицію за обсягом залучення прямих іноземних інвестицій за період 1996-2010 років. Але в той же час у загальній структурі, серед країн Східної Європи та Кавказу, питома вага прямих іноземних інвестицій за цей період склала 65 %, і як наслідок Україна увійшла до 10 країн з перехідною економікою, до яких було залучено найбільший обсяг інвестицій. Водночас частка у загальній сумі світових інвестицій залишається незначною.

Отже, вище представлені дані чітко демонструють зацікавленість іноземного інвестора в Україні. Даний інтерес сприяє включенню України до інтеграційних процесів світу, які неоднозначно вплинуть на фінансову безпеку держави. З одного боку зацікавленість індустріальних країн зміцнює економічну стабільність, розширює внутрішні капіталовкладення, сприяє репатріації валютних ресурсів вивезених вітчизняним бізнесом за кордон та полегшує тягар зовнішнього боргу. З іншого боку, виникає загроза

монополізації не тільки фінансового сектора, а й усієї економіки іноземними компаніями, що в свою чергу веде до загрози не тільки фінансовій, а й економічній безпеці держави.

Але в той же час держави з транзитивною економікою, до складу яких належить і Україна, займають незначну частку в загальній структурі світового потоку прямих іноземних інвестицій (таблиця Ж.2, Ж.3 додаток Ж). Зазначимо, що якщо у 2000 році частка країн з транзитивною економікою склала 0,6 %, то в 2010 році вона збільшилась в 9 разів і склала 5,42 %. Основними конкурентами залишаються розвинуті держави, які займають більш ніж 50 % у загальній структурі, та держави, що розвиваються, частка яких неухильно збільшується. Особливо світового інвестора цікавлять держави Азії.

Цікавим для аналізу є й те, що в загальній структурі відтоку капіталу найбільшу питому вагу зайняли розвинуті держави. Незважаючи на те, що їх частка поступово знижується, така тенденція свідчить про накопичення світового капіталу в даних державах.

За останні 20 років відбувається інтенсивний пошук ринків на яких можна отримати прибуток за рахунок невисокого ступеня конкуренції. Також особливу увагу привертає до себе й те що, якщо загальний обсяг надходжень інвестицій в держави з транзитивною економікою за період з 2000 по 2010 роки збільшився у 8 разів, то відтік прямих іноземних інвестицій – у 19 разів, що на наш погляд, свідчить про неякісну політику урядів у питанні розвитку інвестиційного клімату. Слід зауважити, що скорочення притоку прямих іноземних інвестицій в держави Південно-Східної Європи та Співдружність Незалежних Держав у 2009 та 2010 роках скоротилось на 40 %– 45 %, пов'язано, за даними світових експертів, з економічною та фінансовою кризою, а також зниженням довіри до влади [219].

Зміни напрямків руху інвестиційних потоків світового капіталу у більшості випадків пов'язані з політичними мотивами, а їхня інтенсивність



напряму залежить від соціально-економічних процесів у тому чи іншому регіоні.

Якщо розглядати більш детально обсяги вкладання іноземного капіталу в Україну, то як свідчать дані рис. 2.8 рекордним за обсягом надходження прямих іноземних інвестицій у розмірі 10 913 млн. дол. США став 2008 рік.

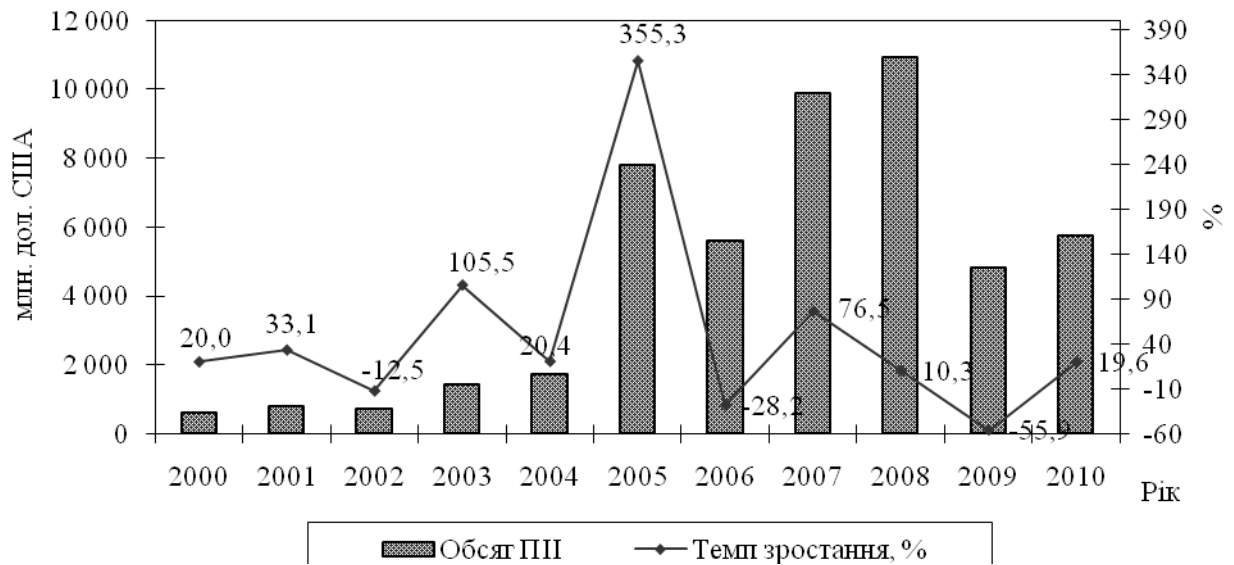


Рисунок 2.8 – Загальний обсяг і темпи зростання прямих іноземних інвестицій в Україну (складено автором за даними НБУ)

Але за темпами зростання відзначився 2005 рік – саме тоді відбулась гучна приватизація «Криворіжсталі», яку виграла компанія Mittal Steel, заплативши за 93 % акцій 4,8 млрд. дол. США. Також саме в цей рік в Україні відбулась угода, щодо придбання Райффайзен Інтернаціональ Банк-Холдинг АГ за 1,028 млрд. дол. США Акціонерного поштово-пенсійного банку «Аваль», яка стала рекордом для банківського сектора країн СНД. Отже, цей рік ознаменував експансію іноземного капіталу на територію України.

Незважаючи на те, що темпи зростання даного показника постійно коливаються, до 2008 року спостерігався сталий приплив іноземного

капіталу. Але фінансова криза, яка розпочалась в цей рік, змусила інвесторів скоротити, а в деяких випадках і зупинити інвестиційні проекти, внаслідок чого обсяги прямих іноземних інвестицій за 2009-2010 роки скоротились в 2,5 рази. Причому якщо в статті «Акціонерний капітал» за даними Платіжного балансу у 2009 році спостерігається скорочення в 3 рази, в статті «Інший капітал» – у 4 рази, то за статтею «Реінвестовані доходи» – у 8 разів, що, на наш погляд, говорить про незацікавленість іноземних інвесторів, які вже працюють в Україні, продовжувати розширяти свою діяльність саме тут. В 2010 році ситуація покращилась, але не набула радикального характеру. Також спостерігається і скорочення вивозу капіталу за кордон у 2009 та 2010 роках у порівнянні з кризовим 2008 роком (таблиця Ж.4 додаток Ж).

Слід зауважити, що інтеграція України до світового фінансового та економічного простору дала поштовх до суттєвого збільшення обсягу капіталу, який виводився з України протягом 2005-2010 років з метою придбання активів за кордоном.

Отже, на наш погляд, досить чітко прослідковуються два періоди: 1) 2000-2004 роки – коли іноземний інвестор досить обережно вкладав капітал в підприємства України, враховуючи постійні нарікання іноземних експертів на корупцію, бюрократію і «відсутність єдиних правил гри» для всіх учасників інвестиційного ринку; 2) 2005-2010 роки – значні вливання іноземного капіталу з метою отримання надприбутків за рахунок ємкості ринку та відсутності значної конкуренції.

Таким чином, станом на 01.01.2011 загальний обсяг прямих іноземних інвестицій в Україну склав 52 228 млн. дол. США. За даними експертів, для розвитку вітчизняної промисловості необхідно 100 млрд. дол. США.

За підсумками періоду 2000-2010 років найбільший обсяг інвестицій надійшов з Кіпру, Німеччини та Нідерландів. Слід зауважити, що більшість іноземних експертів вважають, що частка російського капіталу значно вища ніж за офіційними даними. Якщо до російських інвестицій частково додати надходження з Кіпру, Британських Віргінських Островів та Ліхтенштейну

(звідки в більшості випадків надходять інвестиції російських та українських промислово-фінансових груп), то обсяг російського капіталу значно перевищить офіційні дані. Агресивне входження російського капіталу пояснюється розумінням тенденцій на інвестиційному ринку України та політичним впливом Росії на вітчизняний уряд (табл. 2.4).

Про недостатню прозорість прямих іноземних інвестицій свідчить і той факт, що якщо обсяг прямих іноземних інвестицій в Україну з Кіпру сягнув 26 % від загального обсягу, то з України до Кіпру – 92,9 % [74]. Дана тенденція наочно демонструє виведення вітчизняного капіталу, що негативно впливає на економічний потенціал розвитку держави. А враховуючи те, що більшість резидентів зареєстровані за видом економічної діяльності «операції з нерухомим майном, оренда, інжиніринг і надання послуг підприємцям», це вказує на те, що вітчизняний капітал не бачить перспективності вкладання в Україні і як наслідок виникає загроза стабільності на ринку капіталу та фінансової безпеки держави.

Останніми роками змінились пріоритети щодо напрямків вкладання капіталу іноземними інвесторами. За даними Державного агентства України з інвестицій та інновацій, лише 23 % загального обсягу прямих іноземних інвестицій припадає на підприємства промисловості, причому більшість їх сконцентрована у високоприбуткових та швидкоокупних галузях, таких як: харчова промисловість, металургійна промисловість, хімічна та нафтохімічна промисловість. Але в той же час, якщо у 2000 році харчова промисловість займала 20,1 %, а оптова торгівля – 20 % у загальній структурі прямих іноземних інвестицій [172], то вже у 2010 році ситуація кардинально змінилась і було зафіксовано 3,6 % та 7,6 % відповідно (рис. 2.9). Особливу увагу привертає до себе збільшення випереджаючими темпами обсягів інвестицій у фінансову сферу, питома вага яких з 2000 по 2010 роки зростає з 6,4 % до 33 %. Ця тенденція, на наш погляд, є негативною з точки зору можливості втрати фінансового суверенітету, та підтверджує висновки, зроблені у попередньому підрозділі роботи.

Таблиця 2.4

Прямі іноземні інвестиції в економіку України за країною походження, млн. дол. США.

Показники	Роки											Структура 2000 рік, %	Структура 2010 рік, %
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010		
Усього	3875	4406,2	5339	6657,6	8353,9	16375,2	21186	29489,4	35723,4	40026,8	49362,3	100	100
у тому числі													
Кіпр	372,6	478	602,6	779,2	1035,6	1562	3011,7	5941,8	7682,9	8593,2	12645,5	10	26
Німеччина	237,9	249,5	312,1	441,4	631,6	5505,5	5620,7	5917,9	6393,8	6613	7386,4	6	15
Нідерланди	361,8	370,2	398,8	463,9	548,3	721,8	1493	2511,2	3180,8	4002	4822,8	9	10
Австрія	87,9	144,1	210,9	252,1	345,6	1423,6	1600,8	2075,2	2445,6	2604,1	3423,1	2	7
Сполучене Королівство	299,4	420,4	510,5	686,1	895,9	1155,3	1557,2	1968,8	2273,5	2375,9	2508,2	8	5
Російська Федерація	314,3	295,1	322,6	377,6	457,5	799,9	980,8	1462,2	1851,6	2674,6	3594,5	8	7
Сполучені Штати Америци	635,8	730,9	898	1074,8	1153,7	1374,1	1418	1436,8	1471,5	1387,1	1043,1	16	2
Віргінські Острови, Британські Острови	176,8	248,2	337	381	543,8	688,7	808,3	1045,7	1316,1	1371	1607	5	3
Швейцарія	169,3	193,1	272,7	319,5	411,3	445,9	504,9	583,8	715,6	1273,3	960,3	4	2
Інші	1219,2	1276,7	1473,8	1882	2330,6	2698,4	4190,6	6546	8392	9132,6	37990,9	68	77

Джерело: складено автором за даними НБУ, Міністерства економічного розвитку і торгівлі України

Також привертає до себе увагу збільшення питомої ваги у загальній структурі, прямих іноземних інвестицій у розрізі галузей, операцій з нерухомістю. Причому, незважаючи на кризу 2008 року, їх частка не скоротилась. Дана тенденція є свідченням привабливості даного сегмента економіки з точки зору інвестора, незважаючи на існування інформації, щодо спекулятивності цін на вітчизняному ринку нерухомості (рис. 2.9).

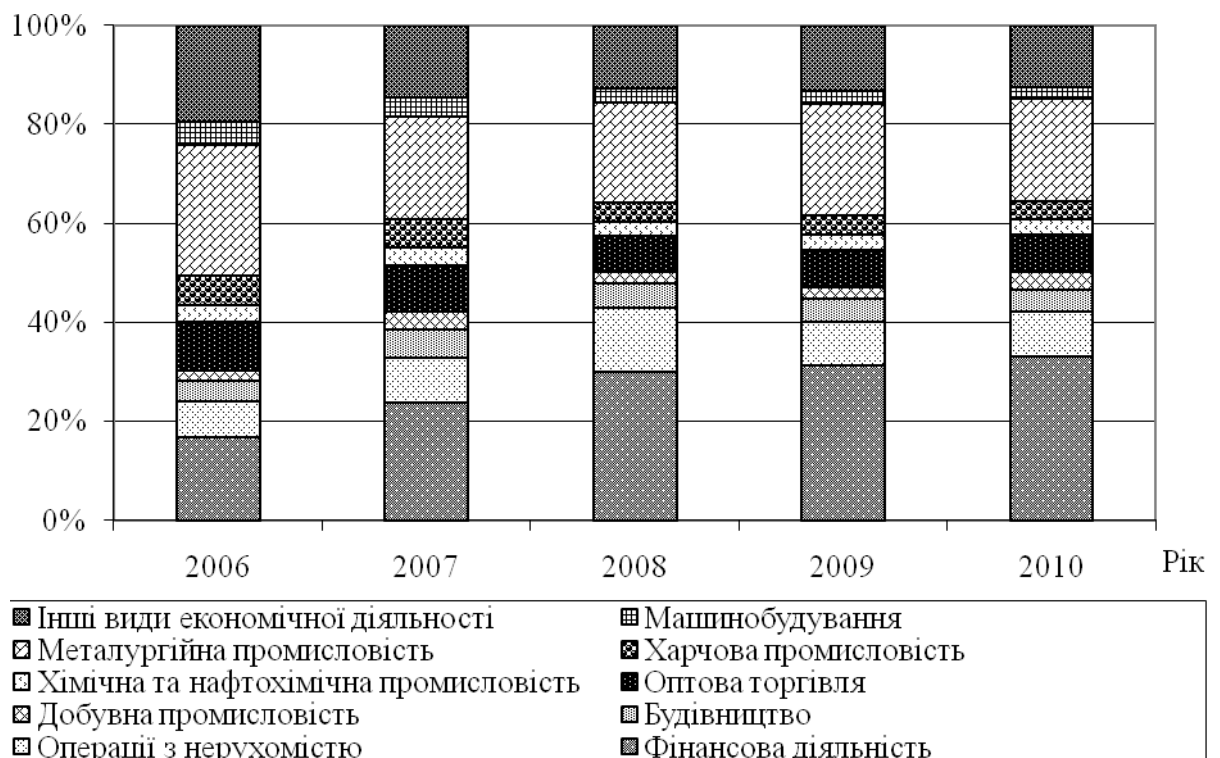


Рисунок 2.9 – Прямі іноземні інвестиції в Україну за галузями економіки (складено автором за даними НБУ, Міністерства статистики)

Отже, якість іноземних інвестицій, що надходять в Україну, залишається вкрай незадовільною, адже вони не сприяють розвитку наукоємного виробництва та модернізації галузей народного господарства, що призводить до закріплення за Україною статусу сировинної держави. Враховуючи досвід інших країн та тенденції, які відбуваються в різних галузях економіки, виникає питання розвитку інноваційних технологій, насамперед у сферах енергопостачання, газопостачання, переробної

промисловості та сільського господарства. Створення сприятливого інвестиційного клімату та чітка стратегія розвитку пріоритетних галузей економіки з обов'язковим впровадженням інноваційних технологій дозволить Україні не тільки захистити свої фінансові та економічні інтереси у глобальному середовищі, а й вийти на якісно новий рівень національного розвитку.

Також слід враховувати, як зазначено в роботі І. О. Барановського, що іноземні інвестори, крім традиційного прагнення отримання прибутку, залежно від приналежності до окремої групи мають свої специфічні інтереси (табл. 2.5).

Таблиця 2.5

## Інтереси різних категорій іноземних інвесторів [11]

Категорія іноземних інвесторів	Специфічні інтереси
Окремі держави	<ul style="list-style-type: none"> <li>– забезпечення власних економічних і політичних інтересів;</li> <li>– стимулювання розвитку власної економіки; проникнення в економіку і отримання певного контролю над науковим і промисловим потенціалом іншої держави, зниження її обороноздатності;</li> <li>– отримання доступу до високих технологій;</li> <li>– розширення свого економічного впливу шляхом придбання нових ринків сировини і збуту;</li> <li>– перенесення на чужу територію екологічно шкідливих виробництв;</li> <li>– створення у своїй державі нових робочих місць і забезпечення соціальної стабільності</li> </ul>
Міжнародні організації	<ul style="list-style-type: none"> <li>– забезпечення геополітичної стабільності, створення світової системи розподілу виробництва, запровадження екологічно чистих виробництв</li> </ul>
Іноземні компанії	<ul style="list-style-type: none"> <li>– отримання додаткового прибутку шляхом диверсифікації власної інфраструктури і виробництва;</li> <li>– проникнення до нових джерел сировини і ринків збуту;</li> <li>– отримання доступу до нових технологій;</li> <li>– усунення конкурентів</li> </ul>
Іноземні фізичні особи	<ul style="list-style-type: none"> <li>– забезпечення економічного добробуту шляхом диверсифікації доходів</li> </ul>
Кримінальні структури	<ul style="list-style-type: none"> <li>– розширення впливу за рахунок залучення нових осіб і диверсифікації сфер своєї діяльності, а також легалізація грошей</li> </ul>

Враховуюче вище викладене, приймаючи рішення про лібералізацію режиму доступу іноземного капіталу на внутрішній ринок, керівництво держави повинно розуміти, що поступається певною часткою ринкової влади іншим державам, що негативно впливає на фінансову безпеку держави. Але в той же час, зрозуміло, що в Україні недостатній обсяг власних ресурсів для виходу держави на конкурентоспроможні позиції серед європейських країн. Для розвитку вітчизняної економіки іноземний капітал є вкрай необхідним. За підрахунками Світового банку, для інтеграції України до Європейського Союзу необхідно 100 млрд. дол. США. Отже, іноземний капітал – це сучасна необхідність, але реалізація певних інвестиційних проектів не повинна шкодити національним фінансовим інтересам держави. Система контролю повинна здійснювати постійний моніторинг типу інвестора, географічної приналежності, сфери інтересів, періоду вкладання капіталу, а також в обов'язковому порядку збирати його інвестиційну історію діяльності в інших державах і окремо слідкувати за фінансовою, соціальною та екологічною відповідальністю.

При цьому слід розуміти, що конкуренція на ринку капіталу із року в рік зростає і зволікання влади зі створенням сприятливого інвестиційного клімату може призвести до витіснення України за межі інтересів іноземних інвесторів.

Одним із показників, який останнім часом набуває все більшої популярності, є індекс інвестиційної привабливості ЄБА (Європейська Бізнес Асоціація). Цей індекс складається із п'яти компонентів та розраховується як середнє арифметичне. До складу вище зазначених компонентів входять: інвестиційний клімат України, динаміка інвестиційного клімату України останні 3 місяці, очікувана динаміка інвестиційного клімату на наступні 3 місяці, очікувана прибутковість для нових учасників ринку на наступні 3 місяці, інвестиційний клімат основної галузі. Кожен компонент респонденти, а це 750 вітчизняних та міжнародних компаній, які працюють в

Україні, оцінюють за п'ятибальною шкалою, де 1 – найнижча, а 5 – найвища оцінка.

З вересня 2008 року проводяться опитування з метою визначення індексу інвестиційної привабливості України. За два з половиною роки, з вересня 2008 по травень 2011 року, індекс інвестиційної привабливості ЄБА, не зважаючи на певні коливання, не зазнав істотних змін (рис. 2.10). Відсутність змін у значенні індексу пов'язують з відсутністю змін щодо вирішення питань у сфері митного контролю, валютного регулювання, реформуванням судової системи та корупції.

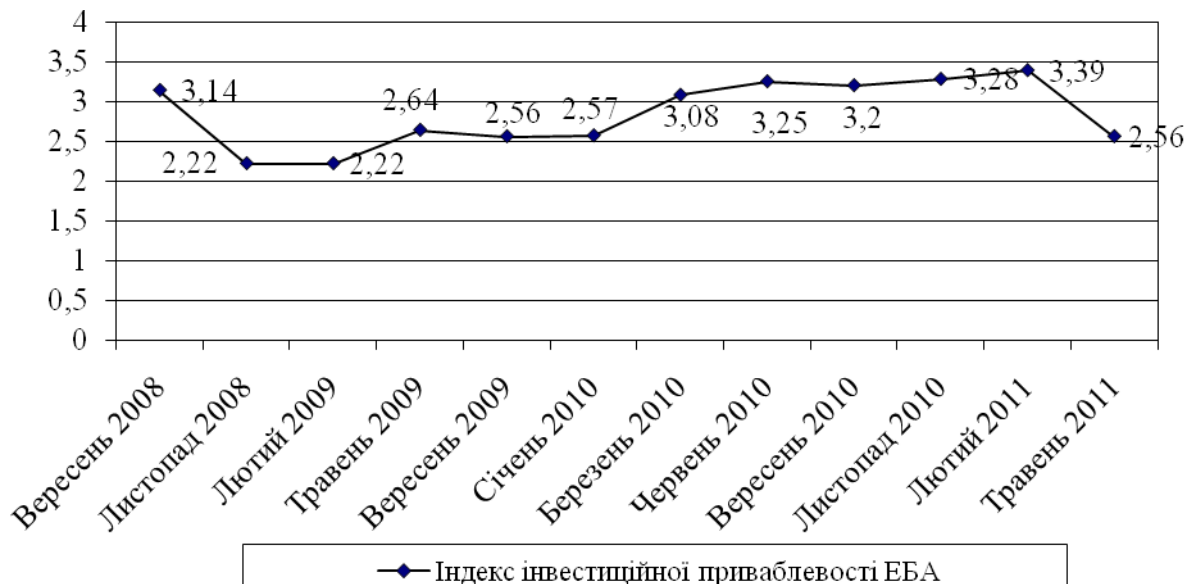


Рисунок 2.10 – Індекс інвестиційної привабливості ЄБА

(складено автором за даними сайту [www.eba.com.ua](http://www.eba.com.ua))

Деякі фахівці вважають, що оскільки оцінка проводиться на основі даних компаній, які працюють в межах держави, то вони завищені.

Водночас про інвестиційну привабливість для прямих іноземних інвестицій свідчить і той факт, що експерти ООН склали список з 20-ти країн, які є найпривабливішими для інвесторів в 2007-2009 роках, і Україна до нього теж ввійшла. До списку найпривабливіших для інвестування країн у березні 2008 року Україну включив один із найбільших інвестиційних банків



світу – Morgan Stanley (США). Це пояснюється наближенням ставок капіталізації у східноєвропейських державах до західноєвропейських рівнів, а також нинішніми досить помірними прибутками від інвестування в основних державах Центральної Європи [74, 30]. Водночас слід відмітити, що якщо до кризи 2008 року вітчизняний фінансовий сектор мав найбільшу привабливість для іноземних інвесторів, то вже в післякризовий період структура їх інвестиційного портфеля змінюється, надається перевага активам реального сектора економіки.

Розглядаючи питання інвестиційної активності у контексті забезпечення фінансової безпеки, неможливо оминати увагою потоки капіталу в розрізі портфельних інвестицій. Враховуючи короткостроковий характер даного виду інвестиційних потоків, слід звернути увагу на їх мобільність та спекулятивний характер. Саме можливість швидкого переміщення «гарячих грошей» сприяє розмиванню кордонів фінансових систем та ринків капіталу не тільки держав, а й континентів.

В середньому обсяг портфельних інвестицій за період 2000-2009 роки склав половину від прямих іноземних інвестицій. Причому значний сплеск було зафіксовано у 2004 році, коли обсяг портфельних інвестицій перевищив позначку попереднього року у 2,4 рази. Але максимальну суму у розмірі 5 753 млн. дол. США було зафіксовано напередодні кризи у 2007 році з подальшим зниженням в наступні два роки у 5 та 4 рази відповідно (таблиця Ж.4 додаток Ж). Дана ситуація склалася в першу чергу у зв'язку з низьким рівнем ліквідності українських активів та складною ситуацією на світових ринках. Підтвердженням цього є незначна частка цифрових даних за статтею «Цінні папери, що дають право на участь у капіталі» в структурі розділу «Вітчизняні цінні папери» Платіжного балансу України. В той же час збільшення вищезазначеного показника у 2010 році пояснюється зростанням інвестиційної привабливості вітчизняних суб'єктів господарювання та бажанням інвестора диверсифікувати ризики та джерела доходу. Зауважимо, що Україна, на думку світових експертів, має ввійти до складу найбільш

привабливих ринків. За їх прогнозами, держави, які мали найгірші показники за останні 2 роки, наступні 5 років зазнають інтенсивного підйому економіки [219]. Але в той же час слід відзначити, що частка боргових цінних паперів у структурі портфеля іноземних інвесторів переважає, що свідчить про досить високий рівень заборгованості вітчизняних емітентів перед інвесторами, а це негативно впливає на стан фінансової безпеки держави. В той же час її рівень з 2007 року знизився більш ніж у 3 рази. У 2010 році спостерігаються поживлення на інвестиційному ринку і обсяг портфельних інвестицій зріс в 3 рази в порівнянні з попереднім періодом.

Наступною тенденцією, яка існує на ринку портфельних інвестицій, є те, що значний локальний попит практично відсутній. Як наслідок попит на українські цінні папери визначають менеджери в Лондоні та Варшаві.

Існування даної ситуації робить вітчизняний ринок цінних паперів залежним від інвестиційної політики іноземних інвесторів та тенденцій світового ринку, що, в свою чергу, несе загрозу для фінансової безпеки вітчизняного ринку капіталу.

У контексті нашого дослідження визначимо ряд факторів, які стримують входження портфельних інвестицій в Україну, а саме відсутність: захисту прав власності, ліквідності та прозорості операцій на ринку цінних паперів, високого рівня корпоративного управління, захисту прав міноритарних інвесторів, валютного контролю та політичної нестабільності.

У свою чергу, вищезазначені фактори, а також ряд інших, а саме: загальні несприятливі умови ведення господарської діяльності, легалізація тіньового капіталу, високі ризики падіння ринкової вартості реальних активів, призводять до виведення капіталу з України. А враховуючи недостатність внутрішніх та зовнішніх інвестиційних ресурсів, ця проблема набула особливої актуальності у розрізі питання фінансової безпеки держави.

Поступове накопичення зовнішніх активів у вигляді готівкової валюти, яка знаходиться на руках у населення, та політична нестабільність призвели

до максимальної суми виведення капіталу через ринок цінних паперів у 2004 році (рис. 2.11).

Слід зазначити, що темпи зростання вищевказаного показника мають варіюючий характер, причому мінімальне значення у 8 % спостерігалось у 2010 році, що, на наш погляд, є позитивним сигналом з точки зору фінансової безпеки держави. Тенденція 2008 та 2009 років підтверджує постулат: «криза – лікар нездорової економіки».

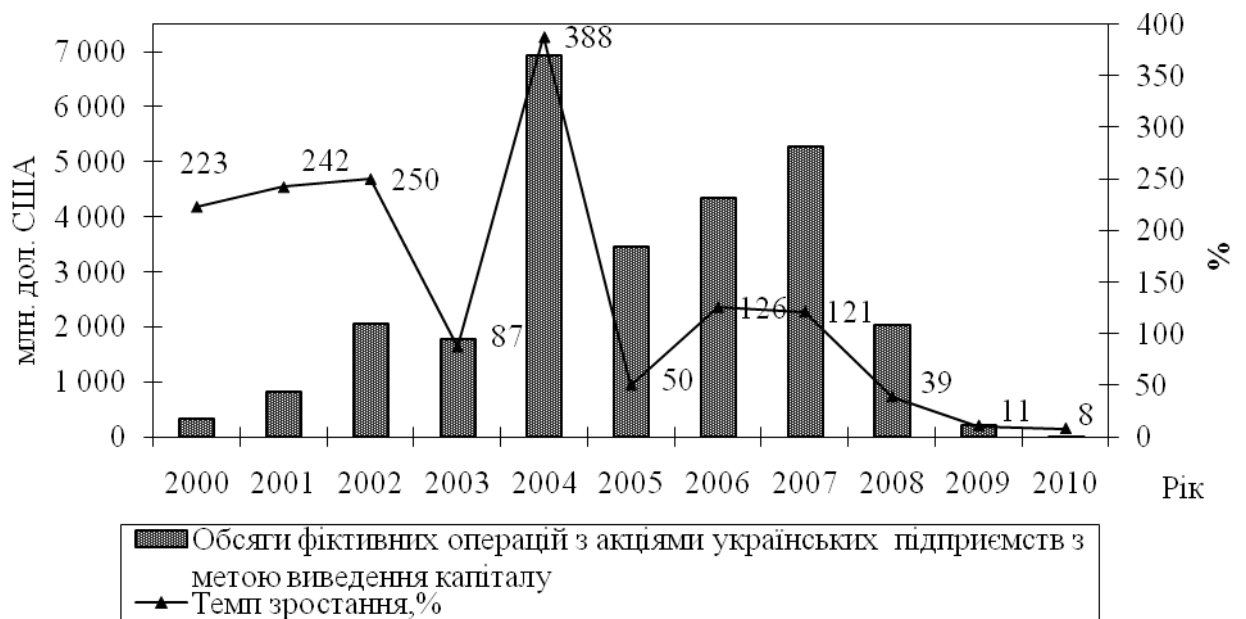


Рисунок 2.11 – Показники обсягу фіктивних операцій з акціями українських підприємств з метою виведення капіталу (складено автором за даними НБУ)

Враховуючи те, що відтік капіталу не тільки несе загрозу фінансовій безпеці держави, через скорочення валютних резервів, девальвацію національної валюти та зниження темпів розвитку економіки, він є своєрідним індикатором інвестиційної привабливості держави. На даному етапі розвитку України, головним завданням керівництва держави повинно бути забезпечення стабільності в економічній та соціальній сферах, а також

створення сприятливих умов праці як для внутрішнього, так і для зовнішнього інвестора. Якщо в державі спостерігається масове виведення капіталу, то автоматично скорочується розмір як зовнішніх позик від міжнародних фінансово-кредитних установ, так і капіталовкладень іноземних інвесторів. Дана тенденція пояснюється існуванням сумнівів щодо можливості держави забезпечити сприятливий клімат для функціонування капіталу.

Слід також звернути увагу на так звані інші інвестиції, розмір яких постійно коливається у достатньо широкому діапазоні, що негативно впливає на сталий розвиток ринку капіталу (таблиця Ж.4 додаток Ж).

Отже, фінансова глобалізація та лібералізація, а також можливість вільного та швидкого переміщення капіталу несе як свої переваги, так і загрози для фінансової стабільності ринку капіталу. Але в той же час, враховуючи останні тенденції на світовому ринку капіталу та зацікавленість іноземних інвесторів в Україні, на наш погляд, основною задачею на даний момент є створення максимально привабливого інвестиційного клімату та визначення пріоритетних галузей, які необхідно розвивати з погляду вигоди для української економіки. Слід чітко розуміти, що інтереси інвесторів не завжди можуть співпасти з інтересами держави. Якщо, наприклад, Росія зацікавлена в придбанні таких підприємств, як «Укртелеком», Одеський припортовий завод, а також інших підприємств реального сектора економіки стратегічного значення, і в той же час ведеться активне входження у фінансовий сектор через придбання фондових площадок і комерційних банків, дана тенденція є прямою загрозою не тільки фінансовій та економічній безпеці держави, а в кінцевому підсумку й геополітичним інтересам України.

Прихід фінансових конгломератів і транснаціональних корпорацій до України пов'язаний не стільки з привабливим інвестиційним кліматом в державі, а із необхідністю диверсифікації інвестиційного портфеля, оптимізацією управління власним капіталом, забезпечення сировиною та

підтримкою конкурентоспроможності материнських або інших дочірніх компаній, які знаходяться за межами України.

Разом з тим відсутність державного контролю та постійного моніторингу іноземних інвестицій несе пряму загрозу для фінансової безпеки держави, серед яких – поглиблення внутрішніх дисбалансів ринку капіталу та фінансового ринку, монополізація окремих стратегічно важливих галузей, деформація конкурентного середовища, репатріація прибутку тощо.

Найбільш зручним способом входження іноземного капіталу до вітчизняних суб'єктів господарювання є операції злиття та поглинання.

Розглядаючи дану форму концентрації капіталу, слід зауважити, що в англійській термінології вживається вираз «merger and acquisition» (M&A). Корпоративні угоди щодо зміни вартості капіталу є засобом реструктуризації підприємств, з одного боку, а з іншого – формою вирішення суперечностей при перегрупуванні часток первісного накопичення капіталу, здебільшого акціонерного [85].

Серед основних цілей операції злиття та поглинання може бути як намагання отримати синергетичний ефект, так і інші цілі (рисунок Ж.1 додаток Ж).

Активізація операцій злиття і поглинання (передусім англійських компаній з американськими) набула широкого розвитку у світі у 1990-х роках. Пік розвитку даного сегменту світового ринку капіталу спостерігався у 2000 році і досяг позначки 3,5 трлн. дол. США. Причому більшість угод було укладено в США в таких секторах економіки, як телекомунікації та банківський сектор, всі інші угоди було укладено в Європі [197]. За останні десять років активність на даному ринку поступово спадала і мінімальну позначку щодо угод злиття та поглинання було зафіксовано у 2009 році на 0,02 трлн. дол. США, і вперше обсяг угод на міжнародному ринку скоротився до 200 угод на рік. У 2010 діяльність на світовому ринку злиття та поглинання було активізовано, внаслідок чого обсяг ринку досяг позначки у 7,65 млрд. дол. США (рисунок Ж.2 додаток Ж).

У 2009 році особливу зацікавленість інвестори виявили до наступних галузей: енергетика та ресурси, фінансовий сектор, фармацевтика та біотехнології (рис. 2.12). Депресія світових цін на початку 2009 року надала можливість інвесторам ряду країн, а саме Китаю, Австралії та Канади придбати активи за досить низькими цінами і стати лідерами ринку злиття та поглинання. Але якщо інвестори Китаю скуповували активи за кордоном, у більшості випадків це були операції, направлені на доступ до сировинних ресурсів, то інвестори Австралії і Канади проявляли активність усередині держави. Особливістю світового ринку злиття та поглинання у 2008 та 2009 роках було те, що спостерігала активність держави як головного інвестора. Банкрутства у ряді секторів економіки, а особливо у фінансовому, змусили державні органи влади прийняти рішення націоналізувати ряд компаній, і, тим самим, максимально збільшити свою частку на світовому ринку злиття та поглинання до позначки 16,6 %, що у два рази більше порівняно з 2000 роком [219].

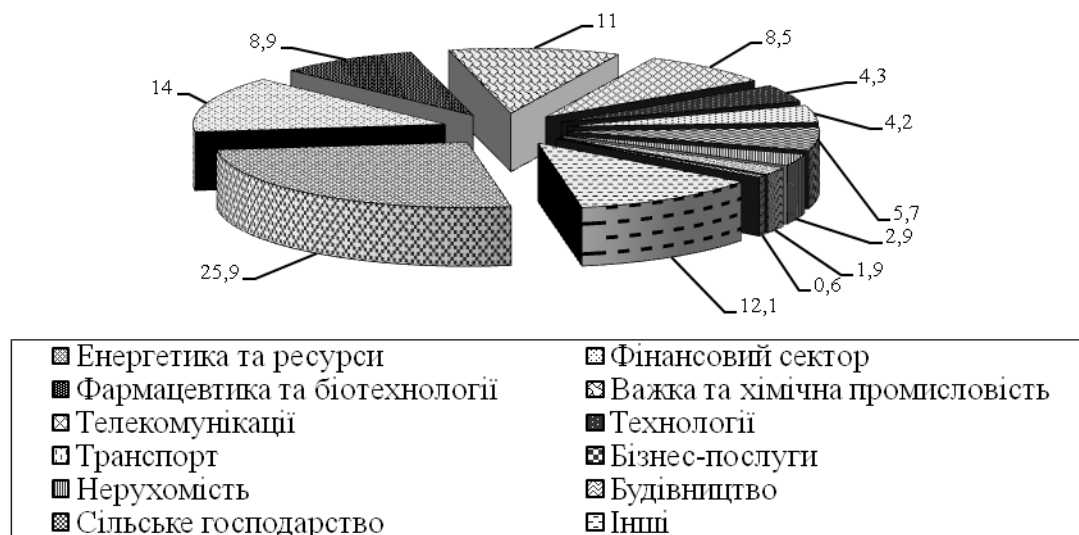


Рисунок 2.12 – Частка М&А-угод у світі в розрізі галузей у 2010 році, за обсягом угод, % (складено автором за даними Mergermarket)

Що стосується українського ринку злиття та поглинання, то в даному випадку слід відзначити аналогічну тенденцію, як і на світовому ринку злиття та поглинання. Своєрідним поштовхом до розвитку даного сегмента ринку капіталу було придбання у 2005 році корпорацією Mittal Steel українського підприємства «Криворіжсталь» та Райффайзен Інтернаціональ Банк-Холдинг АГ Акціонерного поштово-пенсійного банку «Аваль». В той же час максимальний розвиток ринку злиття і поглинання було зафіксовано у 2007 році (рис. 2.13). У 2008 та 2009 роках з початком кризи на кредитному ринку та падінням ВВП спостерігається і різке скорочення активності на вітчизняному ринку злиття та поглинання.

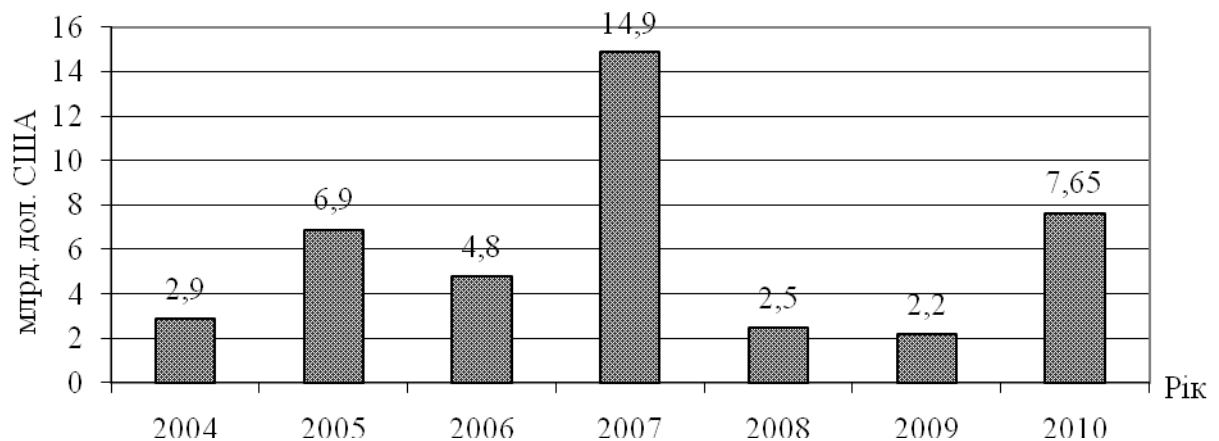


Рисунок 2.13 – Обсяги угод на ринку злиття та поглинання України  
(складено автором за даними Mergermarket)

Необхідно зазначити, що мінімальна активність у вищезазначений період мала наступні причини: відсутність капіталу у інвестора та очікування низьких цін на активи. Але вже у 2010 році ринок злиття та поглинання України перевищив прогнозований показник на 3,25 млрд. дол. США і досяг позначки у 7,65 млрд. дол. США. В цей рік відбувалась концентрація капіталу вітчизняними промислово-фінансовими групами за рахунок виходу з ринків дрібних корпорацій та західних інвесторів.

Що стосується галузей вкладання, то найбільшою популярністю, до кризи, користувалися галузі, які демонстрували високу динаміку росту. І серед інвесторів особливу популярність мав фінансовий сектор, включно до 2008 року, зокрема банківський сегмент. У свою чергу, залученню капіталу на страховий ринок України перешкоджають ряд факторів, а саме: невелика ємність ринку, відсутність культури страхування, низька прибутковість, закритість та непрозорість ринку. Як наслідок за період 2003-2009 років на страховому ринку було укладено 10 угод злиття та поглинання на загальну суму 381 млн. дол. США (таблиця Ж.5 додатка Ж). Тоді як у кризовий 2008 рік дві мегаугоди у банківському секторі зробили внесок у ринок злиття та поглинання на суму 1,83 млрд. дол. США.

Особливістю 2009 та 2010 років стало те, що інвестор почав цікавитись тими галузями, які демонструють більшу стійкість до криз: виробництво продуктів харчування, фармацевтика, продуктовий рітейл, машинобудування та металургія (таблиця Ж.6 додаток Ж). Також слід зауважити, що саме в цей період чітко спостерігаються операції, направлені на концентрацію ринку. А за прогнозами експертів, у майбутньому ми можемо спостерігати на ринку у тій чи іншій галузі по два, три гравці. Однією з пріоритетних галузей щодо вкладання капіталу, з точки зору голландських, польських та французьких інвесторів, є сільське господарство України, а саме розвиток експортоорієнтованого виробництва, зокрема вирощування зернових, масличних культур та цукрового буряка. Але в той же час існуючий мораторій на придбання сільськогосподарських угідь стримує їх активність.

Дана тенденція несе загрозу для фінансової безпеки внаслідок можливої монополізації ринків та втрати контролю над операціями, що відбуваються на ринку капіталу. Враховуючи досвід України та інших держав, на наш погляд, існує необхідність створення балансу між досить суттєвим контролем з боку державних органів та саморегулюючих організацій, що дасть можливість відстежувати тенденції в тих чи інших



галузях та створити умови в яких було б комфортно працювати всім учасникам ринку капіталу.

Також слід відмітити ряд факторів, які не тільки негативно впливають на динаміку розвитку вітчизняного ринку капіталу, а й на фінансову безпеку держави, це: неефективний бухгалтерський облік, можливість рейдерських атак, укладання угод поза межами української юрисдикції, відсутність єдиних підходів, щодо оцінки бізнесу, некомпетентність топ-менеджерів, неефективність контролюючого середовища. Угоди злиття та поглинання є не тільки ефективним способом оптимізації матеріально-виробничих активів, а фактично єдиним шляхом який надає можливість не збанкрутувати під час кризи. Зауважимо, що український ринок злиття та поглинання з кожним роком набуває все більшої відкритості та прозорості, в той же час у деяких випадках отримати достовірну інформацію досить складно. Звертає на себе увагу те, що умови угод за участю іноземних інвесторів завжди відкриті широкому загалу, а рівень розкриття інформації за угодами на внутрішньому ринку залишається на досить низькому рівні.

На наш погляд, державним органам влади потрібно провести ряд реформ, які будуть направлені на забезпечення прозорості ринку капіталу, що позитивно вплине на фінансову безпеку держави.

Отже, на інвестиційну активність на вітчизняному ринку капіталу впливають ряд як негативних, так і позитивних факторів.

До негативних чинників можна віднести, перш за все: політичну нестабільність, відсутність захисту прав міноритарних акціонерів та інвесторів, відсутність захисту прав власності, нерозвиненість інвестиційної інфраструктури, непрозорість та неліквідність ринку капіталу, відсутність високого рівня корпоративного управління, складність митної процедури, відсутність дієвої судової системи, фаворитизм у прийнятті рішень, корупцію, бюрократію. Але девальвація гривні, падіння реальних доходів населення та ємність ринку робить деякі галузі економіки, а особливо ті, які

орієнтовані на експорт сільськогосподарської, харчової продукції, досить привабливими з точки зору вкладання капіталу.

В той же час слід пам'ятати про міжнародну конкуренцію та загальнонаціональні інтереси. І саме ринок капіталу має виконувати свої функції щодо акумуляції та перерозподілу ресурсів з метою розвитку реального сектора економіки. А неефективність регулювання та контролю за діяльністю основних його учасників призведе до негативних наслідків у сфері фінансової безпеки держави.

## Висновки до розділу 2

1. Ринок капіталу має досить складну внутрішню структуру, складові якої певним чином можуть функціонувати окремо, але в той же час найбільша їх ефективність досягається при взаємодії всіх елементів. Найбільш суттєву роль у забезпеченні фінансової безпеки держави, в розрізі ринку капіталу, відіграє кредитний ринок. Однак в умовах інтеграції України до світового фінансового простору роль ринку цінних паперів постійно посилюється. Саме ринок цінних паперів дає можливість залучати такий необхідний довгостроковий капітал, через участь у пайовому капіталі, який потрібен для суттєвого розвитку підприємств реального сектора капіталу. В той же час на сучасному етапі свого розвитку ринок цінних паперів не виконує функцію акумуляції коштів дрібних інвесторів з метою їх використання у структурній перебудові економіки.

2. Організований ринок в Україні займає значно меншу частку у структурі ринку цінних паперів, чого немає в жодній державі Східної Європи, які успішно розвиваються. Наявність великої кількості угод які укладаються поза біржею, не тільки призводить до утворення тіньових схем на ринку цінних паперів, а й унеможливорює створення дієвого механізму встановлення справжньої ціни на цінні папери, що заважає створенню цивілізованого організованого ринку цінних паперів, який би забезпечував залучення довгострокового капіталу, а не використовувався з метою перерозподілу власності, короткострокових спекуляцій та виведення капіталу.

3. Проаналізувавши стан розвитку ринку цінних паперів в Україні, можна зробити висновки, що зазначений сегмент ринку капіталу поступово переходить під вплив іноземного капіталу, а саме російського. Вітчизняним ринком цінних паперів активно цікавляться й інші учасники світового фінансового простору. Загострення конкуренції та входження сильних гравців, з одного боку, сприяє появі нових фінансових інструментів, зменшенню цін на послуги бірж, створенню прозорих та

чітких правил гри на ринку цінних паперів. З іншого боку, безконтрольне проникнення іноземного капіталу на ринок цінних паперів не тільки негативно впливає на рівень фінансової безпеки, а й загрожує національному суверенітету.

4. На основі проведеного дослідження можна стверджувати, що вітчизняний ринок цінних паперів не можна охарактеризувати як розвинутий. Про це свідчать: слабо розвинута інфраструктура, хаотичність руху капіталу, розрив між ціною покупця та продавця, відносно невелика кількість угод, незначна чисельність професійних учасників.

5. Проведене дослідження дозволило визначити наявність дисбалансу між активами та пасивами в банківській системі, а також надмірної кредитної експансії з погіршенням якості кредитного портфеля, що негативно впливає на рівень фінансової безпеки. Але в той же час позитивною динамікою є зростання обсягів довгострокових кредитів, що дає можливість оновлювати та додатково створювати основні виробничі фонди і таким чином розвивати національну економіку та нівелювати загрози фінансовій безпеці держави.

6. Внаслідок загострення конкуренції та зниження рівня прибутковості банківських операцій іноземний капітал розпочав інтенсивне входження на територію України шляхом придбання акцій українських банків. Досить агресивне його входження на вітчизняний кредитний ринок призвело до перевищення попиту над пропозицією на іноземну валюту, падіння курсу національної валюти, інфляції, вилучення коштів з депозитних рахунків та дефіциту капіталу, що негативно вплинуло не тільки на рентабельність діяльності банків, а й створило додаткові загрози для фінансової безпеки держави. Значний рівень контролю за іноземним капіталом банків, які входять до I групи, призвело до суттєвої залежності розвитку вітчизняної банківської системи від політики європейських урядів та прорахунків в управлінні, менеджерів фінансових конгломератів.

7. В результаті проведеного дослідження було встановлено відсутність механізму який би перешкоджав надмірному кредитуванню в іноземній валюті, що негативно впливає на рівень фінансової безпеки держави. Слід зазначити, що превалювання кредитів в іноземній валюті було пов'язане з внутрішньою політикою комерційних банків внаслідок того, що відбулось прискорення темпів залучення депозитів в іноземній валюті, збереження інфляційних очікувань та збільшення кількості банків з іноземним капіталом.

8. Проведене дослідження дозволило з'ясувати неможливість забезпечення фінансової безпеки держави без втілення ефективної інвестиційної політики яка б була направлена на розвиток інноваційної складової, а також без розширення внутрішнього капіталовкладення та розвитку галузей економіки реального сектора виробництва.

9. У результаті дослідження було виявлено спекулятивний характер ринку цінних паперів України. Спекуляції на ринку цінних паперів дозволяють покращити показник його ліквідності та збільшити платоспроможний попит населення, водночас, у результаті непродуктивного господарювання виникає ризик утворення «макробульбашок». Розрахований у роботі «індекс мильної бульбашки» засвідчив перевищення розміру грошової маси над капіталізацією ринку цінних паперів, що негативно вплинуло на фінансову безпеку держави.

10. Однією з основних загрозою для фінансової безпеки держави є нерозвинутість внутрішнього портфельного інвестора. Існування даної ситуації робить вітчизняний ринок цінних паперів залежним від інвестиційної політики іноземного інвестора і тенденцій на світовому ринку капіталу. Водночас входження портфельних інвестицій стримується відсутністю захисту прав міноритарних інвесторів і прав власності, неліквідністю українських активів, непрозорістю вітчизняного ринку цінних паперів.

11. Проведене дослідження показало, що досить значна частка ринку капіталу задіяна в процесі легалізації «брудних» коштів та у фіктивних

операціях з метою виведення капіталу за межі України. Дана тенденція стала наслідком несприятливих умов ведення господарської діяльності, політичної нестабільності, значних ризиків падіння вартості активів та значного обсягу тіньової економіки.

Основні результати розділу опубліковано в наукових працях [94, 98, 100, 101, 102, 103, 105, 107, 114]

## РОЗДІЛ 3

### МЕТОДИЧНЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ОЦІНЮВАННЯ ВПЛИВУ РИНКУ КАПІТАЛУ НА ФІНАНСОВУ БЕЗПЕКУ ДЕРЖАВИ

#### 3.1. Науково-методичне обґрунтування оцінювання рівня фінансової безпеки держави під впливом розвитку ринку капіталу

Сучасна ситуація у вітчизняній економіці та фінансовій сфері обумовлена значними проблемами та загальною нестабільністю. Подальший розвиток ринку капіталу України, в своїй більшості, залежить від комплексу дієвих та раціональних інструментів, які будуть реалізовані органами державної влади.

Ефективне функціонування ринку капіталу зокрема та фінансового ринку взагалі неможливе за відсутності чіткого механізму забезпечення фінансової безпеки держави, до складу якого входять, насамперед, засоби виявлення потенційних загроз. А чітке математичне підтвердження впливу конкретної складової ринку капіталу на фінансову безпеку держави забезпечує економію часу при прийнятті рішення щодо попередження кризових ситуацій як на ринку капіталу, так і на окремих його складових, а саме кредитному ринку та ринку цінних паперів.

У попередніх розділах було обґрунтовано взаємозв'язок між розвитком ринку капіталу та фінансовою безпекою держави. Зважаючи на той факт, що фінансова безпека держави є одним із ключових показників розвитку держави, його математична формалізація та подальша ідентифікація факторів, які впливають на даний показник, набуває значної актуальності в умовах підвищення ефективності прийняття управлінських рішень.

Розглянемо послідовність дій алгоритму реалізації процесу моделювання впливу ринку капіталу на фінансову безпеку держави:

1. Визначення загальної сукупності фінансово-економічних показників, що характеризують фінансову безпеку держави в розрізі аналізу кредитного ринку, ринку цінних паперів як складових ринку капіталу.
2. Ідентифікація найбільш суттєвих (ключових) факторів, які впливають на фінансову безпеку України, за допомогою проведення відсіву неістотних показників методом аналізу головних компонент.
3. Групування ключових показників фінансової безпеки держави в межах кожного з досліджуваних сегментів та надання їм кількісної характеристики.
4. Приведення визначених на попередніх етапах базових показників фінансової безпеки держави у зіставний вигляд з метою можливості порівняння різнонаправлених факторів даної категорії.
5. Розрахунок узагальнюючого критерію фінансової безпеки держави на основі градації показників з додатнім та від'ємним інгредієнтами та подальше їх зіставлення.
6. Ідентифікація ступеня впливу кожного з сегментів ринку капіталу на фінансову безпеку держави.

Інформаційною базою дослідження суттєвих закономірностей формування фінансової безпеки держави, в розрізі поставленої мети дослідження, виступає ідентифікація генеральної сукупності показників, які максимально повно відображають різнонаправлені аспекти розглянутої складної і динамічної системи.

В той же час практично неможливим виявляється створення генеральної сукупності, що обумовлено не тільки значними витратами часу, але і обмеженістю фінансових ресурсів та достовірної статистичної інформації. Виходячи з цього, необхідним є формування вибіркової сукупності показників, що характеризують фінансову безпеку держави в



розрізі кожної з досліджуваних її складових (кредитний ринок, ринок цінних паперів).

Крім того, доцільно зазначити, що необхідною вимогою складання адекватної вибіркової сукупності виступає забезпечення фінансовими показниками, які її складають, не менше 80 % варіації кількісної оцінки фінансової безпеки держави (табл. 3.1, додатка 3).

Переходячи до наступного етапу розробки економіко-математичної моделі впливу ринку капіталу на фінансову безпеку держави, необхідно зауважити, що сутність моделювання даного процесу передбачає спрощення закономірностей функціонування реальної економічної системи шляхом включенням в модель тільки найбільш суттєвих факторів. Таким чином, актуальності набуває застосування математичних методів, які дозволяють провести відсів неістотних показників. Так, одним з найбільш прийнятних в рамках даного дослідження виступає метод аналізу головних компонент.

Отже, перейдемо до сутності реалізації даного методу аналізу в межах визначення впливу ринку капіталу на фінансову безпеку держави. Так, математичну модель, яка виступає основою методу аналізу головних компонент, можна представити у вигляді наступного рівняння багатофакторної регресії (3.1):

$$y = V_{j1}F_1 + V_{j2}F_2 + \dots + V_{jp}F_p = \sum_{p=1}^n V_{jp}F_p, \quad j = 1, 2, \dots, p, \quad (3.1)$$

де  $y$  – результативна ознака моделі (кількісна оцінка фінансової безпеки держави);

$V_{jp}$  – ваговий коефіцієнт  $j$ -го фактора забезпечення фінансової безпеки держави;

$F_p$  – головна компонента.

Отримання рівняння 3.1 передбачало проходження наступної послідовності перетворень.

З метою проведення відбору найбільш суттєвих головних компонент здійснюється кореляційний аналіз на основі розрахунку множинного коефіцієнта кореляції між показниками, які формують вибіркочув сукупність при дослідженні фінансової безпеки держави, та відповідними головними компонентами (3.2).

$$R_{y(x_i;x_j)} = \sqrt{\frac{r_{yx_i}^2 + r_{yx_j}^2 - 2r_{yx_i} \cdot r_{yx_j} \cdot r_{x_i x_j}}{1 - r_{x_i x_j}^2}}, \quad (3.2)$$

де  $R_{y(x_i;x_j)}$  – множинний коефіцієнт кореляції між результативною та факторними ознаками;

$r_{yx_i}$  – парні коефіцієнти кореляції між результативною ознакою та  $i$ -ю факторною ознакою (3.3):

$$r_{yx_i} = \frac{\sum yx_i - \frac{\sum y \cdot \sum x_i}{n}}{\sqrt{\left(\sum y^2 - \frac{(\sum y)^2}{n}\right)\left(\sum x_i^2 - \frac{(\sum x_i)^2}{n}\right)}}, \quad (3.3)$$

де  $r_{yx_j}$  – парні коефіцієнти кореляції між результативною ознакою та  $j$ -ю факторною ознакою (3.4).

$$r_{yx_j} = \frac{\sum yx_j - \frac{\sum y \cdot \sum x_j}{n}}{\sqrt{\left(\sum y^2 - \frac{(\sum y)^2}{n}\right)\left(\sum x_j^2 - \frac{(\sum x_j)^2}{n}\right)}}, \quad (3.4)$$

де  $r_{x_i x_j}$  – парні коефіцієнти кореляції між факторними ознаками (3.5).

$$r_{x_i x_j} = \frac{\sum x_i x_j - \frac{\sum x_i \cdot \sum x_j}{n}}{\sqrt{\left(\sum x_i^2 - \frac{(\sum x_i)^2}{n}\right) \left(\sum x_j^2 - \frac{(\sum x_j)^2}{n}\right)}}. \quad (3.5)$$

Проведення даного аналізу дозволить визначити частку варіації результативної ознаки за рахунок варіації кожної з виділених головних компонент, на основі чого відбувається відсів неістотних факторів.

Паралельно з описаним вище підходом до математичного визначення ключових факторів моделі, який полягає у проведенні стандартизації вихідних даних відносно середнього значення (кореляційний аналіз), альтернативним методом вирішення поставлених задач виступає здійснення центрування вихідних показників відносно середнього на основі побудови матриці коваріації, елементи якої визначаються наступним чином (3.6):

$$\begin{aligned} \text{cov}(x_i, y_i) &= \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y}) \\ \text{cov}(x_j, y_j) &= \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (x_j - \bar{x})(y_j - \bar{y}), \end{aligned} \quad (3.6)$$

де  $\text{cov}(x_i, y_i)$ ,  $\text{cov}(x_j, y_j)$  – матриця коваріації початкових факторів ( $x_i, x_j$  – показники, які характеризують кредитний ринок, ринок цінних паперів) моделі та виділених головних компонент ( $y_i, y_j$ ).

В той же час необхідно зазначити, що незалежно від того який з вищенаведених підходів буде доцільніше використати виходячи з масиву вхідних даних, результати розрахунків будуть зіставними та полягатимуть у визначенні головних компонент (нового набору некорельованих змінних). Дані компоненти виступають лінійними комбінаціями вихідних показників, які характеризують фінансову безпеку держави (формула 3.7).

$$\vec{d} = \alpha \vec{a} + \beta \vec{b}, \quad (3.7)$$

де  $\vec{d}$  – вектор характеристик (головних компонент) фінансової безпеки держави;

$\vec{a}$  – вектор характеристик кредитного ринку;

$\vec{b}$  – вектор характеристик ринку цінних паперів;

$\alpha, \beta$  – статистичні оцінки параметрів впливу складових ринку капіталу

на фінансову безпеку держави.

Деталізація головних компонент відбувається шляхом ідентифікації концентрації значень показників у векторному просторі змінних економіко-математичної моделі, які формуються на основі принципу методу найменших квадратів. Реалізація даного принципу надає можливість визначити головні компоненти, як результат мінімальної суми квадратів ортогональних проєкцій. Математична формалізація методу найменших квадратів наведена у формулі (3.8):

$$\sum_{i=1}^n \ell_i^2 = \sum_{i=1}^n (y_i - (a_0 + a_1 x_{1i} + a_2 x_{2i} + \dots + a_p x_{pi} + b_0 + b_1 x_{p+1i} + b_2 x_{p+2i} + \dots + b_p x_{ri}))^2, \quad (3.8)$$

де  $\sum_{i=1}^n \ell_i^2$  – квадрати ортогональних проєкцій значень показників у

векторному просторі головних компонент;

$y_i$  – значення результативної ознаки моделі – головних компонент;

$a_0 + a_1 x_{1i} + a_2 x_{2i} + \dots + a_p x_{pi}$  – складова, яка характеризує взаємозв'язок кредитного ринку та фінансової безпеки держави;

$b_0 + b_1 x_{p+1i} + b_2 x_{p+2i} + \dots + b_p x_{ri}$  – складова, яка характеризує взаємозв'язок ринку цінних паперів та фінансової безпеки держави.

Таким чином, реалізація даного етапу дає можливість:

1. Провести редукцію вхідних даних, які представлені у вигляді фінансових показників, тобто зменшити загальну кількість істотних показників моделі, виділивши головні (які виступають базою побудови математичної моделі) та неголовні (які пропонується не враховувати).
2. Здійснити класифікацію головних компонент економіко-математичної моделі залежно від ступеня їх впливу на фінансову безпеку держави.
3. Формалізувати в ході подальших етапів дослідження вид взаємозв'язку між істотними факторами фінансової безпеки держави на основі проведення регресійного аналізу, виходячи з того, що головні компоненти виступають некорельованими між собою змінними і обумовлюють основну частину варіації кількісної оцінки фінансової безпеки держави.

Виходячи з визначених на попередньому етапі ключових показників фінансової безпеки держави, набуває доцільності здійснення групування даних факторів в межах кредитного ринку та ринку цінних паперів. Крім того, додатково актуально також провести розподіл істотних показників фінансової безпеки в розрізі кожної з чотирьох груп комерційних банків та присвоєння їм кількісної характеристики.

Раціональність здійснення групування та надання фінансовим показникам конкретних значень полягає в можливості оцінки ступеня, характеру та напрямку впливу кожної зі складових ринку капіталу на загальний рівень фінансової безпеки держави та прийняття в подальшому органами державної влади відповідних управлінських рішень.

Результати реалізації даного етапу побудови економіко-математичної моделі впливу ринку капіталу на фінансову безпеку держави пропонується представити у вигляді табл. 3.1.

Таблиця 3.1 – Показники характеристики фінансової безпеки держави в розрізі складових ринку капіталу (кредитний ринок, ринок цінних паперів)

Показник	Значення показника у відповідний період				
	$T_1$	...	$T_j$	...	$T_n$
	Кредитний ринок				
$CM_1$	$c_{11}$	...	$c_{1j}$	...	$c_{1n}$
...	...	...	...	...	...
$CM_i$	$c_{i1}$	...	$c_{ij}$	...	$c_{in}$
...	...	...	...	...	...
$CM_m$	$c_{m1}$	...	$c_{mj}$	...	$c_{mn}$
Ринок цінних паперів					
$SM_1$	$s_{11}$	...	$s_{1j}$	...	$s_{1n}$
...	...	...	...	...	...
$SM_i$	$s_{i1}$	...	$s_{ij}$	...	$s_{in}$
...	...	...	...	...	...
$SM_m$	$s_{m1}$	...	$s_{mj}$	...	$s_{mn}$

Виходячи з того, що метою реалізації економіко-математичної моделі є формування узагальнюючого критерію фінансової безпеки держави на основі зведення ключових показників, то наступний етап передбачає приведення даних показників у зіставний вигляд. Необхідність здійснення даного етапу полягає в тому, що сформований комплекс істотних показників фінансової безпеки держави в розрізі досліджуваних ринків відображає різні аспекти діяльності суб'єктів господарювання, а самі показники є специфічними для кожного ринку (різні одиниці виміру, різний характер показників, різний напрямок впливу на результативну ознаку тощо). Вирішення даної проблеми пропонується шляхом проведення нормалізації. Так, сутність даного процесу для показників, які зі збільшенням покращують загальний рівень фінансової безпеки держави, полягає у переході реального значення фінансового показника до приведенного у зіставний вигляд на основі наступних варіантів:

- якщо фінансовий показник дорівнює мінімальному рівню з вибірки можливих значень за визначений період спостереження,

йому ставиться у відповідність нульове значення нормалізованого показника;

- якщо фінансовий показник дорівнює максимальному рівню з вибірки можливих значень за визначений період спостереження, йому ставиться у відповідність одиничне значення нормалізованого показника;
- якщо фінансовий показник належить проміжку від мінімального до максимального рівнів з вибірки можливих значень за визначений період спостереження, йому ставиться у відповідність зважена на розмах варіації (різниця між мінімальним та максимальним значенням показників вибірки) величина відхилення фінансового показника від мінімального рівня.

В той же час зміст нормалізації для показників, які зі збільшенням погіршують загальний рівень фінансової безпеки держави, базується на заміні істотних показників, які характеризують фінансову безпеку держави на зіставні значення фінансових показників. Так, якщо фінансовий показник дорівнює граничному рівню (максимальному або мінімальному) з отриманої вибірки, то його нормалізоване значення розраховується аналогічно описаному підходу для показників, які зі збільшенням підвищують рівень фінансової безпеки держави. У випадку, якщо фінансовий показник знаходиться в інтервалі між мінімальним та максимальним рівнями, його нормалізоване значення розраховується як різниця між максимальним значенням показника та його реальним рівнем, зважена на розмах варіації.

Формалізація описаного вище процесу нормалізації для кожного з досліджуваних ринків має наступний вигляд:

- 1) в розрізі кредитного ринку (3.9):

$$CMnorm_i = \begin{cases} 0, CM_i = \min_{i=1 \div m} \{CM_i\} \\ \frac{CM_i - \min_{i=1 \div m} \{CM_i\}}{\max_{i=1 \div m} \{CM_i\} - \min_{i=1 \div m} \{CM_i\}}, \text{ для показників, збільшення яких підвищує} \\ \text{загальний рівень фінансової безпеки держави} \\ \frac{\max_{i=1 \div m} \{CM_i\} - CM_i}{\max_{i=1 \div m} \{CM_i\} - \min_{i=1 \div m} \{CM_i\}}, \text{ для показників, збільшення яких знижує} \\ \text{загальний рівень фінансової безпеки держави} \\ 1, CM_i = \max_{i=1 \div m} \{CM_i\} \end{cases}, \quad (3.9)$$

де  $CMnorm_i$  – нормалізоване значення  $i$ -го показника характеристики кредитного ринку;

$CM_i$  – початкове значення  $i$ -го показника характеристики кредитного ринку;

$\min_{i=1 \div m} \{CM_i\}$  – мінімальне початкове значення по кожному з показників кредитного ринку;

$\max_{i=1 \div m} \{CM_i\}$  – максимальне початкове значення по кожному з показників кредитного ринку;

2) в розрізі ринку цінних паперів (3.10):

$$SMnorm_i = \begin{cases} 0, SM_i = \min_{i=1 \div m} \{SM_i\} \\ \frac{SM_i - \min_{i=1 \div m} \{SM_i\}}{\max_{i=1 \div m} \{SM_i\} - \min_{i=1 \div m} \{SM_i\}}, \text{ для показників, збільшення яких підвищує} \\ \text{загальний рівень фінансової безпеки держави} \\ \frac{\max_{i=1 \div m} \{SM_i\} - SM_i}{\max_{i=1 \div m} \{SM_i\} - \min_{i=1 \div m} \{SM_i\}}, \text{ для показників, збільшення яких знижує} \\ \text{загальний рівень фінансової безпеки держави} \\ 1, SM_i = \max_{i=1 \div m} \{SM_i\} \end{cases}, \quad (3.10)$$

де  $SMnorm_i$  – нормалізоване значення  $i$ -го показника характеристики ринку цінних паперів;



$SM_i$  – початкове значення  $i$ -го показника характеристики банківського ринку;

$\min_{i=1:m} \{SM_i\}$  – мінімальне початкове значення по кожному з показників ринку цінних паперів;

$\max_{i=1:m} \{SM_i\}$  – максимальне початкове значення по кожному з показників ринку цінних паперів.

Отже, отримавши нормалізовані показники (в розрізі банківського ринку, ринку цінних паперів та інвестиційної складової ринку капіталу), які є складовими загального рівня фінансової безпеки держави, можна провести розрахунок узагальнюючого критерію результативного показника. Виходячи з того, що окрема група показників зі збільшенням призводить до зростання загального рівня фінансової безпеки держави, а інша, в свою чергу, обумовлює зворотну тенденцію, особливістю формалізації узагальнюючого критерію результативної ознаки виступає представлення комплексу даних показників у вигляді додатного або від'ємного інгредієнта кожного з них.

Таким чином, узагальнений критерій може бути представлений у вигляді дроби, де в чисельнику знаходиться добуток показників, які необхідно максимізувати –  $CM_i^+$ ,  $SM_i^+$ , а в знаменнику – добуток тих, які потрібно мінімізувати  $CM_i^-$ ,  $SM_i^-$  (3.11):

$$FSG = \frac{\prod_{i=k}^n CM_i^+ \prod_{i=k}^n SM_i^+}{\prod_{i=k}^n CM_i^- \prod_{i=k}^n SM_i^-}, \quad (3.11)$$

де  $FSG$  – узагальнюючий критерій фінансової безпеки держави;

$CM_i^+$  –  $i$ -й фактор-стимулятор кредитного ринку;

$SM_i^+$  –  $i$ -й фактор-стимулятор ринку цінних паперів;

$CM_i^-$  –  $i$ -й фактор-дестимулятор кредитного ринку;

$SM_i^-$  –  $i$ -й фактор-дестимулятор ринку цінних паперів.

Після визначення узагальнюючого критерію фінансової безпеки держави набуває актуальності дослідження умов його забезпечення. Так, проведемо ідентифікацію ступеня впливу кожного з сегментів ринку капіталу на фінансову безпеку держави. З метою реалізації даного етапу математично представимо залежність між узагальнюючим критерієм фінансової безпеки держави та формуючих його елементів у вигляді економетричних моделей множинної регресії (3.12):

$$FSG = \beta_0 + \beta_1 CM + \beta_2 SM + \varepsilon, \quad (3.12)$$

де  $\beta_m, m=0 \div 3$  – сталі величини, що характеризують ступінь впливу кожної факторної ознаки на результативну;  
 $\varepsilon$  – похибка (відхилення фактичного і теоретичного рівнів відповідного показника загального рівня фінансової безпеки держави).

Отримані економетричні моделі дають змогу лише прослідкувати, яким чином збільшення або зменшення кількісної характеристики складових фінансової безпеки держави вплине на зміну її загального рівня. В той же час виникає необхідність ідентифікації ступеня впливу варіації показників кредитного ринку та ринку цінних паперів, тобто визначення, на скільки відсотків кожна з факторних ознак обумовлює узагальнюючий рівень фінансової безпеки держави. Таким чином, необхідності набуває перехід від формули 3.12 до стандартизованих рівнянь множинної регресії (3.13):

$$FSG = k_1 CM + k_2 SM, \quad (3.13)$$

де  $k_m, m=1\div 3$  – сталі величини, які відображають значення характеристик ступеня впливу певної складової ринку капіталу на загальний рівень фінансової безпеки держави. Даний коефіцієнт  $k_m, m=1\div 3$  рівняння (3.13) розраховуються виходячи з наступного рівняння (3.14):

$$k_m = \beta_m \frac{\sigma_{CM(SM)}}{\sigma_{FSG}}, \quad (3.14)$$

де  $\sigma_{CM(SM)}, \sigma_{FSG}$  – середні квадратичні відхилення факторних і результативної ознак відповідно, які визначаються за формулами (3.15):

$$\begin{aligned} \sigma_{CM} &= \sqrt{CM^2 - \overline{CM}^2}, \\ \sigma_{SM} &= \sqrt{SM^2 - \overline{SM}^2}, \\ \sigma_{FSG} &= \sqrt{FSG^2 - \overline{FSG}^2}. \end{aligned} \quad (3.15)$$

Отже, реалізація даного етапу надає можливість приймати ефективні управлінські рішення щодо управління загальним рівнем фінансової безпеки держави, контролюючи відповідно кожен зі складових ринку капіталу.

Таким чином, підводячи підсумок, необхідно зазначити, що проведення формалізації впливу ринку капіталу на фінансову безпеку держави у вигляді математичної моделі дозволяє:

- провести ідентифікацію ключових показників характеристики фінансової безпеки держави в межах генеральної сукупності фінансових показників кредитного ринку, ринку цінних паперів, що в результаті дає можливість провести якісний аналіз взаємозв'язків між складовими ринку капіталу;
- надати кількісну характеристику загального рівня фінансової безпеки держави на основі розрахунку відповідного

узагальнюючого критерію, який враховує як показники з додатнім, так і показники з від'ємним інгредієнтами. Результати, отримані при розрахунку даного критерію, дають можливість здійснити всебічну, різнонаправлену та комплексну оцінку фінансової безпеки держави;

- визначити ступінь та силу впливу на узагальнюючий критерій фінансової безпеки держави показників, що характеризують кредитний ринок та ринок цінних паперів.

### **3.2. Науково-методичний підхід до оцінки розміру іноземного капіталу в банківській системі України в контексті впливу на фінансову безпеку держави**

Фінансова незалежність та безпека національного кредитного ринку значною мірою обумовлені впливом на діяльність комерційних банків іноземних фінансових ресурсів. Так, присутність значного обсягу іноземного капіталу в національній банківській системі може призвести до монопольного контролю банківських операцій іноземними інвесторами та втрати можливості відстоювати інтереси вітчизняних суб'єктів господарювання. В той же час розвиток української банківської системи неможливий без вкладення іноземних інвестицій та впровадження закордонних інноваційних технологій. Закордонні фінансові ресурси зумовлюють розширення можливостей та видів проведення банківських операцій на території України і, як наслідок, не тільки стимулюють вихід вітчизняної банківської системи на новий рівень, але й збільшують можливості розвитку української економіки в цілому.

Крім того, особливої актуальності дане питання набуває в сучасних умовах функціонування вітчизняної банківської системи. Так, найбільший обсяг угод відносно купівлі акцій українських банків прослідковувався в 2007 р., в той час як для 2010–2011 рр. характерна тенденція до згортання діяльності європейських банків на території України. Разом з тим рівень іноземного капіталу в статутному капіталі банків останні два роки залишається постійним у результаті збільшення частки капіталу російських банків та складає більше 40 %.

Виходячи з вищерозглянутих закономірностей функціонування української банківської системи, доцільності набуває проведення дослідження щодо максимально можливої частки іноземного капіталу в статутному капіталі банків України. Формалізацію економіко-

математичної моделі поставленої задачі пропонується представити у вигляді наступної послідовності:

1. На основі використання формалізованої функції залежності рівня фінансової безпеки держави від показників функціонування кредитного ринку та ринку цінних паперів представлення даного взаємозв'язку як *однофакторного рівняння* впливу частки кредитної складової в загальному рівні фінансової безпеки держави.
2. Градація теоретично допустимого рівня меж кількісної характеристики рівня фінансової безпеки держави на інтервали, а також виокремлення величини *гранично допустимого рівня* даного показника з метою подальшого врахування визначеної умови як одного з обмежень економіко-математичної моделі ідентифікації максимально можливої частки іноземного капіталу в статутному капіталі банків України.
3. Математична формалізація *умови забезпечення мінімально допустимого рівня фінансової безпеки держави* за рахунок оптимізації такої змінної управління, як частка участі кредитної складової в досягненні бажаного рівня даного показника.
4. На основі аналізу часових рядів у вигляді *багатофакторної авторегресійної моделі* провести опис залежності розміру іноземного капіталу в статутному капіталі банків від:
  - мінімального рівня фінансової безпеки держави;
  - частки участі кредитного ринку в досягненні бажаного рівня фінансової безпеки;
  - динамічних змін як результативного показника, так і кожного з факторних.
5. Представлення фінансової безпеки держави як системи, оптимальне функціонування якої можливе за рахунок одночасної оптимізації *двох критеріїв ефективності*: визначення максимально можливої частки іноземного капіталу в статутному

капіталі банків України; забезпечення мінімально допустимого рівня фінансової безпеки держави.

6. Проведення багатофакторної оптимізації функціонування системи «фінансова безпека держави – розмір іноземного капіталу в банківській системі» на основі застосування *методу послідовних поступок*.
7. Якісна характеристика отриманого оптимального значення параметра оцінки розміру іноземного капіталу в банківській системі України в контексті впливу на фінансову безпеку держави.

Переходячи до розгляду послідовності кожного з зазначених етапів реалізації науково-методичного підходу до оцінки розміру іноземного капіталу в банківській системі України, в рамках першого етапу пропонується представити математичну модель кількісної характеристики рівня фінансової безпеки держави у вигляді функції з однією змінною управління. Отже, враховуючи взаємозв'язок між значеннями характеристик ступеня впливу певної складової ринку капіталу на загальний рівень фінансової безпеки держави, залежність результативного показника від частки банківської складової у вигляді *однофакторного рівняння* можна записати наступним чином (3.16):

$$FSG(k_1) = k_1 CM + k_2(k_1) SM, \quad (3.16)$$

де  $k_1$  – змінна управління, яка характеризує рівень частки складової кредитного ринку в загальному рівні фінансової безпеки держави;  
 $k_2$  – стала величина, яка відображає середнє значення (математичні сподівання) характеристики ступеня впливу ринку цінних паперів на загальний рівень фінансової безпеки держави;  
 $CM$ ,  $SM$  – кількісні характеристики (параметри) фінансової безпеки держави.

Аналіз рівняння 1 надає можливість виявити наступні аспекти взаємообумовленості результативного показника (рівень фінансової безпеки держави) факторними ознаками (частки кредитного ринку та ринку цінних паперів в забезпеченні загального рівня фінансової безпеки держави):

- $k_1$  показує, яка частка фінансової безпеки держави забезпечується впливом показників кредитного ринку, тобто на скільки одиниць зміниться загальний рівень фінансової безпеки держави при збільшенні відповідної факторної ознаки на 1 %;
- $k_2(k_1)$  характеризує загальний рівень зміни результативної ознаки стандартизованого рівняння регресії при збільшенні показників ринку цінних паперів на одну одиницю (в рамках даної моделі на 1 %), враховуючи при цьому вплив на значення розглянутої факторної ознаки можливої зміни показників кредитного ринку.

У свою чергу, апроксимацію взаємозв'язку між характеристикою ступеня впливу ринку цінних паперів та часткою кредитного ринку в загальному рівні фінансової безпеки держави з найбільшим ступенем достовірності пропонується проводити за допомогою поліному третього ступеня. Обрана специфікація взаємозв'язку пояснюється виявленими закономірностями реальних статистичних даних. Отже, рівняння даної взаємозалежності математично може бути записане в наступному вигляді:

$$k_2(k_1) = a_1 k_1^3 + a_2 k_1^2 + a_3 k_1 + a_4, \quad (3.17)$$

де  $a_1, a_2, a_3, a_4$  – сталі величини, які виступають кількісними характеристиками взаємозв'язку між ступенем впливу ринку цінних паперів та часткою кредитного ринку в загальному рівні фінансової безпеки держави.



Поряд з перевагами, які надає можливість наведена вище формалізація впливу частки банківської складової в загальному рівні фінансової безпеки держави у вигляді однофакторного рівняння, в рамках подальшого дослідження етапів науково-методологічного підходу набуває актуальності визначення кількісних значень рівнів результативного показника. Так, пропонується на основі всієї множини можливих значень рівня фінансової безпеки держави провести розподіл на рівень (критичний, гранично допустимий, середній, високий), кожна з яких визначає різний ступінь досягнутої фінансової безпеки, має свої специфічні особливості та визначає можливість застосування різних інструментів державного впливу з метою поліпшення існуючої ситуації. Крім того, необхідно зазначити, що серед різних груп кількісних значень фінансової безпеки держави практичне значення має саме виокремлення величини *гранично допустимого рівня* даного показника. Особливість застосування саме даного рівня як одного з обмежень економіко-математичної моделі ідентифікації максимально можливої частки іноземного капіталу в статутному капіталі банків полягає в тому, що він виступає не лише необхідною умовою ефективного функціонування кредитного ринку та ринку цінних паперів, але і характеристикою безпечності взаємодії суб'єктів даних ринків.

Третім етапом реалізації науково-методичного підходу до оцінки розміру іноземного капіталу в банківській системі України в контексті впливу на фінансову безпеку держави виступає математична формалізація визначеної на попередньому етапі величини гранично допустимого рівня даного показника. Проводячи дану формалізацію, необхідно врахувати не тільки обумовленість фінансової безпеки держави показниками функціонування кредитного ринку та ринку цінних паперів, але і взаємозв'язок між частками участі даних двох ринків в досягненні бажаного рівня результативної ознаки. Так, *умова забезпечення мінімально допустимого рівня фінансової безпеки держави за рахунок оптимізації*

частки участі кредитного ринку в досягненні необхідного рівня даного показника математично може бути формалізована наступним чином:

$$\frac{\partial FSG(k_1)}{\partial k_1} = CM + SM \frac{\partial k_2(k_1)}{\partial k_1}, \quad (3.18)$$

де  $\frac{\partial k_2(k_1)}{\partial k_1} = 3a_1 k_1^2 + 2a_2 k_1 + a_3$ .

Розглядаючи четвертий етап побудови економіко-математичної моделі визначення оптимальних (максимального) обсягів іноземного капіталу в статутному капіталі банків, необхідно акцентувати увагу на побудові функції мети, яка виступає кількісною характеристикою міри досягнення визначеної цілі дослідження. В рамках розглянутого науково-методичного підходу цільовою функцією запропоновано використовувати величину іноземного капіталу в банківській системі. Проводячи формалізацію даного функціоналу за допомогою застосування математичного апарату, необхідно врахувати, що оптимальний обсяг іноземного капіталу визначається кількісними значеннями таких параметрів:

1. Мінімальний рівень фінансової безпеки держави. Даний показник виступає тим параметром, який в рамках даного дослідження обумовлює рівень іноземного капіталу в банківській системі України. Крім того, необхідно зазначити, що процес досягнення оптимального обсягу іноземного капіталу неможливий, і дана задача втрачає актуальності без забезпечення мінімального рівня фінансової безпеки держави.

2. Частка участі банківського сектора в досягненні бажаного рівня фінансової безпеки. Рівень питомої ваги даного показника в загальній величині фінансової безпеки буде впливати на можливість абсолютного збільшення присутності іноземного капіталу в банківській системі України.

3. Динамічні зміни як результативного показника, так і кожного з факторних. Дана умова є важливою з точки зору того, що в кожний конкретний період часу як загальний рівень фінансової безпеки держави, так і показники, що характеризують банківський сектор, змінюються і відповідно значення оптимального рівня іноземного капіталу є неоднаковим.

Отже, *багатофакторна авторегресійна модель* залежності розміру іноземного капіталу в статутному капіталі банків від формуючих його факторів можна представити у вигляді наступного адитивного рівняння з урахуванням лагів між послідовними значеннями параметрів даної моделі:

$$\alpha_t^* = \beta_0 + \sum_{m=1}^n \beta_m \alpha_{t-m} + \sum_{m=0}^n \beta_{m+n} CM_{t-m} + \sum_{m=0}^n \beta_{m+2n} FSG_{t-m}, \quad (3.19)$$

де  $\beta_0$  – вільний параметр авторегресійної моделі, який характеризує рівень розміру іноземного капіталу в статутному капіталі банків у випадку рівності нулю всіх змінних даної моделі;

$\beta_m$  – стала величина, параметр багатофакторної регресії, який показує на скільки збільшиться (у випадку додатного значення даного параметра) або зменшиться (у разі прийняття даним параметром від'ємного значення) значення результативної ознаки (рівень розміру іноземного капіталу у банківській системі України) при збільшенні розміру даної ознаки з певним часовим лагом  $(t - m)$  на одну одиницю;

$\beta_{m+n}$  – постійний параметр авторегресійної моделі, значення якого свідчить про те, на скільки зміниться рівень розміру іноземного капіталу у банківській системі України при збільшенні показників характеристики кредитного ринку з певним часовим лагом  $(t - m)$  на одну одиницю;

$\beta_{m+2n}$  – параметр, який має економічний зміст, аналогічний параметру  $\beta_{m+n}$ , але в розрізі збільшення кількісної характеристики рівня фінансової безпеки держави.

4. Розглянувши специфікацію залежності рівня іноземного капіталу в банківській системі України від параметрів формування фінансової безпеки держави у вигляді багатofакторної авторегресійної моделі (3.19), необхідно зауважити, що побудова даного рівняння – складний багatoетапний процес, послідовність реалізації якого передбачає проведення наступних кроків:

4.1. Ідентифікація істотних незалежних змінних серед множини показників, які здійснюють визначальний вплив на рівень іноземного капіталу в банківській системі України: 1) рівень іноземного капіталу з певним лагом; 2) узагальнюючий показник функціонування кредитного ринку; 3) кількісна характеристика фінансової безпеки держави в різні часові періоди.

4.2. Специфікація динамічних рядів в розрізі кожної з розглянутих змінних з метою їх приведення до стаціонарного вигляду, яка передбачає визначення *ступеня інтеграції* даних рядів за допомогою різниць різного порядку шляхом застосування критерію Дікі-Фуллера.

В рамках даного кроку проводиться перевірка рівності одиничному значенню отриманого параметра  $\alpha$  наступного рівняння:

$$Y_t = \alpha Y_{t-1} + \varepsilon_t, \quad (3.20)$$

де  $Y_t$  – рівень заданого динамічного ряду в розрізі істотних незалежних змінних формування рівня іноземного капіталу в статутному капіталі банків України;

$Y_{t-1}$  – рівень заданого динамічного ряду в попередньому періоді часу;

$\alpha$  – стала величина, коефіцієнт рівняння регресії, який визначає взаємозв'язок між послідовними рівнями динамічного ряду.

Якщо умова рівності одиничному значенню отриманого параметра  $\alpha$  виконується, то ступінь інтегрування дорівнює одиниці, і як вихідний ряд для отримання статистичних оцінок параметрів рівняння регресії будемо застосовувати той, що побудований на базі перших різниць послідовних

рівнів. Якщо розглянутий параметр приймає невід'ємне значення менше одиниці, то вихідний динамічний ряд є стаціонарним і ми його можемо розглядати як інформаційну базу розрахунку параметрів багатofакторної авторегресійної моделі методом найменших квадратів.

Поряд із зазначеними аспектами визначення стаціонарності динамічних рядів в розрізі істотних незалежних змінних формування рівня іноземного капіталу в статутному капіталі банків України, необхідно звернути увагу на виконання передумов застосування методу найменших квадратів. Це пов'язано з тим, що порушення даних передумов не дозволяє визначити адекватні статистичні оцінки параметрів рівняння регресії. Якщо зазначені умови не виконуються, проводиться модифікація вихідного ряду шляхом розрахунку різниць послідовних рівнів і на основі отриманих даних будується рівняння виду:

$$\Delta Y_t = \beta Y_{t-1} + \varepsilon_t, \quad (3.21)$$

де  $\Delta Y_t$  – різниця між послідовними рівнями заданого динамічного ряду в розрізі істотних незалежних змінних формування рівня іноземного капіталу в статутному капіталі банків України;

$\beta$  – стала величина, коефіцієнт рівняння регресії, який визначає взаємозв'язок між першими різницями рівнів динамічного ряду та попередніми значеннями вихідного динамічного ряду.

У даному випадку використання в основі визначення ступеня інтеграції динамічного ряду рівня іноземного капіталу в статутному капіталі банків формули 3.21 аналогічно описаному вище підходу проводиться перевірка умови рівності одиничному значенню отриманого параметра  $\beta$ .

4.3. Виявлення наявності у визначеному часовому ряді тенденції наступного рівня ряду в залежності від попереднього на основі

застосування кореляційного аналізу, тобто визначення *коефіцієнтів автокореляції* різних порядків.

Важливе значення в рамках реалізації даного кроку побудови багатфакторної авторегресійної моделі залежності рівня іноземного капіталу в банківській системі України від параметрів формування фінансової безпеки держави має саме розрахунок лінійних коефіцієнтів автокореляції між рівнями вихідного часового ряду та рівнями цього ряду, але зміщеними на декілька кроків у часі. Так, формула для розрахунку коефіцієнта автокореляції рівнів ряду першого порядку набуває наступного вигляду (3.22):

$$r_1 = \frac{\sum_{t=2}^n (y_t - \bar{y}_1)(y_{t-1} - \bar{y}_2)}{\sqrt{\sum_{t=2}^n (y_t - \bar{y}_1)^2 \sum_{t=2}^n (y_{t-1} - \bar{y}_2)^2}}, \quad (3.22)$$

$$\bar{y}_1 = \frac{1}{n-1} \sum_{t=2}^n y_t, \quad \bar{y}_2 = \frac{1}{n-1} \sum_{t=2}^n y_{t-1}.$$

Аналогічно наведеним вище розрахункам проводиться визначення коефіцієнтів автокореляції другого і т.д. рівнів. Для прикладу і можливостей виявлення загальних закономірностей обчислення даних критеріїв розглянемо коефіцієнт автокореляції другого порядку, який характеризує щільність зв'язку між поточним рівнем ряду та рівнем вихідного динамічного ряду, зміщеним на 2 часові проміжки. Математично послідовність розрахунку можна представити у вигляді наступного співвідношення:

$$r_2 = \frac{\sum_{t=3}^n (y_t - \bar{y}_3)(y_{t-2} - \bar{y}_4)}{\sqrt{\sum_{t=3}^n (y_t - \bar{y}_3)^2 \sum_{t=3}^n (y_{t-2} - \bar{y}_4)^2}}, \quad (3.23)$$

$$\bar{y}_3 = \frac{1}{n-2} \sum_{t=3}^n y_t, \quad \bar{y}_4 = \frac{1}{n-2} \sum_{t=3}^n y_{t-2}.$$

Отже, наведені вище розрахунки виступають інформаційною базою проведення подальшого аналізу та специфікації залежності рівня іноземного капіталу в банківській системі України від параметрів формування фінансової безпеки держави у вигляді багатofакторної авторегресійної моделі.

4.4. Визначення *лагів* (числа періодів, за якими проводиться розрахунок коефіцієнтів автокореляції) в розрізі істотних незалежних змінних формування рівня іноземного капіталу в статутному капіталі банків України, що характеризують, через які періоди часу послідовні рівні розглянутих динамічних рядів будуть повторювати виявлені на попередніх проміжках закономірності розвитку з найбільшим ступенем наближення.

4.5. Проведення розрахунку *статистичних оцінок параметрів* багатofакторної авторегресійної моделі методом найменших квадратів на основі виявлених ступенів інтеграції модифікованих часових рядів та ідентифікованих лагів між послідовними рівнями виявлених рядів.

4.6. Перевірка адекватності побудованого рівняння регресії реальним статистичним даним за допомогою критерію Фішера та розрахунку коефіцієнта детермінації. У випадку підтвердження достовірності побудованої багатofакторної авторегресійної моделі проведення численних розрахунків та використання отриманих результатів для наукового обґрунтування управлінських рішень.

5. Реалізація наступного, *п'ятого*, етапу побудови економіко-математичної моделі визначення максимально можливої частки іноземного капіталу в статутному капіталі банків проводиться за умови представлення результативного показника (кількісної характеристики фінансової безпеки держави) у вигляді складної динамічної системи. Оскільки дана економічна система має складну багаторівневу структуру, складається з великої кількості системоутворюючих складових, кожна з яких виконує

ряд своїх специфічних функцій, то досягнення її оптимального стану неможливе визначенням лише одного критерію ефективності. В рамках формалізації науково-методичного підходу до оцінки розміру іноземного капіталу в банківській системі України в контексті впливу на фінансову безпеку держави запропоновано розглянути оптимальне функціонування за рахунок одночасної оптимізації *двох критеріїв ефективності*: визначення максимально можливої частки іноземного капіталу в статутному капіталі банків України; забезпечення мінімально допустимого рівня фінансової безпеки держави:

$$\begin{cases} \max \alpha_t^* = \beta_0 + \sum_{m=1}^n \beta_m \alpha_{t-m} + \sum_{m=0}^n \beta_{m+n} CM_{t-m} + \sum_{m=0}^n \beta_{m+2n} FSG_{t-m} \\ \min FSG(k_1) = k_1 CM + k_2(k_1) SM \end{cases} \quad (3.24)$$

Враховуючи виявлену вище специфікацію взаємозв'язку між частками забезпечення фінансової безпеки держави за рахунок кредитного ринку та ринку цінних паперів, формула 3.24 набуває наступного вигляду:

$$\begin{cases} \max \alpha_t^* = \beta_0 + \sum_{m=1}^n \beta_m \alpha_{t-m} + \sum_{m=0}^n \beta_{m+n} CM_{t-m} + \sum_{m=0}^n \beta_{m+2n} FSG_{t-m} \\ \min FSG(k_1) = k_1 CM + [a_1 k_1^3 + a_2 k_1^2 + a_3 k_1 + a_4] SM \end{cases} \quad (3.25)$$

6. Даний етап науково-методичного підходу до оцінки розміру іноземного капіталу в банківській системі України в контексті впливу на фінансову безпеку держави передбачає вибір ефективного математичного методу досягнення поставленої мети та реалізацію побудованої моделі за допомогою обраного підходу. Так, проведення багатофакторної оптимізації функціонування системи «фінансова безпека держави – розмір іноземного капіталу в банківській системі» пропонується на основі застосування *методу послідовних поступок*.

Сутність *методу послідовних поступок* полягає в реалізації наступної послідовності кроків:



6.1. Визначення тих критеріїв, які впливають на оптимізацію діяльності розглянутої економічної системи. В даному випадку такими критеріями виступають частка іноземного капіталу в статутному капіталі банків та рівень фінансової безпеки держави.

6.2. Проводиться ідентифікація напрямків оптимізації кожного з зазначених в пункті 6.1 критеріїв ефективності, тобто досягнення максимально можливої частки іноземного капіталу в статутному капіталі банків України; забезпечення мінімально допустимого рівня фінансової безпеки держави.

6.3. Обирається один з визначених критеріїв ефективності (в даному випадку – мінімум рівня фінансової безпеки держави) і проводиться визначення його оптимального значення за рахунок такої змінної управління, як рівень частки банківської складової в загальній величині фінансової безпеки держави:

$$\frac{\partial FSG(k_1)}{\partial k_1} = CM + SM \frac{\partial k_2(k_1)}{\partial k_1}. \quad (3.26)$$

6.4. Проводиться перехід до оптимізації наступного критерію ефективності (досягнення максимально можливої частки іноземного капіталу в статутному капіталі банків України). При цьому оптимальне значення попереднього критерію ефективності враховується за допомогою певного рівня поступки кількісної характеристики фінансової безпеки держави:

$$FSG(k_1) \leq (\min FSG(k_1) - \Delta F_1) FSG(k_1). \quad (3.27)$$

6.5. Формування загальної постановки задачі максимізації частки іноземного капіталу в статутному капіталі банків з урахуванням системи обмежень, яка враховує вимоги до параметрів визначення даної

результативної ознаки. Математично реалізацію даного кроку можна представити в наступному вигляді:

$$\begin{cases} \max \alpha_t^* = \beta_0 + \sum_{m=1}^n \beta_m \alpha_{t-m} + \sum_{m=0}^n \beta_{m+n} CM_{t-m} + \sum_{m=0}^n \beta_{m+2n} FSG_{t-m} \\ FSG(k_1) \leq (\min FSG(k_1) - \Delta F_1) FSG(k_1) \\ \frac{\partial FSG(k_1)}{\partial k_1} = CM + SM \frac{\partial k_2(k_1)}{\partial k_1} \end{cases} \quad (3.28)$$

Таким чином, на основі вищенаведених математичних перетворень загальна постановка задачі щодо визначення максимальної частки іноземного капіталу в статутному капіталі банків України, за умови забезпечення мінімально допустимого рівня фінансової безпеки держави та враховуючи взаємозв'язок між кредитним ринком та ринком цінних паперів, набуває наступного вигляду:

$$\begin{cases} \max \alpha_t^* = \beta_0 + \sum_{m=1}^n \beta_m \alpha_{t-m} + \sum_{m=0}^n \beta_{m+n} CM_{t-m} + \sum_{m=0}^n \beta_{m+2n} FSG_{t-m} \\ FSG(k_1) \leq (\min FSG(k_1) - \Delta F_1) FSG(k_1) \\ \frac{\partial FSG(k_1)}{\partial k_1} = CM + SM [3a_1 k_1^2 + 2a_2 k_1 + a_3] \end{cases} \quad (3.29)$$

Враховуючи той факт, що в формулі 3.29 змінною управління виступає рівень частки банківської складової в загальному рівні фінансової безпеки держави, набуває необхідності визначення кількісного значення даної величини з подальшим його використанням для багатofакторної оптимізації функціонування системи «фінансова безпека держави – розмір іноземного капіталу в банківській системі». В результаті формула 3.29 може бути перетворена у формулу наступного вигляду:

$$\max \alpha_t^* = \beta_0 + \sum_{m=1}^n \beta_m \alpha_{t-m} + \sum_{m=0}^n \beta_{m+n} CM_{t-m} + \sum_{m=0}^n \beta_{m+2n} FSG_{t-m}$$

$$\left\{ \begin{array}{l} FSG(k_1) \leq (\min FSG(k_1) - \Delta F_1) FSG(k_1) \\ k_1 = \frac{-a_2 SM + \sqrt{a_2^2 SM^2 - 3a_1 SM \times CM - 3a_1 a_3 SM^2}}{3a_1 SM} \end{array} \right. \quad (3.30)$$

Отже, завершальним етапом побудови економіко-математичної моделі оцінки розміру іноземного капіталу в банківській системі України виступає отримання оптимального значення даного параметра в контексті впливу на фінансову безпеку держави. Розрахунок даного параметра дасть можливість отримати значні переваги в межах прийняття управлінських рішень відносно тактичних та стратегічних цілей розвитку української банківської системи та відповідно з цим провести ідентифікацію комплексу найбільш дієвих інструментів підвищення її ефективності. Так, за умови, якщо реальний рівень іноземного капіталу в статутному капіталі банків перевищує його спрогнозоване максимально можливе значення (за допомогою запропонованої моделі), то виникають загрози втрати гранично допустимого рівня фінансової безпеки держави. В свою чергу, за умови, якщо обсяг іноземного капіталу в банківській системі є меншим ніж розрахована на основі розглянутого науково-методичного підходу величина, то можна стверджувати про можливість збільшення фінансового і технологічного потенціалу за рахунок іноземних інвестицій.

### **3.3. Якісний аналіз впливу ринку капіталу на фінансову безпеку держави**

Захист фінансового та економічного суверенітету кожної окремої держави є найвищим пріоритетом нації. А з урахуванням тенденції глобалізації світової економіки забезпечення фінансової безпеки держави стає все більш актуальною проблемою, оскільки від її розв'язання безпосередньо залежать перспективні можливості конкурентного співіснування країн світу. Зовнішня залежність від фінансових потоків має свій критичний рівень та обмеження, вихід за який може призвести не тільки до втрат у фінансових, економічних та політичних інтересах, а й до втрати державної незалежності. Фінансова безпека та можливості розвитку ринку капіталу залежать від сукупності внутрішніх та зовнішніх факторів, які мають як позитивний, так і негативний вплив.

За останні декілька десятиріч ринок капіталу зазнав суттєвих змін під впливом глобалізації, лібералізації та прогресу у сфері комп'ютерних та інформаційних технологій. На ринку з'явилися нові фінансові інструменти, обсяги потоків капіталу суттєво зросли, а час на проведення фінансових операцій скоротився. Але основне призначення ринку капіталу щодо забезпечення держави, суб'єктів господарювання та населення середньостроковим та довгостроковим капіталом, залишається незмінним.

Як наслідок, від стабільного розвитку ринку капіталу все більше залежить фінансова безпека держави. А враховуючи те, що структура ринку капіталу стає все більш складною, перед директивними органами влади постає завдання чіткого визначення основних параметрів розвитку даного сегмента фінансового ринку, з метою виявлення основних напрямків загроз та впровадження інструментарію для нівелювання та усунення небезпеки для стабільного розвитку не тільки ринку капіталу, фінансової системи, а й економіки держави взагалі.

Отже, питання оцінки впливу ринку капіталу на фінансову безпеку держави набуло особливої актуальності на сучасному етапі розвитку економіки України. Враховуючи мету нашого дослідження, визначимо показники, які найбільш суттєво впливають на стан фінансової безпеки України (табл. 3.1 додатка 3). Слід зауважити, що деякі з них за своєю економічною суттю не можна визначити складовим елементом ринку капіталу, але в той же час, не врахувавши їх в подальшому аналізі, не можна провести адекватні розрахунки та з'ясувати рівень впливу ринку капіталу на фінансову безпеку держави. Ідентифікацію найбільш суттєвих факторів, які впливають на фінансову безпеку держави, проведемо за допомогою методу аналізу головних компонент. Даний метод дозволить нам провести відсів неістотних елементів, ступінь впливу яких на фінансову безпеку держави, в розрізі складових елементів ринку капіталу, а саме ринку цінних паперів та кредитного ринку, є мінімальним.

Реалізацію запропонованого підходу проведемо в програмному середовищі Statistica 6.0, а результати проведених розрахунків представимо за допомогою рисунків 3.1 та 3.2.

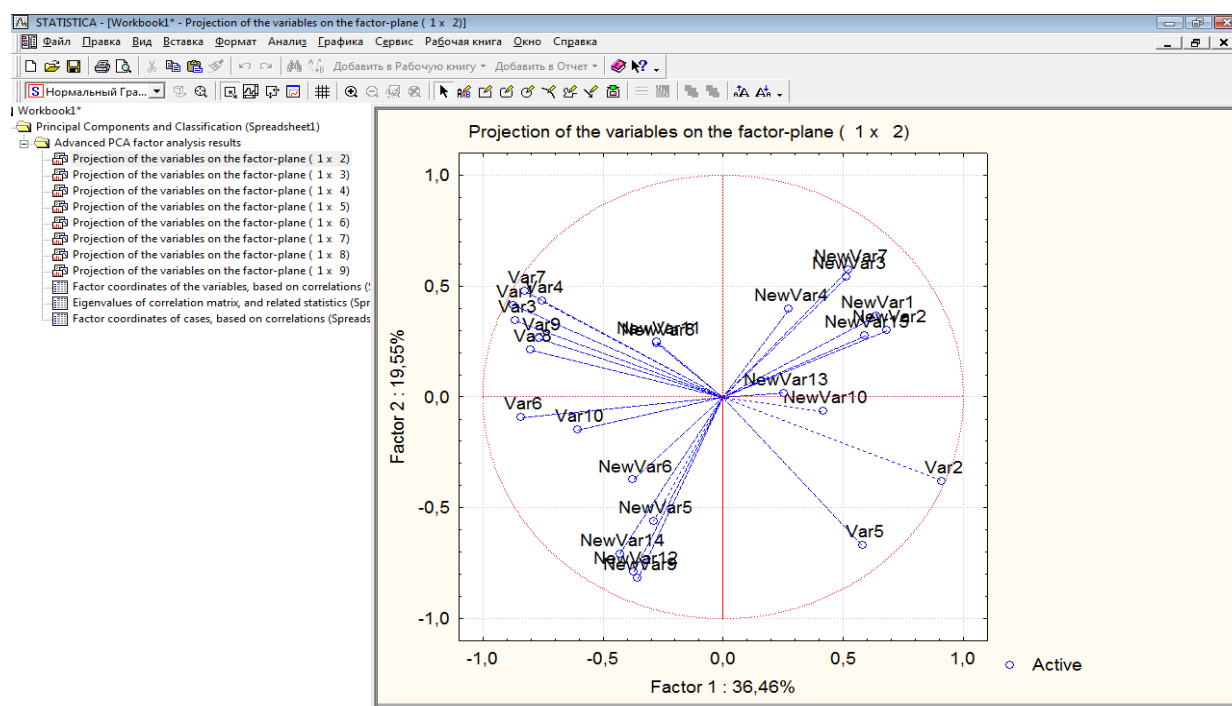


Рисунок 3.1 – Графічне зображення визначення ключових факторів впливу на фінансову безпеку держави

Значимо, що критерієм істотності впливу певного фактора на фінансову безпеку держави виступає розташування точки, яка відповідає даному фактору, ближче до кола. Враховуючи те, що внаслідок розрахунку всі показники знаходяться на достатньо суттєвій відстані від центра кола, в дослідженні приймається рішення враховувати всі розглянуті показники.

Також виключення ряду показників не дозволить нам повною мірою провести оцінку рівня впливу ринку капіталу на фінансову безпеку держави.

Variable	Factor 1	Factor 2	Factor 3	Factor 4	Factor 5	Factor 6	Factor 7	Factor 8	Factor 9
Var1	-0.873154	0.414591	-0.064215	0.243674	-0.040533	-0.006577	0.012712	-0.015103	-0.011823
Var2	0.911239	-0.379978	-0.111162	-0.026653	0.036339	-0.041767	-0.036760	0.064429	0.060208
Var3	-0.864969	0.344566	0.258622	-0.047570	-0.055511	-0.176465	0.003205	-0.167445	-0.041058
Var4	-0.753451	0.432420	-0.138225	0.455537	-0.061980	-0.077379	-0.082906	0.011495	-0.043250
Var5	0.580767	-0.670662	0.134868	-0.244677	0.219955	-0.122301	0.029389	-0.258977	-0.059956
Var6	-0.839692	-0.093407	0.141939	-0.402121	0.116187	-0.023612	0.198611	0.205946	-0.091805
Var7	-0.823875	0.475406	-0.059883	-0.105617	-0.110362	0.060593	0.168514	0.018411	0.189452
Var8	-0.800737	0.211117	-0.223417	0.444074	0.055396	0.125930	-0.001178	-0.204509	-0.079875
Var9	-0.765337	0.263325	0.150913	-0.367574	-0.153584	0.011875	0.338218	-0.090539	0.201783
Var10	-0.606417	-0.148495	0.423246	-0.575634	0.242523	-0.024089	0.047241	-0.194677	0.013699
NewVar1	0.636374	0.363087	-0.362035	0.152855	-0.145442	0.316586	0.428112	-0.060071	0.022244
NewVar2	0.682273	0.299576	-0.268732	0.069567	-0.126015	0.299609	0.488920	-0.115634	-0.098197
NewVar3	0.514806	0.539827	-0.445790	-0.138291	0.332081	-0.011994	-0.116938	-0.254335	0.192162
NewVar4	0.273683	0.395782	-0.025343	-0.270171	-0.428770	-0.701582	0.037338	0.103925	0.081016
NewVar5	-0.288822	-0.560086	0.535226	0.398159	0.242084	0.153323	0.161969	0.164591	0.149838
NewVar6	-0.375365	-0.374376	-0.449645	0.092421	-0.461315	0.240493	-0.430184	-0.128335	0.189856
NewVar7	0.522703	0.574822	0.466977	-0.329385	0.079644	0.212456	-0.101660	-0.050170	-0.073939
NewVar8	-0.276696	0.242349	-0.531275	-0.182806	0.723048	0.040330	-0.119070	-0.066509	0.077516
NewVar9	-0.355310	-0.818765	-0.383819	0.031488	-0.107244	-0.078335	0.133008	-0.138866	-0.021378
NewVar10	0.415108	-0.064825	0.739815	0.338476	0.228096	0.058371	0.067859	0.059280	0.313108
NewVar11	-0.275781	0.246789	-0.708648	-0.028016	0.511128	-0.001316	-0.051447	0.311589	-0.041289
NewVar12	-0.370505	-0.787277	-0.465206	-0.067424	-0.050858	-0.026300	0.118763	-0.052650	0.042461
NewVar13	0.251834	0.017710	-0.083813	0.546588	0.289377	-0.689088	0.218742	-0.155035	0.004094
NewVar14	-0.428917	-0.708184	-0.485925	-0.165851	0.031952	-0.018051	0.199532	0.084445	0.050845
NewVar15	0.589764	0.274941	-0.685252	-0.199030	-0.169846	-0.086247	0.002759	0.125242	0.124190

Рисунок 3.2 – Кількісна характеристика факторів впливу на фінансову безпеку держави в розрізі можливих комбінацій факторних просторів

На основі рис. 3.2, графа Faktor 1, будемо вважати істотними всі розглянуті показники, які були попередньо обрані для оцінки ступеня впливу ринку капіталу на фінансову безпеку держави, оскільки дані фактори здійснюють суттєвий вплив слабкого, середнього або сильного характеру на результативний показник – фінансову безпеку держави.

Для оцінки ступеня впливу окремих складових ринку капіталу на фінансову безпеку держави нами попередньо було обрано ряд показників, які найкращим чином його характеризують (табл. 3.1 додатка 3).

Враховуючи те, що дані показники описують параметри діяльності різних секторів, виникає необхідність приведення даної групи показників у зіставний вигляд. З цією метою проведемо нормалізацію показників (відповідні результати представлено в табл. 3.2 додатка 3).

Звертаючи увагу на те, що одна група показників призводить до зростання рівня фінансової безпеки держави, а інша – до його зменшення, на основі вищезазначених даних та формули 3.11 виникає необхідність визначення параметрів узагальненого критерію фінансової безпеки держави (табл. 3.3 додатка 3).

З метою виявлення максимального відхилення від середнього значення тенденції розвитку рівня фінансової безпеки держави за період 2000–2009 роки, у роботі було проведено розрахунок коефіцієнта волатильності фінансової безпеки держави, який фактично відображає фінансову небезпеку держави (3.31).

$$K_{ei} = \left| FSG_i - \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n FSG_i \right|, \quad (3.31)$$

де  $i = \div n$  – поточний рік, за який розраховується відповідний коефіцієнт;  
 $FSG_i$  – показник фінансової безпеки держави за  $i$ -й період часу, де  
 $i = \div n$ ;  
 $n$  – загальна кількість випадків у розглянутому періоді.

На основі проведеного розрахунку було встановлено, що значення коефіцієнта волатильності у 2008 році досягло своєї екстремальної позначки, що засвідчило про існування ризику втрати стабільності на ринку капіталу, і, як наслідок, про загрозу фінансовій безпеці держави (рис. 3.3).



Рисунок 3.3 – Динаміка коефіцієнта волатильності фінансової безпеки держави протягом 2000–2010 років

В той же час слід відмітити, що вже у 2006 році, коли коефіцієнт волатильності збільшився майже в 15 разів, було очевидним виникнення негативної ситуації для фінансової безпеки держави. Мінімальне значення коефіцієнта волатильності у 2005 році стало наслідком позитивних зрушень у соціально-економічному житті держави. Також слід відмітити суттєвий вплив на коефіцієнт волатильності рівня фінансової безпеки держави політичної ситуації яка склалась в цей рік в Україні. Саме політичні трансформації 2005 року вплинули на поживлення інтересу інвесторів до вітчизняної економіки, що позитивно вплинула на показники розвитку ринку капіталу.

На основі попередньо отриманого дослідження було виявлено, що складовими ринку капіталу є кредитний ринок та ринок цінних паперів. Отже, виявлення ступеня впливу ринку капіталу неможливе без ідентифікації питомої ваги у структурі впливу окремого сегмента ринку капіталу на фінансову безпеку держави.

На основі моделей множинної регресії, які було описано в пункті 3.1, визначено, що фінансова безпека держави буде збільшуватись на 0,63 частки одиниці при збільшенні кількісної характеристики кредитного



ринку на 1 %. Аналогічно описаному показнику спостерігається пряма залежність між ринком цінних паперів та узагальнюючим критерієм фінансової безпеки держави, тобто збільшення параметрів функціонування ринку цінних паперів на 1 % супроводжується зростанням рівня фінансової безпеки держави, на 0,29 частки одиниці.

Математично формалізувати описані вище взаємозв'язки можна за допомогою наступного стандартизованого рівняння множинної регресії. (3.32).

$$FSG = 0,63CM + 0,29SM . \quad (3.32)$$

За результатами розрахунку рівняння 3.32 було виявлено, що найбільший вплив на фінансову безпеку держави має така складова ринку капіталу, як кредитний ринок – 0,63 частки одиниці. Даний показник є наслідком того, що саме кредитний ринок набув більш стрімкого розвитку, ніж ринок цінних паперів, за 2000–2010 роки. За рахунок входження іноземних інвесторів в банківський сектор економіки кредитний ринок став основним джерелом капіталу для фізичних та юридичних осіб. Більшість кредитів, які банки видавали до кінця 2008 року фізичним особам, були в іноземній валюті, що в подальшому негативно вплинуло не тільки на стан розвитку фінансової системи, а й на соціально-економічні показники держави. В той же час кредити, які надавалися юридичним особам, в своїй більшості були використані підприємствами на забезпечення поточної діяльності, а не на інвестиційно-інноваційний розвиток. Прорахунки в кредитній політиці банків та відсутність дієвої політики органів влади в напрямку стимулювання банків до мікрокредитування суб'єктів реального сектора економіки негативно вплинули не тільки на результати їх діяльності, а й на фінансову безпеку держави. Погіршення якості кредитного портфеля, високі кредитні ризики, відсутність довгострокового капіталу, зниження довіри населення України до банківської системи, неефективні стандарти кредитування, ризик

політичного втручання в роботу регулятора, змусили найбільші банки України, які на 50 % контролюються іноземним капіталом, переглянути кредитну політику. Якщо станом на 01.10.2008 питома вага кредитів, виданих банками з іноземним капіталом, становила 55,5 % від загального обсягу виданих кредитів, то вже на кінець 2010 року вона становила 49,7 %. Дана тенденція є наслідком зменшення частки активів банків з іноземним капіталом внаслідок зниження обсягів кредитування та продажу своїх структурних підрозділів в Україні. Водночас питома вага кредитів в іноземній валюті, виданих банками з іноземним капіталом, в загальному обсязі кредитів в іноземній валюті збільшилась, що в існуючих умовах розвитку банківського сектора та економічного стану держави не є позитивним показником та несе загрозу для фінансової безпеки держави (табл. 3.4 додатка 3).

За допомогою інструментів ринку цінних паперів, який за результатами розрахунків на 23 % впливає на рівень фінансової безпеки держави, залучається капітал державою і відбуваються значні запозичення корпоративним сектором, і саме інструменти цього ринку найбільш популярні серед бажаючих «відмити кошти».

Особливий вплив на розвиток ринку цінних паперів мають спекулятивні операції, які набули досить значних обсягів з 2007 року. За даними експертів, до кризи фактично на 90 % ринок цінних паперів займали гравці-нерезиденти, що є негативною тенденцією для розвитку вітчизняного ринку капіталу. Таким чином, враховуючи те, що для спекулятивного капіталу характерна короткостроковість та високий ступінь мобільності, збільшується ризик виникнення «мільних бульбашок» та обвалу цін на вітчизняні фінансові активи і, як наслідок, колапс на вітчизняному ринку цінних паперів. Особлива роль ринку цінних паперів полягає в тому, що саме через пряму участь в капіталі під контроль іноземного інвестора поступово переходять підприємства стратегічних галузей економіки України.

Отже, на основі проведених розрахунків нами було доведено, що

кредитний ринок, як складова ринку капіталу, найбільше впливає на фінансову безпеку держави, а Україна має банкоцентричну модель розвитку економіки. Водночас саме через ринок цінних паперів підприємства реального сектора економіки мають можливість отримувати довгостроковий капітал.

Виходячи з того, що інвестиційний потенціал банківського сектора не використовується достатньо ефективно і в повному обсязі, а питання залучення та частки іноземного капіталу у статутному капіталі діючих банків України залишається дискусійним, особливої доцільності набувають дослідження у напрямку визначення максимальної його частки.

Переходячи до реалізації науково-методичного підходу з метою виявлення граничної частки іноземного капіталу в статутному капіталі банків, яка не мала б загрози для фінансової безпеки держави, введемо припущення, сутність якого полягає у взаємозв'язку між частками впливу кредитного ринку та ринку цінних паперів, які в свою чергу обумовлюють досягнення відповідного рівня фінансової безпеки держави. Враховуючи дане припущення, проведемо розрахунок однофакторного рівняння, яке відображає вплив частки кредитного ринку (в розрізі дослідження максимально можливого граничного значення), як змінної управління моделі, на узагальнюючий рівень результативного показника (мінімально допустимого рівня фінансової безпеки держави):

$$FSG(k_1) = k_1 CM + k_2(k_1) SM, \quad (3.33)$$

де  $k_1$  – змінна управління, яка характеризує рівень частки кредитного ринку в

загальному рівні фінансової безпеки держави;

$k_2$  – стала величина, яка відображає середнє значення (математичні сподівання) характеристики ступеня впливу ринку цінних паперів на загальний рівень фінансової безпеки держави.

Апроксимацію взаємозв'язку між характеристикою ступеня впливу кредитного ринку та ринку цінних паперів в загальному рівні фінансової безпеки держави проведемо за допомогою поліному третього ступеня, в результаті чого отримано рівняння 3.34.

$$y = -0,046x^3 + 0,423x^2 - 0,979x + 0,774 \quad (3.34)$$

У свою чергу,  $k_1$  визначається на основі рівняння 3.30 і набуває наступного вигляду.

$$k_1 = \frac{-a_2SM + \sqrt{a_2^2SM^2 - 3a_1SM \times CM - 3a_1a_3SM^2}}{3a_1SM}, \quad (3.35)$$

де  $a_1$ ,  $a_2$ ,  $a_3$  – сталі величини, які виступають кількісними характеристиками взаємозв'язку між ступенем впливу ринку цінних паперів та часткою кредитного ринку в загальному рівні фінансової безпеки держави.

$CM$ ,  $SM$  – кількісні характеристики (параметри) фінансової безпеки держави.

На основі використання сталих величин, які виступають кількісними характеристиками взаємозв'язку між ступенем впливу ринку цінних паперів та кредитним ринком (рівняння 3.34), а також попередньо визначеного результативного показника (рівняння 3.32), в роботі було визначено, що  $k_1 = 0,98$ , а  $k_2 = 0,18$ . Отримані результати підтверджують, що сила впливу кредитного ринку на фінансову безпеку є великою. При збільшенні частки кредитного ринку на 1 % на 0,98 частки одиниць зміниться рівень фінансової безпеки держави, а при збільшенні частки ринку цінних паперів на 1 % фінансова безпека держав зміниться тільки на 0,18 частки одиниць.

Значення залежності фінансової безпеки від кредитного ринку на рівні 98 % відповідає одній зі складових системи обмежень встановлення максимальної частки іноземного капіталу.

Ринок капіталу України та кредитний ринок, як його складова, відносно молоді. Їх інтенсивний розвиток за останні 7 років продемонстрував невичерпність та нереалізованість його потенціалу. Водночас криза 2008 року дала можливість виявити існуючі дисбаланси, які негативно впливають не тільки на розвиток ринку капіталу, а й становлять загрозу фінансовій безпеці держави. Неякісний кредитний портфель банків України став одним з основних факторів, які негативно вплинули на фінансову безпеку держави, а результати попередніх розрахунків підтвердили значний рівень впливу на стабільний розвиток держави саме кредитного ринку. Виникає необхідність розрахунку максимальної частки кредитного ринку у загальній структурі ринку капіталу, ступінь впливу якого не мала б негативних наслідків для фінансової безпеки держави.

Виявити оптимальний рівень фінансової безпеки держави виявляться можливим лише за умови побудови багатофакторної авторегресійної моделі залежності розміру іноземного капіталу в статутному капіталі від формуючих його факторів. Для цього необхідно врахувати лаги, які будуть відображати з найбільшим ступенем достовірності взаємозв'язок між поточним рівнем частки іноземного капіталу в статутному капіталі банків України та рівнями даного показника, показника кредитного ринку та рівня фінансової безпеки держави, зсунутими на відповідну кількість періодів.

Проведемо розрахунок значення коефіцієнтів кореляції в розрізі кожного з зазначених параметрів впливу на поточний рівень частки іноземного капіталу в статутному капіталі банків України, на основі даних рівнів кожного з виявлених часових рядів та рівнів тих же рядів, зсунутих на відповідний лаг. Результати проведених розрахунків представимо у таблицях 3.2–3.4.

Таблиця 3.2 – Значення коефіцієнта кореляції між поточним рівнем частки іноземного капіталу та зсунутим на відповідний лаг

Лаг ( $m$ )	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
$r \alpha_t$	0,93	0,78	0,60	0,41	-0,94	-0,66	-0,68	0,86	-	-

Більш детально розглянемо формування частини багатofакторної авторегресійної моделі в розрізі дослідження рівня частки іноземного капіталу в статутному капіталі банків України (див. табл. 3.2).

На основі аналізу даних таблиці 3.2 можна стверджувати, що найвищий ступінь щільності взаємозв'язку між поточним рівнем частки іноземного капіталу та зсунутим на відповідний лаг, спостерігається з лагом в один період. Крім того, необхідно зазначити, що відповідний коефіцієнт кореляції на рівні 0,93 свідчить про прямий сильний взаємозв'язок між досліджуваними параметрами. Тобто збільшення поточного рівня частки іноземного капіталу та зсунутим на відповідний лаг в поточному періоді, призводить до збільшення рівня частки іноземного капіталу в попередній період часу. Отже можна стверджувати, що іноземний капітал приходить на той ринок, який продемонстрував свою інвестиційну привабливість. Причому, слід зазначити, що іноземний інвестор при прийнятті рішення про вкладання капіталу в економіку держави звертає увагу не тільки на рівень конкуренції, а й на активність діяльності внутрішнього інвестора.

Щодо визначення формування частини багатofакторної авторегресійної моделі в розрізі дослідження частки впливу кредитного ринку, у структурі ринку капіталу, на фінансову безпеку держави див. табл. 3.3.

Отримані в результаті розрахунку дані таблиці 3.3 дозволяють зазначити, що найвищий ступінь щільності між поточним рівнем частки кредитного ринку та зсунутим на відповідний лаг, спостерігається з лагом, зсунутим на один період.

Таблиця 3.3 – Значення коефіцієнта кореляції між поточним рівнем частки кредитного ринку та зсунутим на відповідний лаг

Лаг ( $m$ )	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	1
$r (CM)$	0,93	0,86	0,82	0,63	-0,85	-0,61	-0,85	-0,61	-	-	0,93

Також слід зазначити, що відповідний коефіцієнт кореляції на рівні 0,93 свідчить про прямий сильний взаємозв'язок між досліджуваними параметрами. Тобто збільшення частки кредитного ринку та зсунутим на відповідний лаг в поточному періоді призводить до збільшення рівня частки кредитного ринку в попередній період часу.

Враховуючи вищевказане завдання, розглянемо детально формування частини багатofакторної авторегресійної моделі в розрізі дослідження залежності рівня іноземного капіталу в статутному капіталі комерційних банків України від параметрів формування фінансової безпеки держави (табл. 3.4).

Таблиця 3.4 – Значення коефіцієнта кореляції між поточним рівнем частки фінансової безпеки держави та зсунутим на відповідний лаг

Лаг ( $m$ )	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
$r (FSG)$	0,80	0,57	0,417	0,467	0,057	0,10	0,70	-	-	-

На основі отриманих даних таблиці 3.4 можна стверджувати, що найвищий ступінь щільності взаємозв'язку між поточним рівнем частки фінансової безпеки держави та зсунутим на відповідний лаг спостерігається з лагом в один період.

Крім того, необхідно зазначити, що відповідний коефіцієнт кореляції на рівні 0,80 свідчить про прямий сильний взаємозв'язок між досліджуваними параметрами. Таким чином, зменшення рівня фінансової безпеки держави та зсунутим на відповідний лаг в поточному періоді, призводить до зменшення рівня фінансової безпеки держави в попередній період часу.

Враховуючи виявлені вище закономірності, наведені в таблицях 3.2–3.4, запишемо багатofакторну авторегресійну модель залежності розміру іноземного капіталу в статутному капіталі від формуючих його факторів в наступному вигляді (3.36).

$$\alpha_t^* = \beta_0 + \sum_{m=1}^n \beta_m \alpha_{t-1} + \sum_{m=0}^n \beta_{m+n} BM_{t-7} + \sum_{m=0}^n \beta_{m+2n} FSG_{t-1} \quad (3.36)$$

де  $\beta_0$  – вільний параметр авторегресійної моделі, який характеризує рівень розміру іноземного капіталу в банківській системі у випадку рівності нулю всіх змінних даної моделі;

$\beta_m$  – стала величина, параметр багатofакторної регресії, який показує на скільки збільшиться (у випадку додатного значення даного параметра) або зменшиться (у разі прийняття даним параметром від'ємного значення) значення результативної ознаки (рівень розміру іноземного капіталу у банківській системі України) при збільшенні розміру даної ознаки з певним часовим лагом ( $t - m$ ) на одну одиницю;

$\beta_{m+n}$  – постійний параметр авторегресійної моделі, значення якого свідчить про те, на скільки зміниться рівень розміру іноземного капіталу у банківській системі України при збільшенні показників характеристики кредитного ринку з певним часовим лагом ( $t - m$ ) на одну одиницю;

$\beta_{m+2n}$  – параметр, який має економічний зміст, аналогічний параметру  $\beta_{m+n}$ , але в розрізі збільшення кількісної характеристики рівня фінансової безпеки держави.

Подальша послідовність кроків формалізації багатofакторної авторегресійної моделі вимагає проведення розрахунку статистичних оцінок її параметрів. Так, інформаційну базу для реалізації даного кроку представимо у вигляді таблиці 3.5.



Таблиця 3.5 – Основні показники частки іноземного капіталу в статутному капіталі вітчизняних банків, кредитного ринку та рівня фінансової безпеки зсунутим на відповідний лаг

Період	$\alpha_t$	$\alpha_{t-5}$	$CM_{t-1}$	$FSG_{t-1}$
1	13,3	–	–	–
2	12,5	–	–2,51309	0,017709
3	13,7	–	–3,54438	0,066722
4	11,3	–	–3,43575	0,088185
5	9,6	–	–2,98032	0,146753
6	<b>19,5</b>	<b>13,3</b>	<b>–2,50734</b>	<b>0,213528</b>
7	<b>27,6</b>	<b>12,5</b>	<b>–1,9866</b>	<b>0,713549</b>
8	<b>35</b>	<b>13,7</b>	<b>–0,69586</b>	<b>0,552278</b>
9	<b>36,7</b>	<b>11,3</b>	<b>–0,02506</b>	<b>1,543887</b>
10	<b>35,8</b>	<b>9,6</b>	<b>1,726659</b>	<b>1,895026</b>
11	<b>40,6</b>	<b>19,5</b>	<b>2,585911</b>	<b>1,573935</b>
12	–	27,6	1,762209	0,927455
13	–	35	–	–
14	–	36,7	–	–
15	–	35,8	–	–
16	–	40,6	–	–

Використовуючи дані таблиці, на основі застосування методу найменших квадратів проведемо математичну формалізацію шуканого рівняння багатofакторної авторегресії.

Слід зазначити, що використання математичної моделі з метою вирішення поставленої економічної задачі є формалізованим описом певного об'єкту. Однією з головних особливостей математичної моделі є потенціал її використання. При цьому при використанні будь-якої моделі необхідно враховувати співставність витрат на моделювання та отриманий ефект.

Результати проведених обчислень представимо у вигляді таблиці

3.6.

Таблиця 3.6 – Результати статистичної обробки даних в розрізі частки іноземного капіталу в статутному капіталі банків, кредитного ринку та фінансової безпеки держави

Показники	Коефіцієнти	Стандартна похибка	t-статистика	Нижнє, 95 %	Верхнє, 95 %
Y-перехрестя	28,56612	9,327512776	3,062565472	0,006144	9,109267921
$\alpha_{t-1}$	0,141267	0,406685359	0,347360992	0,731949	-0,707064162
$CM_{t-7}$	2,568987	1,395734709	1,84059827	0,080567	-0,342464686
$FSG_{t-1}$	2,284903	3,93813872	0,580198625	0,568261	-5,929910728

Отже, багатofакторна авторегресійна модель залежності розміру іноземного капіталу в статутному капіталі вітчизняних банків від формуючих його факторів, можна представити у вигляді наступного адитивного рівняння з урахуванням лагів між послідовними значеннями параметрів вище представленої моделі, яка отримає наступного вигляду,

$$\alpha_t^* = 28,57 + 0,14\alpha_{t-5} + 2,57CM_{t-1} + 2,28FSG_{t-1} \quad (3.37)$$

формула (3.37).

Описане рівняння регресії адекватно відображає існуючі закономірності між часткою іноземного капіталу, кредитним ринком та фінансовою безпекою держави, оскільки фактичне значення критерію Фішера (21,51) перевищує гранично допустимий рівень та коефіцієнт детермінації приймає досить велике значення (0,8). Крім того підтвердженням достовірності побудованого рівняння регресії виступають статистично значимі критерії Стьюдента в розрізі параметрів моделі.

Аналіз параметрів багатofакторної авторегресійної моделі 3.19 надає можливість зробити наступні висновки:

1) зростання рівня частки іноземного капіталу в банківській системі України в поточному періоді обумовлене зростанням даного показника в попередньому періоді, причому темп зростання розглянутої

характеристики в аналізованому періоді значно менше, ніж в періоді у 5 лагів, про що свідчить кількісне значення відповідного параметра рівняння регресії (0,14). Якщо зараз частку іноземного капіталу збільшити на 1 %, то через 5 років ця зміна призведе до збільшення показника поточного періоду на 0,14 %. Дана тенденція є наслідком фінансової кризи та браком капіталу не тільки на внутрішньому ринку, а й на міжнародних ринках капіталу. Також слід зазначити про втрату Україною статусу інвестиційно привабливої держави, про що свідчать численні міжнародні рейтингові агентства, внаслідок чого відбулось скорочення обсягів вкладання капіталу у вітчизняну банківську систему;

2) зростання рівня кредитного ринку з лагом у один період назад, на 1 %, супроводжується збільшенням рівня іноземного капіталу поточного періоду на 2,57 частки одиниці, що свідчить про позитивну тенденцію взаємозв'язку між розглянутими характеристиками. Отже, можемо говорити про суттєву залежність кредитного ринку від діяльності банків з іноземним капіталом. Враховуючи статистичні дані розвитку кредитного ринку, існуючі тенденції та отримані результати розрахунків, ми можемо стверджувати, що обсяги кредитного ринку безумовно пов'язані з розміром іноземного капіталу в статутному капіталі банків. Але в той же час основним джерелом ресурсів для видачі кредитів є депозитні вклади юридичних та фізичних осіб. Прихід іноземного капіталу до банківської системи держави не гарантує видачу довгострокових кредитів для юридичних осіб, що б дозволило розвивати реальний сектор економіки, та пільгового кредитування фізичних осіб. Тільки активізація внутрішнього інвестора, розвиток вітчизняних інституційних інвесторів та ефективна політика держави дозволять вирішити питання забезпечення економіки кредитними ресурсами;

3) значний вплив на частку іноземного капіталу в Україні у порівнянні з розглянутими вище параметрами рівняння регресії здійснює показник фінансової безпеки держави. Так, зростання рівня фінансової безпеки держави попереднього періоду на 1 % супроводжується збільшенням

частки іноземного капіталу в статутному капіталі поточного періоду на 2,28 одиниці. Отримані результати свідчать про досить суттєву двосторонню залежність фінансової безпеки держави від іноземного капіталу. Отже, це є сигналом про наближення до критичної маси іноземного капіталу на ринку капіталу України, що може призвести до негативних наслідків, основним з яких є втрата контролю держави над ситуацією на ринку капіталу та фінансовою системою держави.

Отже, математична формалізація багатофакторної авторегресійної моделі та визначення взаємозв'язку частки кредитного ринку  $k_1(0,98)$  та частки ринку цінних паперів  $k_2(0,18)$ , як складових ринку капіталу, в контексті їх впливу на фінансову безпеку держави, дозволяє визначити максимально можливу частку іноземного капіталу в банківській системі України при мінімально допустимому рівні фінансової безпеки держави за допомогою використання інструментарію MS Excel (пошук рішення) – рис. 3.4. Для цього як цільову функцію приймаємо максимально можливу частку іноземного капіталу в статутному капіталі банків, у вигляді формули (3.36), яку намагаємось максимізувати. Як обмеження приймаємо обмеження на допустимий рівень фінансової безпеки держави та на взаємозв'язок  $k_1$  та  $k_2$ , а також формуючі їх параметри. Параметром управління вважаємо мінімально можливий рівень фінансової безпеки держави, який визначається в контексті впливу на максимально можливу частку іноземного капіталу в статутному капіталі банків, за допомогою факторного рівняння 3.30.

В результаті розрахунку максимально допустима частка іноземного капіталу в банківській системі України не повинна перевищувати 39,3 %. Але в той же час слід розуміти, що даний показник є адекватним при існуючому рівні економічного розвитку держави.

The image shows an Excel spreadsheet with a Solver dialog box open. The spreadsheet contains the following data:

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L
1												
2	$\max \alpha_i^* = \beta_0 + \sum_{m=1}^n \beta_m \alpha_{1-m} + \sum_{m=0}^n \beta_{m+n} CM_{1-m} + \sum_{m=0}^n \beta_{m+2n} FSG_{1-m}$											
3												
4	$FSG(k_1) \leq (\min FSG(k_1) - \Delta F_1) FSG(k_1)$											
5	$\frac{\partial FSG(k_1)}{\partial k_1} = CM + SM \frac{\partial k_2(k_1)}{\partial k_1}$											
6												
7	$FSG(k_1) = k_1 BM + k_2(k_1) SM$											
8												
9												
10	Цільва функція	$\alpha$	39,31669%									
11		$FSG(k_1)$	0,592019									
12	Змінна управління	k1	0,98									
13	Обмеження задачі (взаємозв'язок між k1 та k2)	k2	0,18									
14	Обмеження задачі		0,353991									
15	Обмеження задачі		0,346981									
16	Обмеження задачі (сума k1 та k2)		1,16									
17		$FSG(k_1) \leq (\min FSG(k_1) - \Delta F_1) FSG(k_1)$										

The Solver dialog box is titled 'Поиск решения' and shows the following settings:

- Установить целевую ячейку: \$C\$10
- Равной:  максимальному значению
- Изменяя ячейки: \$C\$12
- Ограничения:
  - \$B\$14 >= \$C\$11
  - \$B\$15 >= \$C\$11
  - \$C\$12 <= 1
  - \$C\$12 >= 0

Рисунок 3.4 – Застосування інструментарію «Пошук рішення» для визначення максимально можливої частки іноземного капіталу у банківській системі держави

Мінімальний рівень фінансової безпеки, при рівні іноземного капіталу в банківській системі в 39,3 %, становить 0,59 частки одиниць. Теоретично інтервал можливих значень кількісної характеристики рівня фінансової безпеки держави (FSG) може бути представлено через діапазон значень з відповідною якісною інтерпретацією: від 0 до 1 – якщо показник фінансової безпеки знаходиться в даному діапазоні, то значення показників, які негативно впливають на фінансову безпеку держави, перевищує значення показників, які позитивно впливають на фінансову безпеку держави, отже рівень фінансової безпеки знаходиться на незадовільному рівні; якщо  $>1$  – показник фінансової безпеки знаходиться в даному діапазоні, то показники, які позитивно впливають на рівень фінансової безпеки, перевищують за своїм значенням показники, які негативно впливають на рівень фінансової безпеки, таким чином показник фінансової безпеки знаходиться на задовільному рівні.

Вивчення та систематизація світового досвіду дали змогу дійти висновку, що держави, в яких присутність іноземного капіталу в активах банківської системи не перевищує 50 %, вважаються незалежними, серед них: Німеччина, Швейцарія, Італія. В той же час, якщо рівень капіталу складає до 70 %, це помірно залежні держави, до яких належать США, Болгарія, Литва [198]. Водночас деякою мірою формальний критерій

контролю не дозволяє в повному обсязі зрозуміти ступінь загрози для фінансової безпеки держави. Отже, потрібний системний підхід із застосуванням такого інструментарію, який дозволить не тільки контролювати, а й ліквідувати загрози для фінансової безпеки внаслідок присутності банків з іноземним капіталом у банківській системі держави.

Як свідчить досвід світових фінансових криз та криза України 2008 року, при відсутності належного рівня регулювання та асиметрії інформації існує імовірність того, що при експансії на ринки країн з транзитивною економікою банки не на достатньо високому рівні проводять аналіз сучасного стану та перспектив розвитку кредитного ринку держави-реципієнта. Нестабільність в кредитній політиці банку призводить до різких бумів та спадів, що негативно впливає не тільки на фінансову безпеку держави, а й на довгострокове економічне зростання держави. Тільки стабільний, ефективний та чіткий за своєю структурою ринок капіталу здатний нівелювати коливання в обсягах кредитних ресурсів, не спричиняючи загрози для фінансової безпеки держави.

Існує й інша аргументація, яка визначає, що присутність іноземних банків дозволяє знизити рівень асиметрії інформації та проблем стимулювання з огляду на те, що вони застосовують менеджмент більш високого рівня організації, сучасні методи оцінки ризиків і більш прозорі схеми прийняття рішення, ніж вітчизняні банки. І при «здоровому» конкурентному тиску на місцеві банки дані методи поступово буде впроваджено у всій системі. Для іноземних банків характерний значний контроль материнської компанії над порядком кредитування у їх філіалах і такі факти, як корупція, кумівство та шахрайство, фактично не зустрічаються.

Цілком очевидно, що проблема присутності іноземного капіталу в статутному капіталі банків України є актуальною і потребує системного підходу у вивченні та вирішенні. І основними завданням при цьому повинні бути:

- підтримка вітчизняними банками своєї конкурентоспроможності на ринку капіталу;
- використання організаційного, технологічного та фінансового потенціалу іноземних банків для підвищення якісних та кількісних параметрів ринку капіталу;
- перешкоджання приходу банків з ненадійною репутацією, основна мета яких – «відмивання брудних коштів».

Одночасно слід усвідомлювати, що збільшення розміру присутності іноземного капіталу призводить до залежності української економіки не тільки від коливань на світовому ринку капіталу, а й від кон'юнктури на світовому фінансовому ринку. Можливість втрати державою важелів впливу на розвиток банківської системи та зростання системних ризиків теж слід враховувати.

Зазначимо, що у різних країнах склались власні пріоритети щодо частки та діяльності іноземних банків, адже інституціональна побудова ринку капіталу та системи банківського нагляду і регулювання визначається не тільки особливостями історичного, економічного розвитку та традиціями, а і політичними пріоритетами кожної окремої держави.

Узагальнюючи результати, отримані в роботі, можна зробити висновок, що процес глобалізації залучив Україну до світового фінансового простору і присутність іноземного капіталу є невід'ємною складовою даної ситуації. В таких умовах, щоб не втратити фінансовий суверенітет, необхідно постійно проводити заходи, направлені на вивчення досвіду, який вже є в Україні, та класичного зарубіжного розвитку ринку цінних паперів і кредитного ринку, як складових ринку капіталу.

Зміцненню ринку капіталу сприяє розробка та впровадження комплексної програми фінансового оздоровлення. В інтересах самої держави має проводитись політика, направлена на розвиток внутрішнього інвестора, який не буде з недовірою ставитись як до банківських установ, так і до посередників, що функціонують на ринку цінних паперів. Обговорюючи питання підвищення конкурентоспроможності цінних

паперів українських емітентів і вітчизняних банків, слід зазначити, що для того, щоб відповідати міжнародним стандартам та вимогам, необхідно постійно впроваджувати заходи, які будуть направлені на створення середовища, в якому буде комфортно працювати всім учасникам ринку і яке забезпечить легалізацію капіталу та не буде нести загрози для фінансової безпеки держави.

Основні результати розділу опубліковано в наукових працях [96, 99,115, 114]



## Висновки до 3 розділу

1. У роботі обґрунтовано, що фінансова безпека держави є одним зі значущих показників, який відображає рівень розвитку держави та її фінансову незалежність. Підтвердженням наявності впливу глобалізації ринку капіталу та нестабільного розвитку світової економіки на рівень фінансової безпеки держави є математична формалізація та ідентифікація внутрішніх та зовнішніх факторів, шляхом застосування інструментарію багатокритеріальної оптимізації. Це дозволить підвищити рівень якості прийняття управлінських рішень, що неможливе без чіткого розуміння кількісних параметрів окремих факторів та ступеня їх впливу на фінансову безпеку.
2. Проведено ідентифікацію та подальшу систематизацію факторів впливу на фінансову безпеку країни на основі застосування методу аналізу головних компонент. Даний метод дозволив виявити елементи неістотного та істотного ступеня впливу на фінансову безпеку держави в розрізі складових ринку капіталу, а саме ринку цінних паперів та кредитного ринку.
3. У роботі проведено практичну реалізацію науково-методичного підходу до оцінки впливу кредитного ринку та ринку цінних паперів, як складових елементів ринку капіталу, на фінансову безпеку держави, що дозволило визначити параметри узагальненого критерію фінансової безпеки держави. Так, за період 2000–2010 роки даний показник мав стабільну тенденцію до зростання, за виключенням 2009 та 2010 років, коли його значення у порівнянні з попереднім періодом зменшилось. Поясненням даного факту виступила нестабільність на світовому фінансовому ринку та недостатній обсяг фінансових ресурсів на вітчизняному ринку капіталу.
4. Здійснено моделювання впливу ринку капіталу на фінансову безпеку держави шляхом проведення регресійного аналізу, що дозволило:

провести якісний аналіз між складовими ринку капіталу на основі ідентифікації ключових параметрів в межах генеральної сукупності фінансових показників кредитного ринку та ринку цінних паперів. Проведено розрахунок узагальнюючого критерію кількісної характеристики загального рівня фінансової безпеки держави, який враховує як показники з додатнім, так і показники з від'ємним інгредієнтами. Визначено характер впливу узагальнюючого критерію фінансової безпеки держави на показники функціонування кредитного ринку та ринку цінних паперів.

5. Реалізація математичної моделі формалізації впливу ринку капіталу на фінансову безпеку держави дає можливість визначити, що фінансова безпека держави буде збільшуватись на 0,63 частки одиниці при збільшенні кількісної характеристики кредитного ринку на 1 %, а збільшення параметрів функціонування ринку цінних паперів на 1 % супроводжується зростанням рівня фінансової безпеки держави, на 0,29 частки одиниці. Результати проведеного дослідження засвідчили, що значний обсяг капіталу до економіки держави було залучено через кредитний ринок. Підтвердженням даного факту є наступні аспекти: найбільший обсяг капіталу до державного та корпоративного сектора залучається через ринок цінних паперів; значний обсяг операцій в напрямку «відмивання брудних коштів» відбувається через ринок цінних паперів.
6. У роботі запропоновано показник волатильності рівня фінансової безпеки держави, який надав можливість визначити максимальний рівень відхилення даного показника від його середнього значення. На основі розрахунків було визначено, що 2008 рік виступив індикатором кризи, оскільки саме в цей рік показник волатильності досяг своєї максимальної позначки. В той же час у 2005 році величина досліджуваного коефіцієнта дорівнювала оптимальному значенню, яке свідчило, що саме в цей період на ринку капіталу

існувала стабільна ситуація, зумовлюючи позитивний вплив на рівень фінансової безпеки держави.

7. Розроблено економіко-математичну модель оцінки максимально допустимого розміру іноземного капіталу у статутному капіталі банків України, що дозволило провести ідентифікацію комплексу найбільш дієвих інструментів підвищення її ефективності за рахунок прийняття управлінських рішень відносно тактичних та стратегічних цілей розвитку української банківської системи. Запропонована економіко-математична модель дозволила виявити загрозу втрати гранично допустимого рівня фінансової безпеки держави у випадку, якщо реальний рівень іноземного капіталу в банківській системі перевищує його прогнозоване значення.
8. Результатом запропонованого підходу до розміру іноземного капіталу в банківській системі України на основі статистичних даних в розрізі аналізу параметрів розвитку кредитного ринку за період 2000–2010 рр. (за допомогою вирішення задач лінійного програмування) виступило розрахункове значення частки іноземного капіталу в статутному капіталі вітчизняних банків на рівні 39,3 %.
9. Побудована багатофакторна авторегресійна модель залежності розміру іноземного капіталу в статутному капіталі вітчизняних банків від формуючих його факторів надає можливість констатувати, що поточний рівень частки іноземного капіталу обумовлений рівнем фінансової безпеки держави та значенням частки іноземного капіталу у статутному капіталі вітчизняних банках у попередньому періоді.

Основні результати розділу опубліковано в наукових працях [99, 105, 114,115]

## ВИСНОВКИ

1. На основі аналізу попередніх наукових досліджень в роботі доведено, що фінансова безпека держави є складовою економічної безпеки держави, яка в свою чергу забезпечує національну безпеку держави. Забезпечення фінансової безпеки є особливо актуальним в умовах глобалізації ринків капіталу, браку фінансових ресурсів в економіці та появи нових фінансових інструментів, операції з якими законодавчо не врегульовано.

2. Проведене дослідження дозволяє зробити висновок, що на сучасному етапі розвитку економічної думки не існує єдиного підходу до визначення поняття “ринок капіталу” та його місця у структурі фінансового ринку. Систематизація теоретичних досліджень дозволила визначити ринок капіталу як групу взаємозалежних ринків (кредитний ринок та ринок цінних паперів) в системі фінансового ринку, з особливою сферою фінансових відносин, пов'язаних із процесом забезпечення кругообігу середньострокового та довгострокового капіталу в борговій та пайовій формах.

3. Проведене дослідження дозволило визначити концептуальні основи фінансової безпеки держави, а саме мету I порядку, мету II порядку, принципи, функції, фактори, критерії, інструменти, важелі, рівні охоплення, канали впливу, а також довести, що стан фінансової безпеки є головним критерієм оцінки ефективності державної політики і діяльності владних структур під час реформування і розвитку фінансово-кредитної сфери.

4. Організований ринок в Україні займає значно меншу частку у структурі ринку цінних паперів, чого немає в жодній державі Східної Європи, які успішно розвиваються. Наявність великої кількості угод, які укладаються поза біржею, не тільки призводить до утворення тіньових схем на ринку цінних паперів, а й унеможливорює створення дієвого

механізму встановлення справжньої ціни на цінні папери, що заважає створенню цивілізованого організованого ринку цінних паперів.

5. Проведене дослідження дозволило визначити наявність дисбалансу між активами та пасивами у банківській системі, надмірної кредитної експансії з погіршенням якості кредитного портфеля, що негативно впливає на рівень фінансової безпеки. Домінуюча позиція банків з іноземним капіталом на вітчизняному кредитному ринку призвела до перевищення попиту над пропозицією на іноземну валюту, падіння курсу національної валюти, інфляції, вилучення коштів з депозитних рахунків та дефіциту капіталу, що негативно вплинуло не тільки на рентабельність діяльності банків, а й створило додаткові загрози для фінансової безпеки держави.

6. В результаті дослідження було виявлено спекулятивний характер ринку цінних паперів України. Спекуляції на ринку цінних паперів дозволяють покращити показник його ліквідності та збільшити платоспроможний попит населення, водночас у результаті непродуктивного використання капіталу виникає ризик утворення “макробульбашок”. Розрахований у роботі “індекс мильної бульбашки” засвідчив перевищення розміру грошової маси над капіталізацією ринку цінних паперів, що негативно вплинуло на фінансову безпеку держави.

7. Проведене дослідження дозволило з’ясувати неможливість забезпечення фінансової безпеки держави без втілення ефективної інвестиційної політики, яка була б направлена на розвиток інноваційної складової, розширення внутрішнього капіталовкладення та розвиток галузей економіки реального сектора виробництва.

8. Для підвищення ефективності у прийнятті рішення щодо основних напрямків організації діяльності державних та приватних фінансових інститутів, корпоративного сектора було здійснено моделювання впливу ринку капіталу на фінансову безпеку держави шляхом проведення регресійного аналізу. Запропонований підхід дозволив провести якісний аналіз між складовими ринку капіталу на основі ідентифікації ключових

параметрів характеристики фінансової безпеки держави в межах генеральної сукупності фінансових показників кредитного ринку, ринку цінних паперів, а також розрахувати узагальнюючий критерій кількісної характеристики загального рівня фінансової безпеки держави, з урахуванням факторів-стимуляторів, факторів-дестимуляторів; характер впливу узагальнюючого критерію фінансової безпеки держави на показники функціонування кредитного ринку та ринку цінних паперів.

9. Важливим елементом при розбудові захисту фінансових інтересів та підтримки показника фінансової безпеки на задовільному рівні є визначення максимально допустимого рівня іноземного капіталу у статутному капіталі вітчизняних банків. Даний підхід дозволив виявити загрозу втрати гранично допустимого рівня фінансової безпеки держави у випадку, якщо реальний рівень іноземного капіталу в статутному капіталі банків України перевищує його прогнозоване значення.

**СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ**

1. Александров В. В. Финансово-кредитная система как фактор экономической безопасности транзитного общества : монография / В. В. Александров. – Харьков : Харьковський державний університет, 2002. – 235 с.
2. Алексеенко Л. М. Ринк фінансового капіталу в економічній системі України : дис. д-ра екон. наук: 08.04.01 / Алексеенко Людмила Михайлівна. Київський національний ун-т ім. Тараса Шевченка. – К., 2006.
3. Алексеенко Л. М. Ринк фінансового капіталу: становлення, проблеми та перспективи розвитку : монографія / Л. М. Алексеенко. – К. : Вид. буд. «Максимум»; Тернопіль : Екон. думка, 2004. – 424 с.
4. Андрейчиков А. В. Анализ, синтез, планирование решений в экономике / А. В. Андрейчиков, О. Н. Андрейчикова. – М. : Финансы и статистика, 2000. – 368 с.
5. Анилионис Г. П. Глобальный мир: единый и разделенный. Эволюция теорий глобализации / Г. П. Анилионис, Н. А. Зотова. – М. : Международ. отношения, 2005. – 458 с.
6. Архипов А. Экономическая безопасность: оценки, проблемы, способы обеспечения / А. Архипов, А. Городецкий, Б. Михайлов // Вопросы экономики. – 1994. – № 12. – С. 36–44.
7. Багриновский К. А. Особенности и методы решения задач согласования экономических интересов предприятий в сделках M&A / К. А. Багриновский, Н. Е. Егорова // Экономика и математические методы. – Том 45. – № 2. – 2009. – С. 54–65.
8. Балацкий О. Ф. Прогнозирование социально-экономического потенциала региона / О. Ф. Балацкий // Социально-экономический потенциал региона : монография / под общ. ред. проф.

- О. Ф. Балацкого. – Сумы : Университетская книга, 2010. – 364, [4] с.
9. Барановський О. І. Іноземний капітал на ринках банківських послуг України, Росії та Білорусі / О. І. Барановський // Вісник Національного банку України. – 2007. – № 9. – С. 12–20.
  10. Барановський О. І. Фінансова безпека : монографія / О. І. Барановський. – НАН України; Інститут економічного прогнозування. – К. : Фенікс, 1999. – 338 с.
  11. Барановський О. І. Фінансова безпека в Україні (методологія оцінки та механізми забезпечення) : монографія / О. І. Барановський. – К. : КНТЕУ, 2004. – 759 с.
  12. Береславська О. Чинники курсової нестабільності в Україні / О. Береславська // Вісник Національного банку України. – 2009. – № 2. – С. 8–14.
  13. Боротьба з відмиванням коштів: правовий, організаційний та практичний аспекти / [Гуржій С. Г., Копиленко О. Л., Янушевич Я. В. та ін.] ; за ред. М. Я. Азарова; Держ. ком. фін. моніторингу України, Ін-т законодавства ВР України. – К. : Парламентське вид-во, 2005. – 209 с.
  14. Боротьба з відмиванням коштів: правовий, організаційний та практичний аспекти / [С. Г. Гуржій, О. Л. Копиленко, Я. В. Янушевич та ін.] ; за ред. М. Я. Азарова; Держ. ком. фін. моніторингу України, Ін-т законодавства ВР України. – К. : Парламентське вид-во, 2005. – 209, [6] с.
  15. Булатов А. С. Экономика / А. С. Булатов. – М. : БЕК, 1995. – 142 с.
  16. Бурцев В. В. Факторы финансовой безопасности России / В. В. Бурцев // Менеджмент в России и за рубежом. – 2001. – № 1. – С. 55–69.



17. Быков А. О нарушениях законодательства при приватизации федеральной собственности // Экономика и жизнь. – 1994. – № 7. – С. 22–29.
18. Варналій З. С. Тіньова економіка: сутність, особливості та шляхи легалізації : монографія / [Варналій З. С., Гончарук А. Я., Жаліло Я. А. та ін. ] ; за заг. ред. С. В. Захарій / Національний ін-т стратегічних досліджень – К. : НІСД, 2006. – 576 с.
19. Василик О. Д. Теорія фінансів : підручник / О. Д. Василик. – К. : НІОС. – 2000. – 416 с.
20. Васильєва Т. А. Банківські інвестиції: сутність та особливості / Т. А. Васильєва // Ринкова економіка: сучасна теорія і практика управління. – 2007. – Том 10. – С. 22–27.
21. Васильєва Т. А. Суб'єкти інвестиційного ринку: характеристика, повноваження, проблеми функціонування / Т. А. Васильєва, С. В. Леонов, О. В. Макарюк // Вісник Сумського національного аграрного університету. – 2009. – № 5. – С. 3–9.
22. Васюренко О. В. Стратегическое планирование как важнейший элемент банковского менеджмента / О. В. Васюренко // Вісник Української академії банківської справи. – 1997. – № 3. – С. 52–55.
23. Васюренко О. В. Управление банковскими операциями: методология и практика : дис. д-ра экон. наук : спец. 08.04.01 – Фінанси, грошовий обіг і кредит / Васюренко Олег Владимирович ; Харьковский государственній экономический университет. – Х., 1998. – 488 с.
24. Верлен Д. А. Отмывание «грязных» денег : монографія / Д. А. Верлен. – Одесса : Астропринт, 2000. – 148 с.
25. Вітлінський В. В. Моделювання економіки : навч. посібник / В. В. Вітлінський. – К. : КНЕУ, 2003. – 408 с.
26. Возжеников А. В. Национальная безопасность: теория, политика, стратегия. – М. : НПО «МОДУЛЬ», 2000. – 234 с.

27. Волик В. Ф. Зростання інвестицій в економіку України за рахунок легалізації тіньових капіталів / В. Ф. Волик // Формування ринкових відносин в Україні / Науково-дослідний економічний інститут. – К. – 2003. – № 4 (23) – С. 37–41.
28. Воропай Н. И. Энергетическая безопасность – важнейшая составляющая и основа экономической безопасности / Н. И. Воропай, Г. Б. Славин, М. Б. Чельцов // Вісник Українського Будинку економічних та науково-технічних знань. – 1998.– № 6.– С. 14–17.
29. Вступ України до Світової організації торгівлі та розширення Європейського Союзу: наслідки для банківської системи // Вісник Національного банку України. – 2003. – № 10. – С. 50–55.
30. Гаврилюк О. В. Інвестиційний імідж та інвестиційна привабливість України / О. В. Гаврилюк // Фінанси України – 2008 – № 2. – С. 68–81.
31. Гвардин С. В. Финансирование слияний и поглощений в России / С. В. Гвардин, И. Н. Чекун. – М. : БИНОМ. Лаборатория знаний, 2006. – 195 с.
32. Геєць В. Иностранний капітал в банківській системі України [Електронний ресурс] / В. Геєць // Зеркало недели. – 2006. – № 26. – Режим доступу : [http://zn.ua/ECONOMICS/inostrannyy\\_kapital\\_v\\_bankovskoy\\_sisteme\\_ukrainy-47223.html](http://zn.ua/ECONOMICS/inostrannyy_kapital_v_bankovskoy_sisteme_ukrainy-47223.html).
33. Геєць В. М. Економіка України: моделі реформування, зміна структури та прогноз розвитку / В. Геєць. – К., 1999. – 254 с.
34. Гельдман Г. А. Информационные потребности рынка и проблемы миграции / Г. А. Гельдман, Е. С. Мальцева, Т. И. Ставцева // Проблемы рыночной экономики. Ч. 1. – Гомель : 1997. – С. 88–94.
35. Гильфердинг Рудольф. Финансовый капитал. Новейшая фаза в развитии капитализма / пер. с нем. И. Степанова. – [6-е изд.]. стереотипное. – Л. : Государственное социальное-экономическое изд-во, 1931. – 460 с.

36. Глобальна економічна криза 2008–2010 років: світовий досвід та шляхи подолання в Україні : монографія / [В. П. Антонюк, С. С. Аптекарь, Н. А. Балтачєєва та ін.] ; під заг. ред. В. І. Ляшенка. – Донецьк : Юго-Восток, 2010. – 414 с. – С. 9–16.
37. Гойко А. Ф. Организация рынка финансового капитала и инвестиций в Украине. – К. : Будівельник, 1995. – 208 с.
38. Горбач Л. М. Ринок фінансових послуг : навч. посібник / Л. М. Горбач, О. Б. Каун. – К. : Кондор, 2006 – 436 с.
39. Городецкий А. Вопросы безопасности экономики России / А. Городецкий // Экономист. – 1995. – № 10. – С. 44–50.
40. Государственная стратегия экономической безопасности Российской Федерации (Основные положения) : утв. Указом Президента РФ от 29 апреля 1996 г. № 608. / Российская Федерация // Российская газета. – 1996. – № 89. – С. 5.
41. Гохан Патрик А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний / Патрик А. Гохан; пер. с англ. – [3-е изд.]. – М. : Альбина Бизнес Букс, 2007. – 741 с.
42. Грошово-кредитні засоби регулювання економіки : монографія / Л. В. Кривенко, О. І. Дутченко, М. І. Синюченко та ін. ; за заг. ред. Л. В. Кривенко. – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2010. – С. 210 с.
43. Грушко В. І. Вплив глобальних та інтеграційних процесів на розвиток інститутів фінансового ринку України / В. І. Грушко // Економічний вісник Донбасу. – 2009. – № 4 (18). – С. 110–114.
44. Грушко В. І. Суперечності сучасної фінансової системи України / В. І. Грушко // Вчені записки Університету економіки та права «Крок»: Серія «Економіка». – 2010. – Вип. 22. – С. 28–33.
45. Грушко В. І. Страхування фінансових ризиків в системі економічної безпеки підприємства / В. І. Грушко, О. Г. Чумаченко // Вчені записки Університету економіки та права «Крок»: Серія «Економіка». – 2008. – Вип. 17. – С. 84–89.

46. Грушко В. Фінансова безпека бізнесу: податковий аспект / В. Грушко, С. Лаптев, Л. Кошембар. – К. : Університет економіки і права «КРОК», 2010. – 256 с.
47. Грушко В. І. Первинне публічне розміщення (ІРО): теорія та практика вітчизняних компаній : монографія / В. І. Грушко, О. Г. Чумаченко. – К. : «Дорадо-Друк», 2009. – 252 с.
48. Губський Б. В. Економічна безпека держави: методологія виміру, стан і стратегія забезпечення / Б. В. Губський. – К. : ДП «Укрархбудинформ», 2001. – 121 с.
49. Губський Б. В. Інвестиційні процеси в глобальному середовищі : монографія / Б. В. Губський. – К. : Наук. думка, 1998. – 390 с.
50. Гурій С. Г. Боротьба з відмиванням коштів: правовий, організаційний та практичний аспект : посіб. / Гурій С. Г., Копиленко О. Л., Янушевич Я. В. та ін. – К. : Парлам. Вид-во, 2005. – 216 с.
51. Данилишин Б. Світова фінансова криза – тест для України [Електронний ресурс] / Б. Данилишин // «Дзеркало тижня». – 2008. – № 38. – Режим доступу : [http://dt.ua/POLITICS/svitova\\_fi№a№sova\\_kriza\\_test\\_dlya\\_ukrayi№i–5090.html](http://dt.ua/POLITICS/svitova_fi№a№sova_kriza_test_dlya_ukrayi№i–5090.html).
52. Дейнека О. В. Ефективність функціонування фінансів державного сектора економіки України : автореф. дис. ... канд. економ. наук : 19.03.2010 / Ольга Валерійовна Дейнека. Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України». - Суми: [Б. В.], 2010. - 20 с.
53. Демидов Б. А. Системно-концептуальные основы деятельности в военно-технической области. Кн. 1. Концептуальные основы и элементы национальной безопасности / Б. А. Демидов, А. Ф. Величко, И. В. Волощук. – К. : ТОВ «Технологічний парк», 2004. – 734 с.

54. Дзюблюк О. Глобалізаційні процеси та участь іноземного капіталу у розвитку вітчизняної банківської системи / О. Дзюблюк // Банківська справа. – 2008. – № 2. – С. 37–45.
55. Довгань Ж. М. Фінансова стійкість банківських установ у період економічної кризи / Ж. М. Довгань // Вісник Національного банку України. – 2009. – № 4. – С. 20–26.
56. Дорошенко І. В. Інтеграція українських банків у світову фінансову систему / І. В. Дорошенко // Вісник Національного банку України. – 2000. – № 2. – С. 62–64.
57. Д'яконова І. І. Дослідження сучасних процесів М&А в міжнародній банківській справі / І. І. Д'яконова, Я. О. Костюченко // Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики : зб. наук. праць. – Харків : ХІБС УБС НБУ, 2011. – Вип. 1(10). Ч. II. – С. 18–26.
58. Дука А. П. Теорія та практика інвестиційної діяльності. Інвестування : навч. посіб. / А. П. Дука. – К. : Каравела, 2007. – 424 с.
59. Економіка України: підсумки перетворень та перспективи зростання / [Геєць В. М., Александрова В. П., Барановський О. І., Близнюк В. В., Богдан І. В.]; під. ред. В. М. Гейця / Інститут економічного прогнозування НАН України. – К. : Форт, 2000. – 422с.
60. Єрмошенко М. М. Фінансова безпека держави: національні інтереси, реальні загрози, стратегія забезпечення / М. М. Єрмошенко. – К. : Київ. нац. торг.-екон. ун-т. – 2001. – 309 с.
61. Єрмошенко М. М. Шляхи взаємного впливу фінансової безпеки держави і підприємства / М. М. Єрмошенко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. тез доповідей VII Всеукраїнської науково-практичної конференції (25–26 листопада 2004 р.). – С. 23–29.

62. Жаліло Я. А. Економічна стратегія держави: теорія, методологія, практика : монографія / Я. А. Жаліло. – К. : НІСД, 2003.– 368 с.
63. Журавка Ф. О. Роль фінансового ринку в розвитку національної економіки / Ф. О. Журавка, І. О. Школьник // Збірник наукових праць Черкаського державного технологічного університету. – (Серія “Економічні науки”). – 2008. – Вип. 20. – С. 30–34.
64. Задорожний Г. В. Экономическая безопасность и теневая экономика / Задорожний Г. В., Иващенко П. А., Тютюнникова С. В. – Х. : ХИБМ, 1999. – 207 с.
65. Затварська О. О. Грошово-кредитна політика Центрального банку : монографія / Затварська О. О. – Біла Церква : Білоцерківський державний аграрний університет, 2004. – 80 с.
66. Зви Боди. Финансы / Зви Боди, Роберт К. Мертон ; пер. с англ. – М. : Издательский дом «Вильямс», 2005. – 592 с.
67. Капіталізація економіки України: наукова доповідь / Інститут економіки та прогнозування НАН України / [В. М. Геєць, А. А. Гриценко, О. І. Барановський, В. В. Близнюк, Б. Є. Кваснюк] В. М. Геєць (ред.), А. А. Гриценко (ред.). – К. : 2007. – 220с.
68. Карпінський Б. А. Фінансова система : навч. посібник / Б. А. Карпінський, О. Ф. Герасіменко. – К. : Центр навчальної літератури, 2003. – 184 с.
69. Качинський А. Б. Безпека, загрози і ризик: наукові концепції та математичні методи / А. Б. Качинський. – К. : Нац. акад. служби безпеки України, 2004. – 471 с.
70. Київець О. В. Чи бувають «брудні» гроші в банках? [Електронний ресурс] / О. В. Київець // Юридичний журнал. – 2004. – № 10. – Режим доступу : <http://www.justinian.com.ua/article.php?id=1416>.

71. Кириленко В. В. Ринок фінансового капіталу : курс лекцій : навч. посіб. для вузів / за ред. О. Р. Дівеева-Кириленка. – Тернопіль : ТДЕУ, 2006. – 272 с.
72. Кириченко М. М. Вплив іноземного капіталу на розвиток банківської системи України / М. М. Кириченко // Актуальні проблеми економіки. – 2006. – № 6. – С. 9–16.
73. Клименко В. В. Фондовий ринок України у контексті фінансової безпеки держави / В. В. Клименко – К. : КНУТД, 2003. – 183 с.
74. Коваленко В. В. Ефективність банківської системи в умовах глобальної конкуренції / В. В. Коваленко // Актуальні проблеми економіки. – 2008. – № 5. – С. 169–175.
75. Коваль Н. В. Інвестиційна привабливість України у міжнародних рейтингових оцінках / Н. В. Коваль // Інвестиції практика та досвід. – 2010. – № 17. – С. 3–10.
76. Ковзанадзе И. Системные банковские кризисы в условиях финансовой глобализации / И. Ковзанадзе // Вопросы экономики. – 2002. – № 8. – С. 89–96.
77. Козоріз Г. Г. Вплив глобалізації на становлення і розвиток фінансових ринків в Україні / Г. Г. Козоріз // Регіональна економіка. – 2002. – № 4. – С. 162–168.
78. Козьменко С. М. Розвиток методичних підходів до формалізації структури вітчизняного фінансового ринку/ С. М. Козьменко, С. В. Леонов // Вісник Університету банківської справи Національного банку України. – 2010. – № 2. – С. 3–9.
79. Козьменко С. М. Глобалізація банківської діяльності й регіональні інтереси / С. М. Козьменко, С. О. Горіна, О. М. Андронов // Фінанси України. – 2000. – № 9. – С. 141–149.
80. Козьменко С. М. Обмеження і межі присутності іноземного капіталу у вітчизняній банківській системі / С. М. Козьменко, Ф. І. Шпиг // Вісник Української академії банківської справи. – 2006. – № 2. – С. 105–109.

81. Колісник М. К. Фінансовий ринок : навч. посіб. / М. К. Колісник. – Львів : Видавництво національного університету «Львівська політехніка», 2004. – 192 с.
82. Конституція України – К. : Вид-во «Преса України», 1997. – 80 с.
83. Контроль: інспектування, аудит, банківський нагляд : монографія / В. С. Стельмах, А. О. Єпіфанов, І. В. Сало, М. А. Єпіфанова. – Суми : ВТД «Університетська книга», 2006. – 432 с.
84. Концепція Державної цільової економічної програми модернізації ринку капіталу в Україні від 8 листопада 2007 р. № 976-р [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.justinian.com.ua/article.php?id=1416>.
85. Концепція економічної безпеки України / Ін-т економічного прогнозування / кер. проекту В. М. Геєць. – К. : Вид-во «Логос». – 1999. – 56 с.
86. Корнєв В. В. Кредитні та інвестиційні потоки капіталу на фінансових ринках / В. В. Корнєв. – К. : НДФІ, 2003. – 376 с.
87. Корнєв В. В. Фінансові спекуляції та стійкість економічних систем / В. В. Корнєв // Економіка і прогнозування. – 2008. – № 2. – С. 24–48.
88. Корнєєв В. В. Фінансові посередники як інститути розвитку: монографія / В. В. Корнєєв. – К. : Основа, 2007. – 192 с.
89. Корнійчук О. Вплив макроекономічного середовища на розбудову конкурентоспроможної моделі фондового ринку України / О. Корнійчук // Ринок цінних паперів України. – 2007. – № 1–2. – С. 27–42.
90. Котлярів С. Фондовий ринок України в контексті євроінтеграції / С. Котлярів // Ринок цінних паперів України. – 2007. – № 11–12. – С. 3–10.
91. Кравченко Ю. Инструменты фондового рынка : Виды. Свойства. Особенности эмиссии. Финансовые вычисления : учеб. пособ. / Кравченко Ю. – К. : Ника-Центр, Эльга, 2004. – 344 с.



92. Кравчук Н. Я. Міжнародні фінансові ресурси та проблема втечі капіталу / Н. Я. Кравчук // Фінанси України. – 2000. – №4. – С. 80–86.
93. Кривенко Л. В. Методологічні проблеми вибору стратегії економічної інтеграції України в Європейський Союз [Текст] / Л. В. Кривенко // Проблеми економічної інтеграції України в Європейський Союз: теорія і стратегія : зб. наук. праць Міжнародної конференції. – Львів. – 1996. – Вип. 2. – С. 53–58.
94. Криклій А. С. Стан та перспективи розвитку інвестиційної діяльності банків в Україні / А. С. Криклій // Фондовий ринок. – 2008. – № 36. – С. 14–18.
95. Кубах Т. Г. Вплив інвестиційної складової ринку капіталу на фінансову безпеку держави / Т. Г. Кубах // Фінансова безпека в системі забезпечення національних інтересів: проблеми та перспективи : матеріали Міжнародної науково-практичної конференції, 18–19 квітня 2012 р. – Полтава : ПолтНТУ, 2012. – С. 165–166.
96. Кубах Т. Г. Вплив тіньової економіки на фінансову безпеку держави / Т. Г. Кубах // Управлінські аспекти підвищення національної конкурентоспроможності : матеріали II Міжнародної науково–практичної конференції 17–19 жовтня 2008 р. – Сімферополь : видавничий центр Кримського інституту бізнесу, 2008. – С. 273–275.
97. Кубах Т. Г. Деякі аспекти впливу глобалізації на фінансову безпеку держави / Т. Г. Кубах // Розвиток фінансово-кредитної системи України: здобутки, проблеми, перспективи : тези доповідей IV Всеукраїнської науково-практичної конференції аспірантів та молодих вчених, м. Львів, 23–24 жовтня 2008 р. / Львівський інститут банківської справи Університету банківської справи Національного банку України / відп. за вип. Р. А. Слав'юк. – Львів : ЛІБС УБС НБУ, 2008. – С. 7–9.

98. Кубах Т. Г. Деякі аспекти легалізації доходів на ринку капіталу / Т. Г. Кубах // Актуальні проблеми економіки. – 2009. – № 2 (29). – С. 151–158.
99. Кубах Т. Г. Рейдерство в Україні: проблеми та напрямки протидії / Т. Г. Кубах, Л. А. Могиліна // Сучасні тенденції розвитку ринку цінних паперів в Україні. Проблеми системного підходу в економіці : збірник наукових праць : Випуск 37. – К. : НАУ, 2011. – С. 52–60.
100. Кубах Т. Г. Моделювання впливу ринку капіталу на фінансову безпеку держави / Т. Г. Кубах // Вісник УАБС НБУ. – 2011. – № 1 (30). – С. 9–15.
101. Кубах Т. Г. Організаційний аспект участі банківського сектору економіки в легалізації доходів / Т. Г. Кубах // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник наукових праць. Випуск 24. – Суми ДВНЗ «УАБС НБУ», 2009. – С. 366–373.
102. Кубах Т. Г. Особливості впливу прямих іноземних інвестицій на соціально-економічний розвиток України / Т. Г. Кубах // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник тез доповідей XII Всеукраїнської науково-практичної конференції (12–13 листопада 2009 р.) : у 2 т. / Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України». – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2009. – Т. 2. – С. 38–39.
103. Кубах Т. Г. Особливості первинних публічних розміщень українськими емітентами на світовому ринку капіталу / Т. Г. Кубах // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник тез доповідей XIII Всеукраїнської науково-практичної конференції (28–29 жовтня 2010 р.) : у 2 т. / Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи

- Національного банку України». – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2010. – Т. 2. – С. 116–117.
104. Кубах Т. Г. Особливості розвитку інститутів спільного інвестування в Україні / Т. Г. Кубах // Економіка: проблеми теорії та практики Збірник наукових праць. – Випуск 236: В 5 т. – Т. IV. Дніпропетровськ : ДНУ, 2008. – С. 786–795.
105. Кубах Т. Г. Особливості розвитку ринку цінних паперів як сегменту ринку капіталу України / Т. Г. Кубах // Економічний і соціальний розвиток України в ХХІ столітті: національна ідентичність та тенденції глобалізації : збірник тез доповідей Шостої міжнародної науково-практичної конференції молодих вчених 26–27 лютого 2009 року. Частина 2. – Тернопіль : Видавництво ТНЕУ «Економічна думка», 2009. – С. 110–112.
106. Кубах Т. Г. Переваги та недоліки присутності іноземного капіталу у банківському секторі України / Т. Г. Кубах // Культура народів Причорномор'я. – 2009. – № 157. – С. 86–89.
107. Кубах Т. Г. Прямі та портфельні інвестиції як форми руху капіталу / Т. Г. Кубах // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник тез доповідей ХІ Всеукраїнської науково-практичної конференції (30–31 жовтня 2008 р.) : у 2-х т. / Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України». – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ». – 2008. – Т. 1. – С. 58–59.
108. Кубах Т. Г. Ринок злиття та поглинання: сучасний стан та перспективи розвитку [Електронний ресурс] / Т. Г. Кубах // Ефективна економіка. – 2012. – № 1. – Режим доступу : [http://www.economy.nayka.com.ua/index.php?nomer\\_data=5&year\\_data=2012](http://www.economy.nayka.com.ua/index.php?nomer_data=5&year_data=2012). – Загол. з екрану.
109. Кубах Т. Г. Ринок капіталу як економічна категорія / Т. Г. Кубах // Розвиток України в ХХІ столітті: економічні, соціальні, екологічні, гуманітарні та правові проблеми : тези доповідей

- Міжнародної інтернет-конференції. – Тернопіль, 2008. – С. 102–104.
110. Кубах Т. Г. Сутність ринку капіталу як економічної категорії / Т. Г. Кубах // Економіка і регіон. – 2008. – № 4 (19). – С. 209–212.
111. Кубах Т. Г. Сутність фінансового ринку як економічної категорії / Т. Г. Кубах // *Vedecke myslene inflacniho stoleti – 2008 : materialy IV Meziarodni vedecko-prakticka konference – Dil 2. Ekonomicke vedy.* – Praha : Publishing House “Education and Science“ s.r.o. 112 stran (15–31 brezen 2008 roku). – S. 31–33.
112. Кубах Т. Г. Сутність фінансової безпеки держави як економічної категорії / Т. Г. Кубах // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. тез доповідей X Всеукраїнської науково-практичної конференції (22–23 листопада 2007 р.): У 2-х т. – Т. 2. – Суми : УАБС НБУ, 2007. – С. 53–54.
113. Кубах Т. Г. Сутність фінансової безпеки як складової економічної безпеки держави / Т. Г. Кубах // Вісник Української академії банківської справи. – 2007. – № 2 (23). – С. 46–50.
114. Кубах Т. Г. Суть тіньової економіки як економічної категорії / Т. Г. Кубах // Облік, аудит, фінанси: сучасні проблеми теорії, практики та підготовки фахівців : Міжнар. наук.-практ. конф., 28–29 жовтня 2010 р. : / редкол. : О. І. Черевко [ та ін.] ; Харківський держ. ун-т харчування та торгівлі. – Х. : ХДУХТ, 2010. – С. 97–98.
115. Кубах Т. Г. Сучасні тенденції розвитку ринку цінних паперів України / Т. Г. Кубах // Науково-виробничий журнал “Держава і регіон”. – (Серія «Економіка та підприємництво»). – 2009. – № 6. – С. 111–114.
116. Кубах Т. Г. Участь іноземного капіталу у банківській системі України / Т. Г. Кубах // Проблемы развития финансовой системы Украины в условиях глобализации : сб. трудов V (XI) Международной науч.-практ. конф. аспирантов и студентов,

25–28 марта 2009 г., г. Симферополь / «Центр Стабилизации». – Симферополь, 2009. – С. 79–80.

117. Леонов С. В. Державна політика в сфері запобігання та протидії легалізації доходів, одержаних злочинним шляхом / С. В. Леонов, О. О. Куришко // Економіка. Фінанси. Право. – 2011. – № 8. – С. 16–20.
118. Леонов С. В. Інвестиційний потенціал банківської системи України : монографія / С. В. Леонов. – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2009. – 375 с.
119. Леонов С. В. Місце інвестиційного потенціалу банківської системи в механізмі розширеного відтворення / С. В. Леонов // Вісник Української академії банківської справи. – 2009. – № 2. – С. 49–55.
120. Лисюк С. Банки у зовнішньоекономічних відносинах України / С. Лисюк // Вісник Національного банку України. – 2000. – № 5. – С. 40–45.
121. Лібералізація руху капіталу в ході євроінтеграції: досвід країн Центральної Європи : монографія / [А. О. Єпіфанов, С. М. Козьменко, М. І. Макаренко, Ф. І. Шпиг та ін. ] ; за заг. ред. д-ра екон. наук А. О. Єпіфанова. – Суми : УАБС НБУ, 2007. – 109 с. – ISBN№ 978–966–8958–15–1.
122. Лук'яненко Д. Фінансово-інвестиційна асиметрія глобального економічного розвитку / Д. Лук'яненко, О. Мозговий // Ринок цінних паперів України. – 2006. – № 11–12. – С. 3–4.
123. Лукашенко М. Прозорість та відкритість підприємства, або Про підводні камені обов'язкової процедури лістингу [Електронний ресурс] // Правовий тиждень. – № 1–2, 12–18 січня 2010. – Режим доступу : <http://smi.liga.net/articles/print-IT100076.html> 19.03.2010.
124. Лысенко Ю. Г. Механизмы управления экономической безопасностью / Ю. Г. Лысенко, С. Г. Мищенко, Р. А. Руденский, А. А. Спиридонов. – Донецк : ДонНУ, 2002. – 178 с.

125. Макагон Ю. В. Світовий ринок капіталу в умовах транснаціоналізації світового господарства : монографія / під. ред. проф. Ю. В. Макогона / Ю. В. Макагон, Н. О. Бударіна, Н. В. Нікешина, С. А. Ісютін. – Донецьк : ДонНУ, 2010. – 206 с.
126. Макконнелл К. Р. Экономикс: Принципы, проблемы и политика / К. Р. Макконнелл, С. Л. Брю ; в 2 т. : пер. с англ. 11-го изд. Т. 1.– М. : Республика, 1992. – 399 с.
127. Манакова Т. А. Финансовый рынок России и его инфраструктура (Федеральный и региональный уровни исследования) / Т. А. Манакова. – Кемерово : Кузбассвузиздат, 2001. – 160 с.
128. Мандибура В. О. «Тіньова» економіка України та напрями законодавчої стратегії її обмеження / В. О. Мандибура – К. : Парламентське вид-во, 1998. – 135 с.
129. Маршалл А. Принципы экономической науки : в 3 т. : пер. с англ. / А. Маршалл. – М. : Прогресс, 1993. – 310 с.
130. Маслова С. О. Фінансовий ринок : навч. посіб. [друге видання, виправлене] / С. О. Маслова, О. А. Опалов. – К. : «Каравела», 2003. – 344 с.
131. Меретуков А. Г. Правовые и криминалистические аспекты преступлений, совершаемых в сфере внешнеэкономической деятельности : учеб. пособие / А. Г. Меретуков. – Краснодар : Краснодарский юр. ин-т МВД России, 1998.– 73 с.
132. Мертенс А. В. Инвестиции: Курс лекций по современной финансовой теории / А. В. Мертенс. – К. : Киевское инвестиционное агентство, 1997. – 416 с.
133. Методика розрахунку рівня економічної безпеки України, затверджена наказом Міністерства економіки України від 02.03.2007, № 60. – Режим доступу : [http://www.me.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=97980&cat\\_id=38738](http://www.me.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=97980&cat_id=38738) .

134. Миллер Р. Современные деньги и банковское дело / Р. Миллер, Д. Д. Ван Хуз ; пер. с англ. – [3-е изд.]. – М. : ИНФРА-М, 2000. – 856 с.
135. Мироненко В. Попасть в точку / В. Мироненко // Инвестгазета. – 2009. – № 21. – С. 60–61.
136. Мишкін Ф. С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків : навчальне видання / Ф. С. Мишкін. – К. : Основи, 1998. – 963 с.
137. Моделювання економічної безпеки: держави, регіону, підприємства : монографія / [В. М. Геєць, М. О. Кизим, Т. С. Клебанова, О. І. Черняк та ін.]. – Х. : ВД «Інжек», 2006. – 240 с.
138. Мойсеєнко І. П. Ринок фінансових послуг : навч. посіб. / І. П. Мойсеєнко. – К. : МАУП, 2006. – 360 с.
139. Мошенський С. З. Фінансова глобалізація: загрози і переваги для інвестиційної безпеки України [Електронний ресурс] / С. З. Мошенський. – Режим доступу : [http://www.nbuv.gov.ua/e-journals/PSPE/2007-4/Moshenskiy\\_407.htm](http://www.nbuv.gov.ua/e-journals/PSPE/2007-4/Moshenskiy_407.htm).
140. Мунтіян В. І. Економічна безпека України / В. І. Мунтіян. – К. : КВІЦ, 1999. – 462 с.
141. Нелегальний рух капіталу с країни: причини, схеми та наслідки для України / Н. О. Бубаріна, Р. Бугринець // Вісник Донецького університету. – (Сер. В “Економіка і право”), Вип. 1, 2007. – С. 631–653.
142. Ніколайчик О. М&А – золоте дно для юрбізнесу / О. Ніколайчик // ЮР.ГАЗЕТА – 2008. – № 6. – Режим доступу : <http://www.yur-gazeta.com/ru/article/1497>.
143. Ніколайчук С. Вплив глобальної фінансово-економічної кризи на платіжний баланс України та динаміку основних показників // Вісник НБУ. – 2009. – № 11. – С. 32–39.

144. Ожегов С. И. Толковый словарь русского языка / С. И. Ожегов, Н. Ю. Шведова. – [3-е изд.]. – М. : Издательство: Азстер, 1996. – 928 с.
145. Олександров А. Ринок капіталу України – 2008 / А. Олександров // Цінні папери України. – 2008. – № 25. – С. 29–31.
146. Оскольський В. В. Ринок цінних паперів України : погляд через призму діяльності Української фондової біржі / В. В. Оскольський. – К. : УФБ, 2001. – 216 с.
147. Основы экономической безопасности (Государство, регион, предприятие, личность) / под ред. Е. А. Олейникова. – М. : Бизнес-школа «Интел-синтез», 1997. – 397 с.
148. Пастернак-Таранушенко Г. А. Економічна безпека держави. Методологія забезпечення : монографія / Г. А. Пастернак-Таранушенко. – К. : КНЕУ, 2003. – 320 с.
149. Пастернак-Таранушенко Г. Економічна безпека держави : підручник для осіб, що навчаються за фахом «Службовець держ. управління» / Кабінет Міністрів України; Інститут держ. управління і самоврядування / Богдан Кравченко (ред.). / Г. А. Пастернак-Таранушенко. – К., 1994. – 140 с.
150. Перепилиця Р. К. Формування інституціональної структури фондового ринку в післяприватизаційний період / Р. К. Перепилиця // Наукові праці Донецького національного технічного університету. –(Серія: економічна). Випуск 103 – 4 – Донецьк, ДонНТУ, 2006. – С. 143–148.
151. Погосова М. Ю. Фінансова безпека регіонів у контексті транскордонного співробітництва / Н. М. Внукова, М. Ю. Погосова // Системи обробки інформації. – 2010. – Вип. 3 (84). – С. 105–106.
152. Погосова М. Ю. Фінансова безпека ринку фінансових послуг як фактор укріплення довіри між його суб'єктами // Формування системи довіри та захисту прав споживачів фінансових послуг :



- монографія / за заг. ред. проф. Н. М. Внукової. – Харків : АДВА, 2010. – С. 148–163. – 188 с.
153. Погосова М. Ю. Аналіз тенденцій рівня фінансової безпеки України / М. Ю. Погосова // Вісник Хмельницького національного університету. Економічні науки. – 2008. – № 5, Т. 1. – С. 164–169.
154. Погосова М. Ю. Діагностування безпеки промислового підприємства у трирівневій системі фінансових відносин : монографія / І. Б. Медведєва, М. Ю. Погосова. – Харків : ХНЕУ, 2011. – 264 с.
155. Попович В. М. Тіньова економіка як предмет економічної кримінології : монографія / В. М. Попович / НДІ Національної академії внутрішніх справ України; Науково-дослідний центр Українського фінансово-економічного ін-ту Державної податкової адміністрації України. – К. : Правові джерела, 1998. – 447 с.
156. Предборський В. А. Економічна безпека держави : монографія / В. А. Предборський. – К. : Кондор, 2005. – 391 с.
157. Про Концепцію (основи державної політики) національної безпеки України, схвалена Постановою Верховної Ради України від 16 січня 1997 р. № 3/97–ВР // Національний центр з питань євроатлантичної інтеграції України. – Режим доступу : <http://zakon.nau.ua/doc/?code=3/97-%C2%D0>
158. Про акціонерні товариства [Електронний ресурс] : закон України: офіц. текст: за станом 17 вересня 2008 року № 514–VI. – Режим доступу : [zakon.rada.gov.ua/go/514-17](http://zakon.rada.gov.ua/go/514-17).
159. Про основи національної безпеки України : закон України від 19 червня 2003 року № 964–IV [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/254%D0%BA/96-%D0%B2%D1%80>.
160. Про регулювання грошово-кредитного ринку Постанова Правління НБУ від 21.04.2008 № 107 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0107500-08](http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0107500-08).

161. Про стратегію національної безпеки України : указ Президента України від 12 лютого 2007 р. № 105/2007. – <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/105/2007>.
162. Про цінні папери та фондовий ринок [Електронний ресурс] : закон України: офіц. текст: за станом 23 лютого 2006 року № 3480–IV. – Режим доступу : [zakon.rada.gov.ua/go/3480-15](http://zakon.rada.gov.ua/go/3480-15).
163. Проблемы глобальной безопасности. Материалы семинаров в рамках науч.-исслед. и информ. программы / отв. ред. Т. Г. Пархалина. – М. : ИНИОН, 1995. – 617 с.
164. Проблемы экономики переходного общества : сб. научных трудов ученых России и Украины / [Абалкин Л. И., Базилевич В. Д., Белоцерковец В. В., Бодров В. Г.] ; за заг. ред. В. М. Геец, Д. С. Львов. – Запорожье : ГУ «ЗИГМУ», 2004. – 386 с.
165. Ринок ПФТС у 2008 році. [Електронний ресурс] // Цінні папери України – 2009. – № 5. – Режим доступу : [http://www.securities.org.ua/securities\\_paper/review.php?id=547&pub=3891](http://www.securities.org.ua/securities_paper/review.php?id=547&pub=3891).
166. Райзберг Б. А. Курс экономики : учебник / под ред. Б. А. Райзберга. – М. : ИНФРА–М, 1997. – 720 с.
167. Річний звіт Національного банку України за 2005 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [www.bank.gov.ua](http://www.bank.gov.ua).
168. Річний звіт Національного банку України за 2010 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [www.bank.gov.ua](http://www.bank.gov.ua).
169. Ривкин К. Е. Криминалистическая характеристика современных присвоений / К. Е. Ривкин // Экономика и жизнь. – 1995. – № 17. – С. 45–52.
170. Розвиток банківської системи України / за ред. д-ра екон. наук О. І. Барановського. – К. : Ін-т екон. та прогнозув., 2008. – 584 с.
171. Романенко О. Р. Фінанси : підручник / О. Р. Романенко. – 4-те вид. – К : Центр учбової літератури, 2009. – 312 с.

172. Рябкова Д. Слиять и поглотить / Д. Рябкова // Инвестгазета. – 2010. – № 1–2. – С. 12–15.
173. Саблук П. Т. Міжнародний рух капіталу і залучення в Україну прямих іноземних інвестицій / П. Т. Саблук // Економіка АПК. – 2008. – № 9 – С. 3–14.
174. Сало І. В. Проблеми українського ринку М&А на сучасному етапі його розвитку / І. В. Сало, Ю. М. Петренко // Вісник Української академії банківської справи. – 2007. – № 1. – С. 96–103.
175. Самарин В. И. Исторический аспект феномена безопасности и реформы в России / Проблемы глобальной безопасности : сб. Материалов семинаров в рамках научно-исследовательской и информационной программы / В. И. Самарин. – М: ИНИОН, 1995. – С. 155–160.
176. Сенчагов В. К. Экономическая безопасность: Производство. Финансы. Банки / В. К. Сенчагов. – М. : ЗАО «Финстатинформ». – 1998. – 622 с.
177. Система оцінок зовнішніх і внутрішніх ризиків та загроз національній безпеці України. Вип. 16. / За заг. ред. Академіка НАН України, д-ра техн. наук В. П. Горбуліна. – К. : ДП «НВЦ «Євроатлантикінформ», 2005. – 232 с.
178. Словник сучасної економіки Макміллана: справочное издание / ред. Д. В. Пірс. – 4-те вид. – К. : «АртЕк», 2000. – 640 с.
179. Смовженко Т. С. К вопросу регулирования уровня иностранного капитала в банковской системе (на примере Украины) / Т. С. Смовженко // Деньги и кредит. – 2008. – № 4. – С. 49–52.
180. Степаненко А. Оцінка економічної безпеки України та її регіонів / А. Степаненко, М. Герасимов // Регіональна економіка. – 2002. – № 2. – С. 39–54.

181. Сухоруков А. І. Фінансова безпека держави : навч. посіб. / А. І. Сухоруков, О. Д. Ладюк. – К. : Центр учбової літератури, 2007. – 192 с.
182. Сухоруков А. І. Сучасні проблеми фінансової безпеки України : монографія / передмова акад., НАН України С. І. Пиріжкова / А. І. Сухоруков. – К. : НІПМБ, 2005. – 140 с.
183. Теневая экономика региона : диагностика и меры нейтрализации / [В. Ф. Басаргин, В. Ф. Яковлев, А. А. Красников, В. А. Скакунов, Е. А. Зыков] ; под ред. А. И. Татаркина, В. Ф. Яковлева ; Рос. акад. наук, Урал. отд-ние ; Ин-т экономики. – М. : Экономика, 2004. – 277 с.
184. Тіньова економіка: сутність, особливості та шляхи легалізації / [За ред. З. С. Варналія]. – К. : НІСД, 2006. – 576 с.
185. Трахтенберг І. А. Грошовий обіг і кредит при капіталізмі / І. А. Трахтенберг. – М. : Контур, 1962. – 324 с.
186. Тюрго А. Р. Избранные экономические произведения / А. Р. Тюрго. – М. : Изд-во соц.-экон. литературы, 1961. – 198 с.
187. Фабоцци Ф. Управление инвестициями / Ф. Фабоцци ; пер. с англ. – М. : ИНФРА-М, 2000. – 932 с.
188. Филипенко Т. В. Международные денежные финансово-кредитные отношения : научно-практическое пособие / Т. В. Филипенко. – Донецьк : Донецький інститут внутрішніх справ, 2001. – 268 с.
189. Фінанси зарубіжних корпорацій : навч.-метод. посібник для самост. вивч. дисц. / В. М. Суторміна, В. М. Федосов, В. М. Радзієвська, Б. С. Стеценко. – К. : КНЕУ, 2002. – 88 с.
190. Фінанси : навч.-метод. посіб. для самост. вивч. дисципліни. – 2-ге вид., перероб. і доп. / О. Р. Романенко, С. Я. Огородник, М. С. Зязюн, А. А. Славкова. – К. : КНЕУ, 2003. – 387 с.

191. Фінансовий сектор ринкової та транзитивної економік / А. І. Кредісова, В. А. Вергуна, О. В. Колюжнова, І. Є. Голбія. – К. : Знання України, 2004. – 352 с.
192. Фінансово-кредитні методи державного регулювання економіки / [А. І. Даниленко, О. І. Береславська, Є. О. Бесараб, С. А. Буковинський, Д. О. Василик] ; за заг. ред. А. І. Даниленко. – К. : Інститут економіки НАН України, 2003. – 415 с.
193. Фондовий ринок України : навч. посіб. / керівник авт. кол. В. В. Оскольський. – К. : Українська фондова біржа, Вид-во «Скарбниця», 1994. – 512 с.
194. Ходаківська В. П. Ринок фінансових послуг: теорія і практика : навч. посіб. / В. П. Ходаківська, В. В. Беляєв. – К. : ЦУЛ, 2002. – 616 с.
195. Худолій Л. М. Теорія фінансів : навч.-метод. посіб. / Л. М. Худолій. – К. : Європейський ун-т, 2003. – 167 с.
196. Цінні папери: історія та сучасність : історико-економічний нарис / О. Мозговий, Головка А., Науменко О., Ровенський Ю. – Одеса : КП ОМД, 2003. – 192 с.
197. Чуб О. Становлення та розвиток банківської системи України в контексті присутності іноземного капіталу / О. Чуб // Банківська справа. – 2008. – № 6. – С. 81–90.
198. Чуб О. О. Банки в глобальній економіці : монографія / О. О. Чуб. – К. : КНЕУ, 2009. – 340 с.
199. Чуб О. О. Банківські кризи: теоретичні та прикладні аспекти / О. О. Чуб // Вісник НБУ. – 2010. – № 3. – С. 22–26.
200. Шевченко Л. С. Економічна безпека держави: сутність та напрями формування : монографія / Л. С. Шевченко, О. А. Гриценко, С. М. Макуха. – Х. : Право, 2009. – 310 с.
201. Шевченко П. Росія майже поглинула український фондовий ринок. [Електронний ресурс] / П. Шевченко // Економічна правда.

- 07.05.2009. – Режим доступу : <http://www.epravda.com.ua/markets/4a028fc5ec453> 17.03.2010.
202. Шелудько В. М. Фінансовий ринок : підручник / В. М. Шелудько. – К. : Знання, 2006. – 535 с.
203. Шемятенков В. Г. Теория капитала / В. Г. Шемятенков. – М. : «Мысль», 1977. – 224 с.
204. Школьник І. О. Вплив міжнародних фінансових конгломератів на розвиток фінансового ринку України / І. О. Школьник, В. М. Кремень // Фінанси України. – 2009. – № 9. – С. 34–42.
205. Школьник І. О. Капіталізація фондового ринку в контексті світових тенденцій / І. О. Школьник // Фінанси України. – 2011. – № 4. – С. 65–73.
206. Школьник І. О. Роль банків у процесі формування національної моделі фінансового ринку / І. О. Школьник // Вісник Української академії банківської справи. – 2008. – № 1. – С. 64–70.
207. Школьник І. О. Сучасний стан розвитку ринку капіталу в Україні / І. О. Школьник, Ф. І. Шпиг // Вісник Української академії банківської справи. – 2007. – № 2. – С. 34–41.
208. Школьник І. О. Фінансовий ринок та його роль в інвестуванні реального сектору економіки / І. О. Школьник // Вісник СумДУ. – 2008. – № 1. – С. 200–206.
209. Школьник І. О. Фінансовий ринок України: сучасний стан і стратегія розвитку : монографія / І. О. Школьник. – Суми : ВВП «Мрія» ТОВ, УАБС НБУ, 2008. – 348 с.
210. Шлемко В. Т. Економічна безпека України : сутність і напрямки забезпечення : монографія / В. Т. Шлемко, І. Ф. Бінько. – К. : НІС, 1997. – 144 с.
211. Экономическая природа и виды ценных бумаг : учеб. пособие / В. И. Колесников, В. С. Торкановский, Л. П. Давиденко, И. П. Леонтьева. – СПб. : Изд-во С.-Петербург. ун-та экономики и финансов, 1997. – 91 с.

212. Эриашвили Н. Д. Экономика и право. Теневая экономика : учеб. пособие для студ. вузов, обуч. по экон. спец. : для курсантов и слушателей образовательных учреждений МВД России / Эриашвили Н. Д., Казиахмедов Г. М., Артемьев Н. В. и др.; под общ. ред. Н. Д. Эриашвили, Н. В. Артемьева. – [4-е изд.]. – М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2008. – 448 с.
213. Яковенко О. ФАТФ як міжнародний орган протидії відмиванню «брудних» грошей / О. Яковенко // Збірник наукових праць НДФІ. – 2005. – № 7. – С. 25–28.
214. Euroasian perspectives of the banking systems development / [M. Makarenko, A. Kostyuk, I. Dyakonova and others] ; edited by A. Kostyuk, M. Lin, G. Omet. – Sumy : Virtus Interpress. – 2011. – 167 p.
215. Kostyuk A. Minority shareholders vs. the state: the case of JSC «Ukneft» / A. Kostyuk, H. Kostyuk // Corporate Ownership and Control. – Issue 3, 2005. – P. 106–111.
216. Kozmenko S. Paradoxes of Financial Globalization / S. Kozmenko, H. Chuyko // Problems and Perspectives in Management. – 2003. – Volume 1. Issue 1. – P. 14–17.
217. Kozmenko S. M. Ukraine and Germany: common tendencies of financial market development according to the bank-centered model / S. M. Kozmenko, T. A. Vasilyeva, S. V. Leonov // Corporate ownership & Control. – 2011. – Vol. 9. – Issue 1. – Con. 2. – P. 247–273.
218. Kostyuk A. Corporate governance and performance: stakes on ownership? Empirical research of the Ukrainian banks / A. Kostyuk, D. Govorun, O. Neselevska // Corporate Ownership and Control. – Sumy : Virtus Interpress. – 2011. – Vol. 8. Is. 4. – P. 532–550.
219. The new Palgrave Dictionary of Economics and the Law / Edited by Peter Newman, Vol 1, 1996. – 657 p.
220. World investment report 2010 – Switzerland : United Nations, 2010 – 221 p

## Додаток А

Таблиця А.1 – Огляд визначень поняття «фінансова безпека держави»

Визначення	Автор / Джерело
Фінансова безпека держави, це такий стан фінансової, грошово–кредитної, валютної, банківської, бюджетної, податкової систем, який характеризується збалансованістю, стійкістю до внутрішніх і зовнішніх негативних впливів, здатністю забезпечити ефективне функціонування національної економічної системи та економічне зростання.	Мунтіян В. І. Економічна безпека України. – К. : КВЦ, 1999. – 462 с.
Фінансова безпека держави – такий стан фінансової, грошово–кредитної, валютної, банківської, податкової систем, який характеризується збалансованістю, стійкістю до внутрішніх і зовнішніх негативних впливів, здатністю забезпечити ефективне функціонування національної економічної системи та економічне зростання.	Шлемко В. Т., Бінько І. Ф. Економічна безпека України: сутність і напрямки забезпечення: монографія. – К. : НІСД, 1997. – 144 с.
Під фінансовою безпекою слід розуміти такий стан фінансово–кредитної сфери держави, який характеризується збалансованістю і якістю системної сукупності фінансових інструментів, технологій і послуг, стійкістю до внутрішніх і зовнішніх негативних чинників (загроз), здатністю цієї сфери забезпечувати захист національних фінансових інтересів, достатні обсяги фінансових ресурсів для всіх суб'єктів господарювання і населення в цілому – ефективне функціонування національної економічної системи і соціальний розвиток.	Срмошенко М. М. Фінансова безпека держави: національні інтереси, реальні загрози, стратегія забезпечення. – К. : Київ. нац. торг.–екон. ун–т, 2001. – 309 с.
Фінансова безпека держави – це захищеність інтересів держави у фінансовій сфері, або такий стан бюджетної, податкової та грошово–кредитної систем, що гарантує спроможність держави ефективно формувати, зберегти від надмірного знецінення та раціонально використовувати фінансові ресурси держави для забезпечення її соціально–економічного розвитку і обслуговування фінансових зобов'язань.	Сухоруков А. І., Ладюк О. Д. Фінансова безпека держави. Навчальний посібник. – К. : Центр учбової літератури, 2007. – 192 с.
Під фінансовою безпекою слід розуміти стан фінансової, грошово–кредитної, валютної, банківської, бюджетної, податкової систем, який характеризується спроможністю держави забезпечити ефективне функціонування національної економічної системи, її структурну збалансованість, стійкість до внутрішніх і зовнішніх негативних впливів.	Губський Б.В. Економічна безпека держави: методологія виміру, стан і стратегія забезпечення. – К. : ДП «Укрархбудынформ», 2001. – 121 с.



Продовж. табл. А.1

Визначення	Автор / Джерело
<p>Фінансова грошова безпека – різновид безпеки, що має вплив на всі галузі економіки держави. Оскільки гроші є еквівалентом вартості будь-яких товарів, вони (через ціну) є чинником, спроможним дестабілізувати економічне становище в державі. Гроші – не тільки паперові або монетні знаки обміну, купівлі або продажу, а ще й безготівкові перекази та цінні папери (акції, векселі, сертифікати, облігації тощо), що визначають фінансовий стан держави. Величезне значення має банківська система держави, яка реалізує всі операції, що стосуються обігу грошей та цінних паперів. Саме банки здатні стабілізувати або дестабілізувати фінансове становище держави.</p>	<p>Пастернак–Таранушенко Г. А. Економічна безпека держави: підручник для осіб, що навчаються за фахом «Службовець державного управління». – К. : ІДУС при Кабміні України, 1994. – 140 с.</p>
<p>Фінансова безпека – це захищеність фінансових інтересів суб'єктів господарювання на усіх рівнях фінансових відносин, забезпеченість домашніх господарств, підприємств, організацій і установ, регіонів, галузей, секторів економіки, держави фінансовими ресурсами, достатніми для задоволення їх потреб і виконання існуючих зобов'язань.</p>	<p>Концепція економічної безпеки України / Ін-т. екон. Прогнозування ; кер. проекту В. М. Геєць. – К. : Логос, 1999. – 56 с.</p>
<p>Фінансова безпека – це: ступінь захищеності фінансових інтересів на усіх рівнях фінансових відносин; рівень забезпеченості громадянина, домашнього господарства, верств населення, підприємства, організації, установи, регіону, галузі, сектора економіки, ринку, держави, суспільства, міждержавних утворень, світового співтовариства фінансовими ресурсами, достатніми для задоволення їх потреб і виконання існуючих зобов'язань; стан фінансової, грошово–кредитної, валютної, банківської, бюджетної, податкової, розрахункової, інвестиційної, митно–тарифної та фондової систем, а також системи ціноутворення, який характеризується збалансованістю, стійкістю до внутрішніх і зовнішніх негативних впливів, здатністю відвернути зовнішню фінансову експансію, забезпечити фінансову стійкість (стабільність), ефективне функціонування національної економічної системи та економічне зростання; якість фінансових інструментів і послуг, що запобігає негативному впливу можливих прорахунків і прямих зловживань на фінансовий стан наявних і потенційних клієнтів, а також: гарантує (у разі потреби) повернення вкладених коштів.</p>	<p>Барановський О. І. Фінансова безпека / НАН України; Інститут економічного прогнозування. – К. : Фенікс, 1999. – 338 с.</p>