

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ

На правах рукопису

КОРНЄЄВ МАКСИМ ВАЛЕРІЙОВИЧ

УДК 336.76(477) (043.5)

**МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ
ОЦІНЮВАННЯ ТА РЕГУЛЮВАННЯ ДИСБАЛАНСІВ РУХУ
ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ В ЕКОНОМІЦІ УКРАЇНИ**

Спеціальність 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит

Дисертація на здобуття наукового ступеня
доктора економічних наук

Науковий консультант
Козьменко Сергій Миколайович,
доктор економічних наук, професор

Суми – 2015

ЗМІСТ

ВСТУП.....	5
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНЕ ПІДґРУНТЯ ВИВЧЕННЯ ДИСБАЛАНСІВ РУХУ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ В ЕКОНОМІЦІ.....	16
1.1 Змістовні характеристики фінансових ресурсів та їх руху в економіці країни.....	16
1.2 Фінансовий та реальний сектори економіки: сутність, структура, взаємодія	29
1.3 Поняття, джерела виникнення і поширення, специфіка прояву фінансіалізації.....	48
1.4 Економічна природа формування та особливості дисбалансів руху фінансових ресурсів внаслідок фінансіалізації економіки....	60
Висновки до першого розділу.....	86
РОЗДІЛ 2. ДИСБАЛАНСИ РУХУ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ В ЕКОНОМІЦІ: МЕТОДОЛОГІЯ ОЦІНЮВАННЯ ТА ВПЛИВ НА ФІНАНСОВИЙ І РЕАЛЬНИЙ СЕКТОРИ.....	90
2.1 Розробка науково-методичного підходу до оцінювання залежності дисбалансів руху фінансових ресурсів від процесів фінансіалізації.....	90
2.2 Формалізація напрямів впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на стійкість фінансового сектору економіки.....	116
2.3 Дослідження впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на конвергентні процеси у фінансовому та реальному секторах економіки.....	144
Висновки до другого розділу.....	160

РОЗДІЛ 3. НАУКОВО-МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ ОЦІНЮВАННЯ ВПЛИВУ ДИСБАЛАНСІВ РУХУ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ НА ЕКОНОМІЧНИЙ РОЗВИТОК.....	163
3.1 Світовий досвід вивчення зв'язків між фінансіалізацією та економічним зростанням країн.....	163
3.2 Формалізація впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на економічне зростання.....	180
3.3 Узагальнення методичної бази щодо визначення зв'язків між фінансіалізацією та соціальним розвитком країн	203
3.4 Удосконалення методичних засад виявлення впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на соціальний розвиток країни.....	226
Висновки до третього розділу.....	248
РОЗДІЛ 4. ІДЕНТИФІКАЦІЯ ЗАЛЕЖНОСТЕЙ МІЖ ДИСБАЛАНСАМИ РУХУ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ ТА ІНВЕСТИЦІЙНИМИ ПОТОКАМИ І ЦІНОВИМИ ПОКАЗНИКАМИ ТОВАРНО- СИРОВИННИХ РИНКІВ	251
4.1 Виявлення зв'язків між фінансіалізацією та інвестиційними потоками.....	251
4.2 Удосконалення науково-методичного підходу до визначення залежності між дисбалансами руху фінансових ресурсів та інвестиційними потоками в економіці.....	265
4.3 Детермінанти посилення впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на функціонування товарно-сировинних ринків.....	282
4.4 Концептуальні засади визначення залежності між дисбалансами руху фінансових ресурсів та ціновими показниками товарно- сировинних ринків.....	304
Висновки до четвертого розділу.....	328

РОЗДІЛ 5. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ТА МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ РЕГУЛЮВАННЯ ДИСБАЛАНСІВ РУХУ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ В ЕКОНОМІЦІ УКРАЇНИ.....	332
5.1 Особливості та напрями регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів.....	332
5.2 Деталізація положень концепції регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів	350
5.3 Обґрунтування переліку найбільш дієвих для економіки України інструментів державного регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів.....	371
Висновки до п'ятого розділу.....	397
ВИСНОВКИ.....	400
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	407
ДОДАТКИ.....	469

ВСТУП

Актуальність теми дослідження. Наслідки світової фінансово-економічної кризи 2007–2008 рр. та проблеми відновлення позитивних темпів економічного розвитку вказують на недооцінку сучасних процесів фінансіалізації, а саме важливості фінансового сектору з позицій масштабності його впливу на інші сектори економіки та довгострокової здатності порушувати макроекономічну збалансованість та рівновагу. Мейнстримом сучасних досліджень фінансових процесів на світовому рівні є пошук ефективних механізмів подолання диспропорційностей використання фінансових ресурсів країни за напрямками, тобто дисбалансів їх руху, та забезпечення гармонізованого розвитку фінансового та реального секторів економіки з метою уникнення створення «фінансових бульбашок». Останнє в контексті необхідності зміцнення макроекономічної та фінансової стабільності в Україні потребує розвитку методології оцінювання та регулювання не лише дисбалансів руху фінансових ресурсів (далі – ДР ФР), а й їх наслідків для функціонування фінансових і товарно-сировинних ринків та забезпечення сталого економічного розвитку країни. Саме тому активізація системних досліджень щодо методологічних засад оцінювання та регулювання ДР ФР в економіці України є актуальною.

Фундаментальним засадам дослідження фінансових диспропорцій приділяли увагу у своїх працях такі зарубіжні вчені: Л. Абалкін, Дж. Аррігі (G. Arrighi), Т. Бек (T. Beck), Е. Деміргуч-Кунт (A. Demirgüç-Kunt), С. Ірвін (S. Irwin), Дж. Кейнс (J. Keynes), С. Клаессенс (S. Claessens), Р. Левін (R. Levine), Х. Мінські (H. Minsky), Д. Сандерс (D. Sanders), Я. Міркін, С. Моїсеєв, Ф. Мишкін (F. Mishkin), П. Руссо (P. Rousseau), Дж. Стігліц (J. Stiglitz) та інші. Досліджувана проблематика відображена також у працях вітчизняних економістів, серед яких: О. Абакуменко, Г. Азаренкова, В. Базилевич, О. Барановський, В. Боронос, О. Василик, Т. Васильєва,

О. Вовчак, В. Геєць, О. Дзюблюк, І. Д'яконова, Ф. Журавка, В. Зимовець, Ю. Коваленко, С. Козьменко, В. Козюк, В. Корнєєв, Г. Кравчук, М. Крупка, С. Леонов, І. Лук'яненко, О. Луняков, І. Лютий, М. Макаренко, А. Мороз, С. Науменкова, В. Опарін, Л. Примостка, І. Рекуненко, Т. Савченко, В. Федосов, І. Школьник та інші.

Разом з тим остаточно невіршеними залишаються ряд теоретичних і прикладних питань, зокрема: розуміння економічної природи формування ДР ФР внаслідок фінансіалізації економіки; обґрунтування методологічної бази та аналітичного інструментарію оцінювання впливу ДР ФР на функціонування фінансових, товарно-сировинних ринків та економічний розвиток країни в цілому; розробка заходів регуляторної політики щодо подолання ДР ФР тощо. Таким чином, незавершеність формування цілісного уявлення щодо оцінювання та регулювання ДР ФР в умовах фінансіалізації економіки України обумовили актуальність дослідження, його мету, завдання та зміст.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Тематика дисертаційного дослідження узгоджується з фундаментальними напрямками реалізації науково-дослідних програм. Робота виконувалась відповідно до плану наукових досліджень Української академії банківської справи (далі – УАБС).

Наукові результати враховано при формуванні звітів за науково-дослідними темами в УАБС. Так, у межах теми «Сучасні технології фінансово-банківської діяльності в Україні» (номер державної реєстрації 0102U006965) обґрунтовано інструментарій монетарної політики щодо регулювання ДР ФР в економіці; «Реформування фінансової системи України в умовах євроінтеграційних процесів» (номер державної реєстрації 0109U006782) – надано пропозиції щодо перебудови фінансових і товарно-сировинних ринків в умовах фінансіалізації економіки; «Конкурентоспроможність національної економіки в умовах євроінтеграції» (номер державної реєстрації 0111U009459) – запропоновано науково-

методичний підхід до оцінювання залежності ДР ФР від процесів фінансіалізації; «Розвиток механізму функціонування банківської системи України під впливом іноземного капіталу» (номер державної реєстрації 0107U012112) – виявлено зв'язок між ДР ФР та інвестиційними потоками в економіці.

Мета і завдання дослідження. Метою дослідження є розвиток теоретико-методологічних засад та розробка науково-методичного забезпечення і практичних рекомендацій щодо оцінювання та регулювання ДР ФР в умовах фінансіалізації економіки України.

Поставлена мета зумовила необхідність вирішення наступних завдань:

- розкрити змістовні характеристики фінансових ресурсів (далі – ФР) та їх руху в економіці країни;
- розглянути сутність, структуру фінансового та реального секторів економіки, проаналізувати генезис наукової думки щодо їх взаємодії;
- поглибити розуміння змісту поняття «фінансіалізація», визначити джерела виникнення і поширення та обґрунтувати специфіку прояву фінансіалізації;
- ідентифікувати економічну природу формування ДР ФР внаслідок фінансіалізації світової і вітчизняної економіки;
- розробити науково-методичний підхід до оцінювання залежності ДР ФР від процесів фінансіалізації;
- формалізувати напрями впливу ДР ФР на стійкість фінансового сектору економіки;
- дослідити вплив ДР ФР на конвергентні процеси у фінансовому та реальному секторах економіки;
- узагальнити світовий досвід вивчення зв'язків між фінансіалізацією та економічним розвитком країн;
- дослідити вплив ДР ФР на економічне зростання та соціальний розвиток країни;

- виявити зв'язки між фінансіалізацією та інвестиційними потоками, удосконалити науково-методичний підхід до визначення залежності між ДР ФР та цими потоками в економіці;
- здійснити групування детермінант посилення впливу ДР ФР на функціонування товарно-сировинних ринків;
- запропонувати концептуальні засади визначення залежності між ДР ФР та ціновими показниками товарно-сировинних ринків;
- визначити особливості та окреслити напрями регулювання ДР ФР, проаналізувати заходи державного регулювання таких дисбалансів;
- розкрити та деталізувати положення концепції регулювання ДР ФР в умовах фінансіалізації економіки України, яка передбачає забезпечення перебудови фінансових і товарно-сировинних ринків;
- обґрунтувати перелік найбільш дієвих для економіки України інструментів державного регулювання ДР ФР.

Об'єктом дослідження є економічні відносини, що виникають у процесі руху фінансових ресурсів.

Предметом дослідження є теоретико-методологічні засади, науково-методичний і практичний інструментарій оцінювання ДР ФР та реалізації регуляторної політики щодо їх подолання в умовах фінансіалізації економіки України.

Методи дослідження. Методологічну основу дисертаційного дослідження складають фундаментальні положення економічної теорії та теорії фінансів, грошей і кредиту, наукові праці вітчизняних і зарубіжних учених з питань руху ФР в економіці.

У роботі відповідно до поставлених завдань використано такі методи дослідження: наукова абстракція, індукція та дедукція, аналіз і синтез (при розкритті теоретичних положень та уточненні категоріального апарату); історико-логічний (при групуванні теорій, детермінант посилення впливу ДР ФР на функціонування товарно-сировинних ринків); графічний (при періодизації процесу фінансіалізації світової та вітчизняної економіки; при

вивченні зв'язків між індексами світових ф'ючерсних і товарно-сировинних ринків); головних компонент (при формуванні інтегрального показника ДР ФР та індексу фінансіалізації); економіко-статистичні (при формалізації напрямів впливу ДР ФР на стійкість фінансового сектору; при обґрунтуванні переліку найбільш дієвих для економіки України інструментів державного регулювання ДР ФР; при визначенні залежності між ДР ФР і ціновими показниками товарно-сировинних ринків; при перевірці гіпотези щодо прямого впливу ДР ФР на конвергентні процеси у фінансовому та реальному секторах економіки; при встановленні зв'язків між ДР ФР та економічним зростанням, соціальним розвитком країни, інвестиційними потоками в економіці); порівняння, аналогії та екстраполяції (при узагальненні світового досвіду вивчення зв'язків між фінансіалізацією та економічним розвитком і його проєкції на вітчизняну практику); системно-структурний (при обґрунтуванні комплексних та гармонізованих заходів щодо перебудови фінансових і товарно-сировинних ринків).

Інформаційною базою дослідження є: законодавчі та нормативно-правові документи з питань руху фінансових ресурсів в економіці; офіційні звітні дані Національного банку України, Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, Державної служби статистики України; аналітичні матеріали Міністерства фінансів України та Міністерства економічного розвитку і торгівлі України; дані Світового банку, Організації економічного співробітництва та розвитку, Міжнародного валютного фонду, інших міжнародних організацій, рейтингових агентств; офіційні статистичні джерела досліджуваних країн; публікації зарубіжних і вітчизняних фахівців з проблематики дисертаційної роботи.

Наукова новизна одержаних результатів полягає у вирішенні наукової проблеми щодо розвитку теоретико-методологічних засад, створення методичного підґрунтя оцінювання та регулювання ДР ФР в умовах фінансіалізації економіки України.

До найбільш істотних результатів дослідження, що містять наукову новизну, належать наступні:

вперше:

– розроблено науково-методичний підхід до оцінювання залежності ДР ФР від процесів фінансіалізації через використання індикаторів, що її характеризують. Це дозволило сформувавши інтегральний показник ДР ФР на основі застосування методу головних компонент та оцінити їх динамічні зрушення в умовах фінансіалізації економіки;

– створено та обґрунтовано перелік найбільш дієвих для економіки України інструментів державного регулювання ДР ФР. Це дало змогу визначити взаємоузгоджені напрями подолання таких дисбалансів, враховуючи часові лаги між застосуванням відповідних інструментів і отриманням ефектів від їх дії та заходи фіскальної і монетарної політик;

– формалізовано напрями впливу ДР ФР на стійкість фінансових секторів на основі аналізу зв'язків інтегральних показників таких дисбалансів та індикаторів фінансової стійкості Міжнародного валютного фонду і Світового банку для країн з різним рівнем економічного розвитку. Це дало змогу визначити умови-дестабілізатори стійкості фінансових секторів країн під впливом фінансіалізації їх економік, які слід вважати об'єктом застосування регуляторних заходів на фінансових ринках;

– запропоновано концептуальні засади визначення залежності між ДР ФР та ціновими показниками товарно-сировинних ринків, що забезпечується шляхом: 1) групування традиційних фундаментальних факторів впливу на кон'юнктуру світових товарно-сировинних ринків і факторів, пов'язаних з ДР ФР; 2) встановлення характеру та підтвердження наявності причинно-наслідкових зв'язків між динамікою індексів світових ф'ючерсних та товарно-сировинних ринків. Це дозволило сформувавши підґрунтя для коригування системи моніторингу фінансового сектору та виявити суттєвий вплив ринків похідних фінансових інструментів на цінові показники товарно-сировинних ринків;

удосконалено:

– визначення дисбалансу руху фінансових ресурсів як диспропорційності використання ФР за напрямками, що характеризується переорієнтацією їх з обслуговування товарних відносин у реальному секторі економіки на генерування підвищених потенційних економічних вигод у фінансовому секторі. Це дозволило визначити спричинені фінансіалізацією трансформаційні зміни в русі ФР залежно від їх напрямків і мети використання;

– науково-методичне забезпечення оцінки впливу фінансового сектору на рівень економічної активності у реальному секторі та динаміку валового внутрішнього продукту країни, що здійснено шляхом підтвердження гіпотези щодо прямого впливу ДР ФР на конвергентні процеси у цих секторах економіки на основі: 1) застосування регресії з урахуванням індивідуальних відмінностей лонгітюдних даних із повторюваними вимірами; 2) врахування активів нефінансових корпорацій. Отримані результати слугуватимуть подальшій розбудові фінансового сектору;

– інструментарій формалізації впливу ДР ФР на економічне зростання, що базується на застосуванні індексу фінансіалізації, до складу якого включено співвідношення: 1) грошового агрегату М3 до валового внутрішнього продукту; 2) обсягів кредитів приватному сектору до валового внутрішнього продукту; 3) активів фінансового сектору до валового внутрішнього продукту. Це дозволило продемонструвати негативні наслідки ДР ФР у короткостроковому та довгостроковому періодах;

– методичні засади виявлення впливу ДР ФР на соціальний розвиток країни в умовах фінансіалізації її економіки, які ґрунтуються на встановленні зв'язків таких дисбалансів із рівномірністю розподілу доходів населення, рівнем і глибиною бідності, рівнем безробіття. Це дасть змогу окреслити напрями гармонізації фінансової та соціальної політик країни;

– науково-методичний підхід до визначення залежності між ДР ФР та інвестиційними потоками в економіці, який базується на застосуванні

регресійних моделей з фіксованими ефектами. Це дозволило обґрунтувати вплив ДР ФР на обсяги інфраструктурних і прямих іноземних інвестицій, динаміку нагромадження капіталу;

– положення концепції регулювання ДР ФР шляхом обґрунтування комплексних і гармонізованих заходів щодо перебудови фінансових і товарно-сировинних ринків, спрямованих на зниження деструктивного впливу таких дисбалансів. Ці положення базуються на узгодженні інтересів регуляторів фінансових і товарно-сировинних ринків під час розробки стратегічних регуляторних заходів;

набули подальшого розвитку:

– систематизація теорій взаємодії фінансового та реального секторів, що здійснено шляхом виокремлення суб'єктів, інструментів і мотивів такої взаємодії. Це дало можливість сформулювати методологічний базис трансформації ролі фінансового сектору в економіці країни по відношенню до реального від обслуговуючо-пасивної до відносно функціонально самостійної та автономної, розвинути теорію ДР ФР;

– ідентифікація економічної природи формування ДР ФР, що ґрунтується на теорії циклічності нагромадження капіталу в межах світової економіки Дж. Аррігі та теорії довгих хвиль М. Кондратьєва. Це дозволило виокремити фази руху ФР залежно від їх місця та значення в обслуговуванні економічного обороту країни;

– змістовна інтерпретація поняття «фінансіалізація» з виокремленням акціонерного, інноваційного, нагромаджувального, внутрішньогосподарського та гегемоністичного підходів, завдяки чому обґрунтовано багаторівневість прояву та визначено джерела виникнення і поширення фінансіалізації;

– групування детермінант посилення впливу ДР ФР на функціонування товарно-сировинних ринків, що здійснено за такими аспектами, як лібералізація валютно-фінансового регулювання, розвиток технологій торговельної діяльності, поширення фінансових інновацій,

трансформація психологічно-поведінкової моделі. Це дало змогу обґрунтувати причинно-наслідковий зв'язок між ДР ФР і дивергенцією фінансового та реального секторів економіки.

Практичне значення одержаних результатів полягає в розробці наукових рекомендацій, спрямованих на подолання ДР ФР.

Пропозиції автора щодо формалізації впливу інструментів монетарної політики на ДР ФР в економіці можуть бути використані у поточній діяльності Національного банку України (далі – НБУ) в контексті удосконалення існуючих механізмів антикризового регулювання та нагляду; щодо мінімізації негативних наслідків впливу ДР ФР на економічний розвиток країни – у діяльності державних і місцевих органів влади; щодо визначених залежностей між ДР ФР та інвестиційними потоками в економіці, цінними показниками товарно-сировинних ринків – у діяльності суб'єктів фінансового і реального секторів та регуляторів цих ринків.

Науково-методичні, практичні рекомендації щодо оцінювання та регулювання ДР ФР в економіці України впроваджено в поточну діяльність органів державного управління, суб'єктів фінансового та реального секторів економіки, у навчальний процес вищих навчальних закладів. Окремі наукові результати дослідження автора використано в практичній діяльності:

– Апарату Ради НБУ – при здійсненні аналізу фінансового і економічного стану країни (довідка від 16.07.2015 № 10-00009/49476);

– Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг – при підготовці: 1) пропозицій щодо напрямів вдосконалення діяльності українських ринків фінансових послуг; 2) Положення про порядок нагляду на консолідованій основі за небанківськими фінансовими групами (довідка від 16.07.2015 № 4250/03-10);

– Департаменту економічного розвитку Дніпропетровської обласної державної адміністрації – під час формування проекту: 1) стратегії розвитку Дніпропетровської області на період до 2020 року; 2) програми соціально-

економічного та культурного розвитку області на 2015 рік (довідка від 19.11.2014 № 1424/0/31-14);

– Фінансово-економічного департаменту Дніпропетровської міської ради – при здійсненні інформаційно-аналітичної роботи та підготовці пропозицій до органів виконавчої влади (довідка від 21.05.2015 № 138/13);

– АТ (публ.) «АКБ Конкорд» – при покращенні фінансового стану банку та розробці стратегічних напрямів його діяльності (довідка від 20.11.2014 № 38-01);

– ПрАТ «СК Арсенал Страхування» – при розробці фінансової політики компанії та удосконаленні програм за видами страхування (довідка від 18.02.2015 № 384);

– АТ (публ.) «АБ Рада банк» – при: 1) формуванні системи управління діяльністю банку; 2) підвищенні ефективності діяльності банківської установи на ринку (довідка від 25.11.2014 № 01-05/564);

– ТОВ «Компанія «Дніпро-Агротехніка» – при прийнятті інвестиційних рішень в умовах фінансіалізації економіки (довідка від 03.10.2014 № 0310/5).

Наукові результати, одержані автором, впроваджені у навчальний процес УАБС при викладанні дисциплін «Державне управління економікою», «Державний фінансовий менеджмент», «Інвестування» (акт від 25.03.2015), Дніпропетровського гуманітарного університету – «Економічна теорія», «Страхова справа», «Основи підприємницької діяльності», «Фінанси та фінанси підприємств» (акт від 30.10.2014), ДВНЗ «Національний гірничий університет» – «Ринок фінансових послуг», «Облік фінансових деривативів», «Контролінг інвестицій» (довідка від 05.06.2015 № 07-19/100).

Особистий внесок здобувача. Дисертаційна робота є завершеним, одноосібно виконаним науковим дослідженням. Наукові положення, розробки, результати, висновки і рекомендації, що виносяться на захист, одержані автором самостійно та відображені в опублікованих працях. З опублікованих у співавторстві наукових праць використані лише ті положення, що виступають результатом власної роботи здобувача.

Особистий внесок автора у працях, опублікованих у співавторстві, вказано окремо у списку публікацій.

Апробація результатів дисертації. Основні теоретичні, методологічні і практичні положення та результати дослідження доповідалися, обговорювалися і одержали схвальну оцінку на міжнародних науково-практичних конференціях, серед яких: «Структурні трансформації національних економік в глобальному вимірі» (м. Миколаїв, 2015 р.), «Перспективи стабільного економічного розвитку та економічної безпеки України та її регіонів» (м. Ужгород, 2015 р.), «Пошук ефективних механізмів промислового розвитку в контексті сучасної економічної теорії» (м. Київ, 2015 р.), «Проблеми формування та розвитку інноваційної інфраструктури: європейський вектор – нові виклики та можливості» (м. Львів, 2015 р.), «Актуальні питання економічних наук» (м. Запоріжжя, 2015 р.), «Dynamika naukowych badan – 2014» (м. Пшемишль, 2014 р.); «Актуальні проблеми соціально-економічного розвитку» (м. Чернівці, 2014 р.), «Фінансово-економічні та соціальні чинники розвитку міжнародних відносин» (м. Київ, 2014 р.), «Сучасні тенденції в економіці та управлінні: новий погляд» (м. Донецьк, 2014 р.), «Економічні підсумки 2013 року: проблеми, перспективи, ефективність» (м. Одеса, 2013 р.), «CIS: history, today, prospects» (м. Шеффілд, 2013 р.), «Vědecký průmysl evropského kontinentu – 2013» (м. Прага, 2013 р.), «Бъдещето въпроси от света на науката – 2013» (м. Софія, 2013 р.) та ін.

Публікації. Основні наукові положення, висновки і результати дослідження опубліковано в 48 наукових працях загальним обсягом 39,3 друк. арк., з яких особисто автору належать 36,1 друк. арк., у тому числі одноосібна монографія, 3 розділи у колективних монографіях, 24 статті у наукових фахових виданнях України з економіки (з них 13 – у виданнях, що включені до міжнародних наукометричних баз), 5 статей у зарубіжних наукових виданнях, 1 стаття у інших виданнях, що включені до міжнародних наукометричних баз, 14 публікацій у збірниках матеріалів конференцій.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНЕ ПІДГРУНТЯ ВИВЧЕННЯ ДИСБАЛАНСІВ РУХУ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ В ЕКОНОМІЦІ

1.1 Змістовні характеристики фінансових ресурсів та їх руху в економіці країни

В умовах еволюційного розвитку змінюється інституційна структура економіки країни, що призводить до трансформації механізму руху фінансових ресурсів. Неперервний рух таких ресурсів, ефективне управління ними здійснює вагомий вплив на функціонування економіки країни. Серед фундаментальних завдань, які ставляться перед державою під час налагодження її фінансової політики, виділяють наступні: мобілізація резервів зростання економіки, інтенсифікація обороту фінансових ресурсів тощо [40; 107]. Тому виникає необхідність більш детально дослідити теоретичне підґрунтя фінансових ресурсів: наукові підходи до трактування сутності поняття, призначення, склад та структуру, джерела і форми утворення та напрямки використання, методи фінансової діяльності. Також варто розглянути змістовний базис руху фінансових ресурсів, його характеристики, ключові особливості та типологію.

Питанням сутності та змістовних характеристик фінансових ресурсів присвячено праці вчених, серед яких: Г. Азаренкова [5], М. Александрова [7], В. Бочаров [35], Л. Буряк [267], О. Василик [40; 41; 42], К. Лазичева [182], С. Львовчкін [331; 333], О. Майборода [204], Г. Нам [267], В. Опарін [243; 244; 331; 333], К. Павлюк [40; 41], О. Пилипенко [257], А. Поддєрьогін [267], В. Федосов [39; 331; 332; 333], О. Філімоненков [337] та інші. Узагальнення окремих наукових підходів до трактування змісту поняття «фінансові ресурси» наведено у табл. 1.1.

Таблиця 1.1 – Підходи вчених до трактування змісту поняття «фінансові ресурси»

Вчені, [джерела]	Базова складова поняття «фінансові ресурси»	Призначення/спрямованість фінансових ресурсів
О. Василик К. Павлюк [40; 41; 42]	Фонди грошових засобів; Грошові нагромадження, доходи	Забезпечення розширеного відтворення, задоволення окремої групи суспільних потреб
В. Бочаров [35]	Матеріальна основа фінансів	Створення привабливих умов для розвитку суб'єктів економіки
М. Коробов [170]	Грошові фонди	Вирішення завдань економічного розвитку
В. Опарін В. Федосов С. Львовичкін [243; 244; 331]	Сума коштів	Забезпечення процесу суспільного виробництва. Спрямування в основні засоби, обігові кошти фірм (компаній)
А. Поддєрьогін Л. Буряк Г. Нам та ін. [267]	Грошові кошти	Виконання зобов'язань фінансового характеру, покриття збитків
О. Філімоненков [337]	Джерела коштів фірм (компаній)	Формування активів фірм (компаній)

Трактування сутності поняття «фінансові ресурси» науковці розглядають з різних позицій. Такі ресурси можуть, наприклад, визначатись як грошові фонди, створені в процесі розподілу, перерозподілу національного багатства [40; 41; 42]. Є можливість надати цій трактовці поняття «фінансові ресурси» більш широкий або вузький аспект визначення, враховуючи критерії, що будуть описані нижче. Як можемо бачити з табл. 1.1, такі вчені, як О. Василик [40; 41; 42], К. Павлюк [40; 41], визначають зміст фінансових ресурсів саме з позиції макроекономічного рівня існування. Інша група науковців (А. Поддєрьогін, Л. Буряк, Г. Нам [267], О. Філімоненков [337] та інші) розглядають фінансові ресурси з мікроекономічної позиції. Слід також відмітити, що деякі дослідники при визначенні змісту поняття «фінансові ресурси» не дотримуються однозначної позиції щодо рівня їх існування. Додатково відзначимо, що у наукових працях надається вельми широка

класифікація фінансових ресурсів за певними ознаками (джерела виникнення, напрямки використання, право власності тощо). Однак певної єдності серед зарубіжних та вітчизняних науковців у питаннях класифікації фінансових ресурсів дотепер не існує (рис. 1.1).

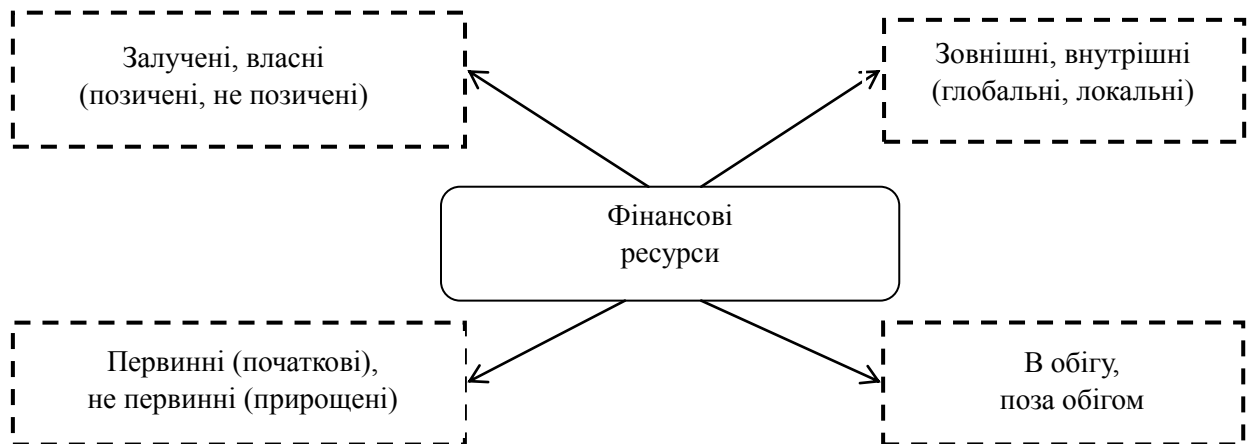


Рисунок 1.1 – Типологія фінансових ресурсів
(складено на основі [42; 243; 244; 257])

Вивчаючи змістовні характеристики фінансових ресурсів, окрім їх безпосереднього призначення, спрямованості (табл. 1.1) слід звернути увагу ще й на характер використання [243; 244] та рівень існування (мікроекономічний, мезоекономічний, макроекономічний та глобальний). Види фінансових ресурсів за такими рівнями існування наведено на рис. 1.2.



Рисунок 1.2 – Види фінансових ресурсів за рівнями існування
(складено на основі [42; 218; 267; 289; 315])

Фінансові ресурси більш доцільно розглядати у розрізі цілісної економіки, а не обмежуватись виключно окремим рівнем їх існування. Як відомо, такі ресурси можуть перетікати з одного рівня існування на інший. Характеристиками досліджуваних ресурсів є: джерело утворення, форми проявів, склад, структура, напрямки використання, рухливість, рівень існування, здатність генерувати економічний ефект тощо [5; 76; 218; 226].

На рис. 1.3 наведено окремі змістовні характеристики фінансових ресурсів.

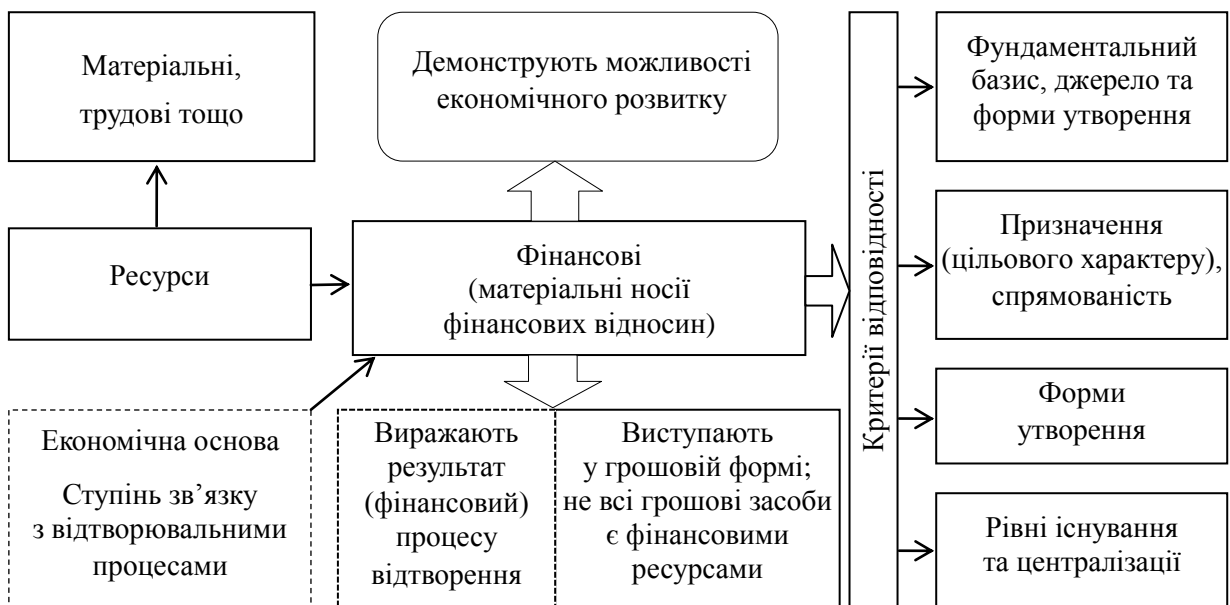


Рисунок 1.3 – Окремі змістовні характеристики фінансових ресурсів
(складено на основі [5; 7; 42; 243; 257])

Виходячи з рис. 1.3, слід підкреслити вагому роль фінансових ресурсів у забезпеченні розвитку економіки країни. Для таких ресурсів характерними є певні умови залучення та обмеженість. У контексті досліджуваних ресурсів підкреслимо доцільність їх ефективного використання за визначеними вище рівнями існування. В даному аспекті вчені-економісти пропонують дієві заходи щодо підвищення такої ефективності в кожних конкретних умовах господарювання.

Окрему увагу в наукових працях ([40; 41; 42; 52; 53; 55; 81; 83; 109; 267] та ін.) приділено аспектам формування фінансових ресурсів на окремих рівнях їх існування. Наприклад, фінансові ресурси таких суб'єктів економіки як фірми можуть бути сформовані при їх створенні, за рахунок власних коштів, мобілізовані на фінансовому ринку тощо [267].

Погоджуючись з думкою таких вчених, як О. Василик [40; 41; 42], К. Павлюк [40; 41], В.Опарін [243], А. Поддєрьогін [267], на рис. 1.4 проілюстровано джерела та форми утворення, напрямки використання фінансових ресурсів.

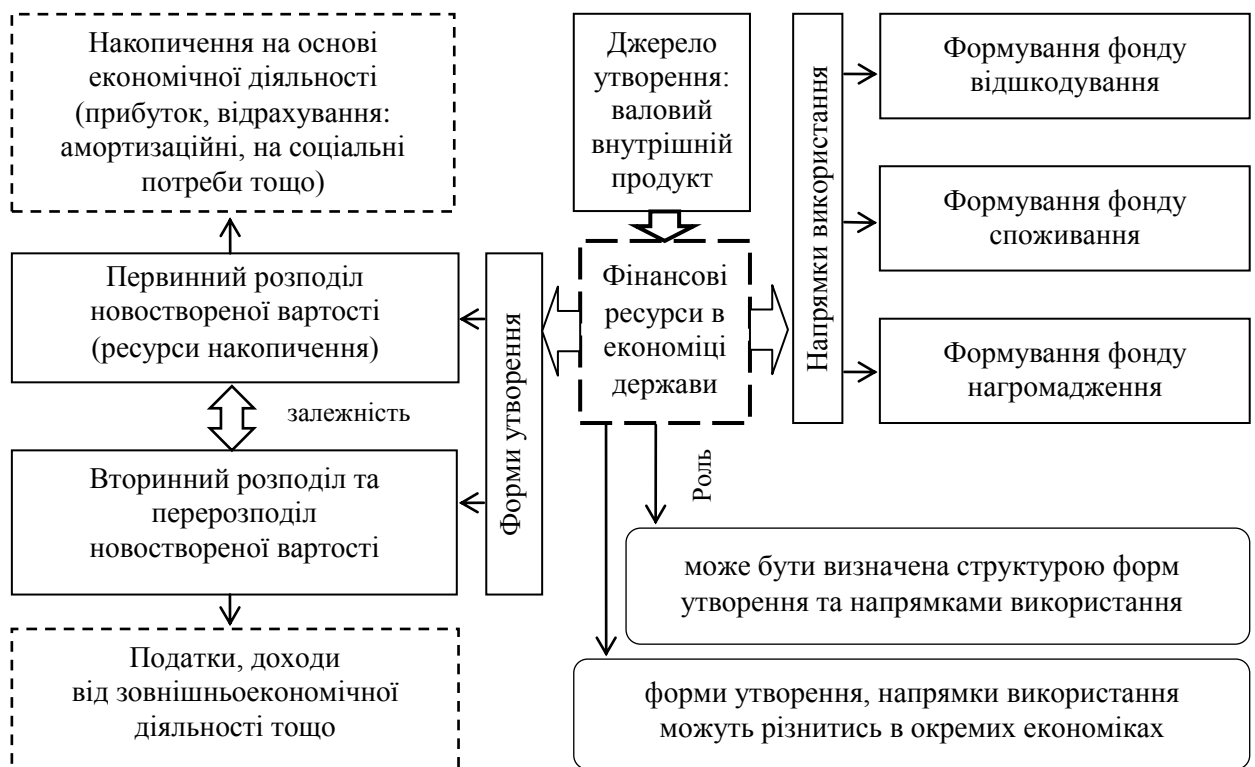


Рисунок 1.4 – Джерело та форми утворення, напрямки використання фінансових ресурсів в економіці держави (складено на основі [7; 42; 243])

На рис. 1.4 також наведено роль фінансових ресурсів в економіці. Враховуючи напрацювання вітчизняних дослідників, на рис. 1.5 відображено особливості утворення, використання фінансових ресурсів в економіці, їх структуру.

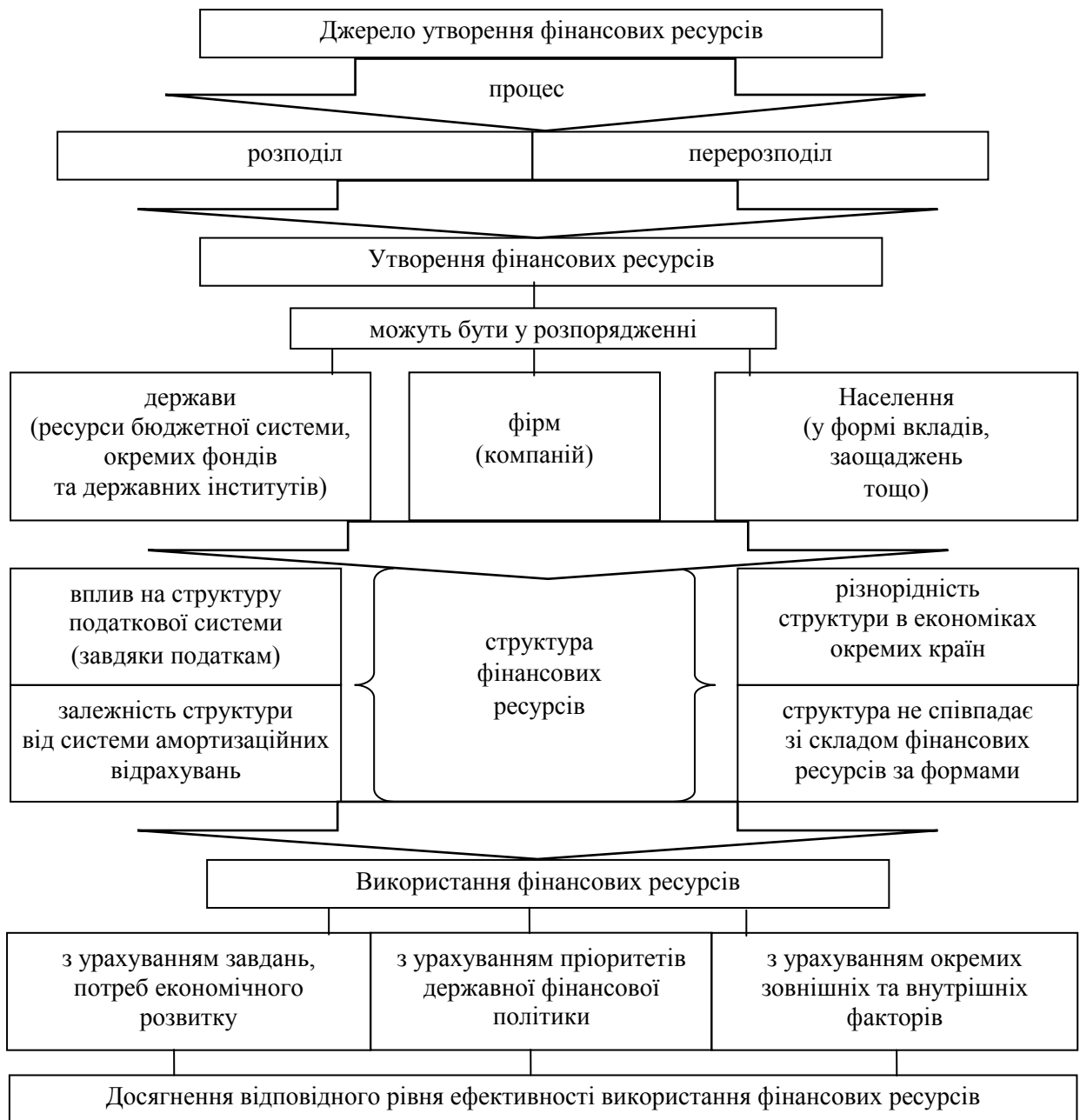


Рисунок 1.5 – Фінансові ресурси держави: особливості утворення, використання та структура (складено на основі [7; 40; 42; 243])

Нижче виокремлено ключові аспекти застосування ряду методів фінансової діяльності на рівні держави (рис. 1.6).



Рисунок 1.6 – Методи формування, розподілу та використання фінансових ресурсів держави (складено на основі [42; 243; 315])

Визначивши сутність, призначення, окремі характеристики фінансових ресурсів в економіці, слід розкрити змістовний базис руху таких ресурсів, його характеристики, ключові особливості та типологію враховуючи, що стабільне функціонування економіки залежить від його неперервності.

Відмітимо, що утворення, використання досліджуваних ресурсів паралельно передбачає їх рух (рис. 1.7) [42; 54].

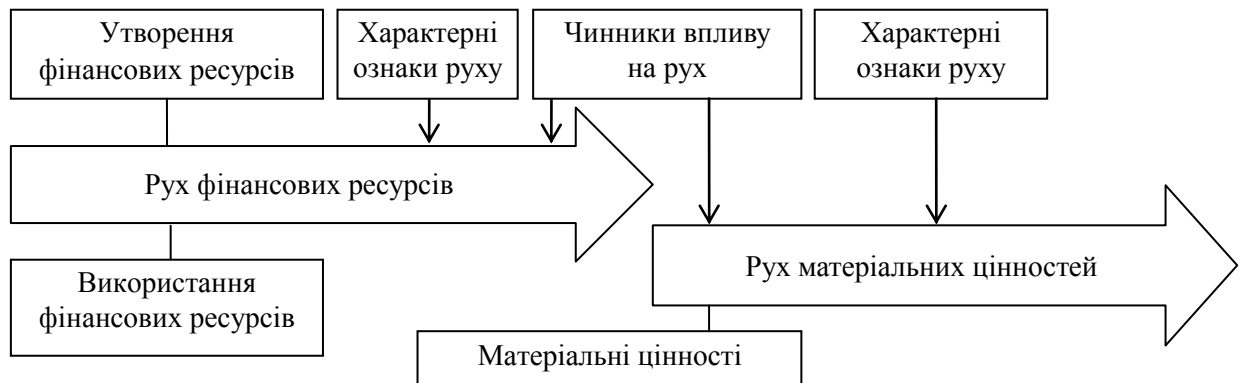


Рисунок 1.7 – Особливості руху фінансових ресурсів та матеріальних цінностей (складено на основі [42])

Величиною, що вимірюється рухом, враховуючи при цьому часовий фактор, виступає «потік» [5; 137, с. 76]. Якщо провести відповідні паралелі з рухом фінансових ресурсів, то мова буде йти про фінансовий потік.

Фінансові потоки є досить поширеними. Питанням вивчення сутності, ролі, змістовних та типологічних характеристик фінансових потоків присвятили свої наукові праці зарубіжні та вітчизняні вчені, серед яких: Г. Азаренкова [5], К. Афашагов та Е. Тютюкіна [327], Є. Балацький [19], І. Вахович та І. Камінська [44], О. Данілов та Т. Паєнтко [76], О. Єрмошкіна [99], Ю. Козак, Ю. Пахомов та Н. Логвінова [218], К. Лазичева [182], О. Хавтур [342] та інші. Фінансові потоки виступають різновидом економічних, відображенням результатів руху і нагромадження фінансових ресурсів. У цьому контексті спрямований рух фінансових ресурсів створює фундаментальний базис для функціонування фінансів. Фінансові потоки, як і будь-які інші, можливо розглядати у розрізі секторів економіки. Такі потоки є взаємодіючими, взаємопов'язаними між собою, взаємодоповнюючими. З урахуванням часового фактору потоки відображають ліквідність ресурсів, певну належність. Слід виділити окремі особливості досліджуваних потоків:

1) відображають міжсуб'єктні відносини; 2) враховують фактори часу, ризику і ліквідності; 3) забезпечують генерування ефектів, насамперед економічних. Змінність у часі фінансових потоків дає можливість виділити ще таку рису стосовно них, як волатильність. Циклічність економіки є одним із фундаментальних чинників впливу на волатильність її фінансових потоків [5; 99; 204; 265; 327]. Поряд з фінансовими потоками приділимо увагу грошовим потокам, враховуючи відмінність між ними (рис.1.8).



Рисунок 1.8 – Грошові та фінансові потоки в економіці
(складено на основі [5; 26; 105; 266; 342; 343])

Надалі слід розкрити ознаки руху фінансових ресурсів. Такий рух може характеризуватись неперервністю. Зворотною до цієї ознаки виступає диспропорційність, невідповідність руху. Як приклад, диспропорційність використання досліджуваних ресурсів за напрямками характеризується

переорієнтацією їх з обслуговування товарних відносин у реальному секторі економіки на генерування підвищених потенційних економічних вигод у фінансовому секторі. У свою чергу, одним із завдань у контексті зміцнення макроекономічної стабільності виступає розвиток методології подолання диспропорційностей використання фінансових ресурсів країни за напрямками, тобто дисбалансів їх руху. Посилення макроекономічної стійкості зменшує волатильність фінансових потоків. Загалом фактор волатильності є важливим при прийнятті рішень. Це викликано тим, що позитивний результат у досягненні цілей може бути знищений непередбачуваністю руху фінансових ресурсів [99; 222; 312]. Поряд з волатильністю фінансових потоків окрему увагу слід приділяти їх швидкості. У цьому аспекті необхідно враховувати різноманітні фактори впливу на таку швидкість з метою подальшої її оптимізації [5; 72; 99; 204; 222].

Як і у випадку з фінансовими ресурсами, зарубіжні та вітчизняні дослідники за групами класифікаційних ознак виділяють типи фінансових потоків на мікроекономічному, мезоекономічному, макроекономічному та глобальному рівнях (рис. 1.9). Хоча такий поділ носить доволі умовний характер: одна класифікаційна ознака може характеризувати фінансові потоки на всіх (або декількох) зазначених рівнях. Окремі науковці співвідносять фінансові потоки з іншими видами потоків, що, на нашу думку, є не повністю доречним. При цьому відмітимо, що фінансові потоки більш доцільно розглядати в розрізі цілісної економіки, а не обмежуватись виключно окремим рівнем їх існування. Також звертаємо увагу на можливість розширення наведеної на рис. 1.9 типології фінансових потоків, доповнюючи її такими класифікаційними ознаками, як призначення (функціональне, цільове), вид та результати економічної діяльності, джерела виникнення, стадія відтворення, масштабність, форма розрахунку тощо [44; 76; 218; 327].

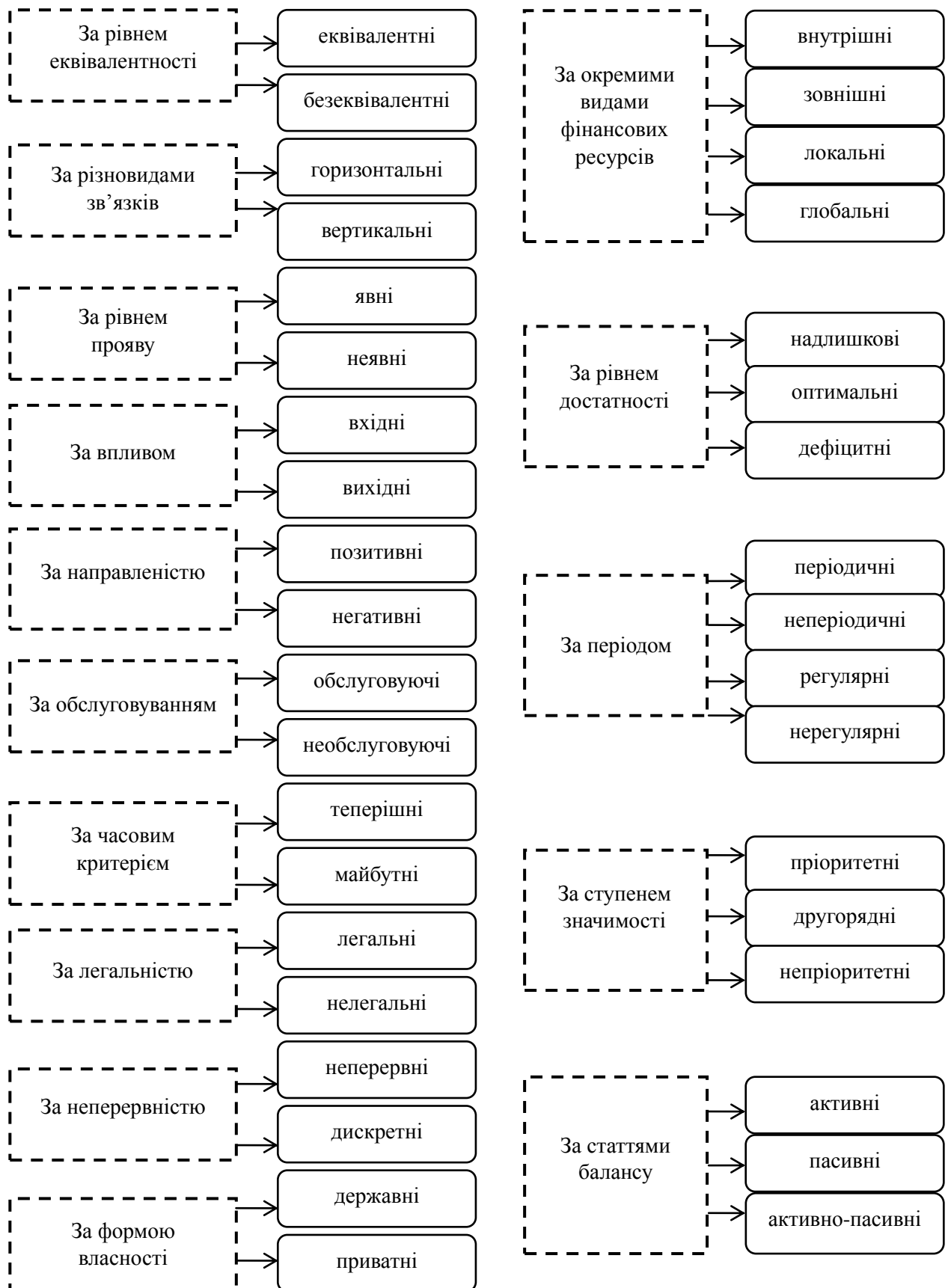


Рисунок 1.9 – Типологія фінансових потоків за окремими класифікаційними ознаками (складено на основі [5; 44; 76; 218; 327])

Враховуючи наведену на рис. 1.9 типологію фінансових потоків за окремими ознаками, доцільно розширити представлену вище класифікацію фінансових ресурсів. Як приклад, можна виокремити різновиди таких ресурсів у залежності від етапів їх руху (формування, розподіл, використання), форм (централізовані, децентралізовані) [40; 41; 145; 244].

У контексті класичної макроекономічної моделі кругообігу фінансових ресурсів, товарів і послуг виділяють наступні фінансові потоки (рис.1.10).



Рисунок 1.10 – Фінансові потоки у контексті класичної макроекономічної моделі кругопотоків (складено на основі [305, с.16])

Зазначимо, що на рис. 1.10 представлено не всі можливі різновиди фінансових потоків.

Фінансові потоки, що обумовлюють переміщення ресурсів від державного, зарубіжного секторів (рис. 1.10), функціонують на макрорівні. Під час переміщення капіталу між країнами виникають міжнародні фінансові потоки [8; 46; 47; 218; 344]. Поряд з цим, на окремих стадіях відтворення під час руху товарів та послуг можна виокремити додаткові види фінансових

потоків [44; 76; 218]. Окрім зазначених вище класифікаційних ознак фінансових потоків, їх можна також розподілити за відношенням до певного сектору економіки.

Науково-прикладний аспект становить розвиток інструментів регулювання руху фінансових ресурсів та його дисбалансів. У цьому контексті необхідно врахувати те, що, наприклад, на фінансовому ринку країни існують власні особливості такого руху, які визначаються специфікою самих фінансових ресурсів, що виступають об'єктом цього ринку. Загалом же регулювання руху фінансових ресурсів є доволі багатограним.

Таким чином, було досліджено теоретичне підґрунтя фінансових ресурсів: наукові підходи до трактування сутності поняття, призначення, склад та структуру, джерела і форми утворення та напрямки використання, методи фінансової діяльності. У подальшому під поняттям «фінансові ресурси» будемо розуміти грошові фонди, що створені в процесі розподілу, перерозподілу національного багатства. Розкрито змістовний базис руху фінансових ресурсів, його характеристики та типологію. Визначено аспекти руху фінансових ресурсів та матеріальних цінностей. Розглянуто грошові потоки в економіці та їх відмінності поряд з фінансовими. Встановлено, що рух фінансових ресурсів може характеризуватись неперервністю, диспропорційністю. Означено актуальність подолання диспропорційностей використання фінансових ресурсів країни за напрямками, тобто дисбалансів їх руху. Проаналізовано ключові особливості руху фінансових ресурсів в економіці, розглянуто типологію фінансових потоків за системою найбільш поширених класифікаційних ознак. Виявлено, що зростання обсягу фінансових потоків в економіці має позитивні та негативні наслідки. Наявність останніх викликає занепокоєння та потребує розробки системи дієвих заходів щодо їх мінімізації.

1.2 Фінансовий та реальний сектори економіки: сутність, структура, взаємодія

Фінансовий та реальний сектори економіки виступають фундаментальними, складними її підсистемами зі специфічними структурами, суб'єктним складом, цілями, механізмами тощо. Підтримуючи класифікацію Системи національних рахунків Організації Об'єднаних Націй (ООН) [567], на рис. 1.11 окреслено змістовні характеристики фінансового та реального секторів, їх структурні складові та роль в економіці.



Рисунок 1.11 – Фінансовий та реальний сектори: змістовні характеристики, структурні складові та роль в економіці

(складено на основі [58; 126; 221; 259; 359; 567])

Реальний сектор економіки – нефінансова сфера, сукупність структурних складових, наведених на рис. 1.11. У відповідності до [567] такий сектор економіки включає одиниці, діяльність яких націлена на матеріальне та нематеріальне виробництво товарів, надання виключно нефінансових послуг [248; 567].

Дослідження сутності та змістовних характеристик фінансового сектору нерозривно пов'язано із поняттям фінансової системи, тлумачення якого проводиться крізь призму розуміння категорії «фінанси». На сьогодні у науковій літературі існує безліч трактувань поняття «фінансова система», що створює об'єктивну необхідність систематизації наявних підходів у відповідні групи. Разом з цим більшість дослідників розглядають фінансову систему з позиції її внутрішньої, організаційної побудови [244]. Деякі науковці трактують дане поняття дещо звужено, розглядаючи фінансову систему лише як фінансові операції, що здійснюються рядом суб'єктів [177]. Цей підхід не дозволяє стверджувати про цілісність системи, завданням якої є координація діяльності її складових. Структурний підхід до трактування сутності фінансової системи, у свою чергу, представлений переважно в роботах зарубіжних вчених, серед яких: З. Боді та Р. Мертон [31], П. Роуз та Д. Фрасер [547], Г. Габбард [56]. У контексті такого підходу, як правило, виокремлюються структурні складові фінансової системи, їх роль та призначення. На нашу думку, структурний підхід дещо обмежено розкриває сутність фінансової системи, оскільки не враховує взаємозв'язки та взаємодію фінансових ринків, інституцій, а лише узагальнює їх перелік. Слід зазначити, що ключова увага в системі управління ланками фінансової системи зосереджена на бюджеті держави. Більшість фінансових посередників задіяні в процесі формування та реалізації бюджету країни як з управлінського боку, так і з боку виконавця. Даний факт є цілком зрозумілим, оскільки саме бюджет концентрує фінансові потоки та зв'язки всіх секторів економіки [126; 244]. Повертаючись до дослідження змістовних характеристик фінансового сектору, варто зазначити про наявність випадків

ототожнення його з фінансовою системою, що є вкрай невірним. Основні підходи до визначення понять «фінансова система» (внутрішній, структурний) та «фінансовий сектор» (процесний, структурний галузевий, системний) представлено у працях вітчизняних та зарубіжних вчених. Виходячи з цього, розуміння сутності поняття «фінансовий сектор» можна розділити на чотири групи (залежно від кожного з підходів). Також варто зауважити, що дане поняття трактується в межах двох рівнів: 1) частина економіки, що й створює передумови для ототожнення понять «фінансова система» та «фінансовий сектор»; 2) підсистема фінансової системи, яка безпосередньо обслуговує фінанси фінансових посередників. В табл. 1.2 здійснено узагальнення окремих підходів вчених до трактування поняття «фінансовий сектор».

Таблиця 1.2 – Узагальнення підходів вчених до трактування змісту поняття «фінансовий сектор»

Джерело	Підхід	Базова складова поняття «фінансовий сектор»	Додаткова складова поняття «фінансовий сектор»
І. Левіна [185]	процесний	Сукупність механізмів опосередкування	Функціонування: 1) елементів обслуговуючих інтереси капіталу 2) реального сектору
С. Міщенко [221]	структурний	Сукупність фінансових організацій (установ)	Фінансове посередництво
С. Науменкова, С. Міщенко [230; 234; 235]	структурний	Частина економіки	Пов'язаність з діяльністю фінансових інститутів
Проект стратегії розвитку фінансового сектору України до 2015 року [285]	галузевий	Сфера національної економіки	Формування, розподіл фінансових ресурсів та послуг; пов'язаність з діяльністю фінансових установ
Ю. Дяченко [94]	системний	Підсистема фінансової системи	Здійснення операцій з надання фінансових послуг; пов'язаність з іншими секторами економіки

В межах структурного підходу визначення фінансового сектору [230; 234; 235] є досить широким та повністю не розкриває його місце та роль у фінансовій системі країни, проте у межах даного підходу поняття «фінансовий сектор» також ототожнюють із сукупністю організацій (банки, страховики, кредитні спілки тощо), фундаментальною діяльністю яких є фінансове посередництво [221]. Основним недоліком даного підходу, на нашу думку, слід вважати його однобічність та відсутність можливості ідентифікувати місце фінансового сектору у фінансовій системі. Також односпрямованістю та обмеженістю характеризується і процесний підхід [185]. Дещо інше трактування сутності фінансового сектору представлено в офіційному документі «Проект Стратегії розвитку фінансового сектора України до 2015 р.» [285]. Даний підхід визначає приналежність фінансового сектора до національної економіки та вказує на діяльність фінансових установ в межах даного сектору, проте не дозволяє провести чітку межу між фінансовою системою та фінансовим сектором. Більш повним та ґрунтовним вважаємо системний підхід [94, с. 7], застосування якого дозволяє розкрити змістовні складові поняття «фінансовий сектор» та більш детально дослідити сутність організації фінансів фінансових посередників.

Загалом варто зауважити про схожість підходів до трактування сутності понять «фінансова система» та «фінансовий сектор», тому в межах даного дослідження під поняттям «фінансовий сектор» будемо розуміти складову фінансової системи, сукупність фінансових установ якої обслуговує фінансові відносини фінансових посередників та, опосередковано, функціонування реального сектора за рахунок формування, розподілу фінансових ресурсів у межах компетенції таких посередників.

Інституційна структура фінансового сектора – це багаторівнева система елементів та зв'язків між ними. До її складу, як правило, входять фінансові посередники, які безпосередньо функціонують у фінансовому секторі і забезпечують рух фінансових ресурсів по відповідних каналах, а також допоміжні інститути.

Складовими вітчизняного фінансового сектору виступають: базові фінансові інститути (банківські, небанківські) та інститути, які підтримують їх діяльність взагалі (Міністерство фінансів України, Національний банк України (НБУ), Нацкомфінпослуг, Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) тощо) або у контексті вирішення окремих завдань (рис. 1.11) [126; 244]. Варто зазначити, що представлена інституційна структуризація фінансового сектору є орієнтовною і може змінюватись під впливом тенденцій розвитку фінансового простору. Виходячи з цього, наведемо ще одну структуризацію фінансового сектору, яка базується на Системі національних рахунків [567] та класифікації інституційних секторів економіки України (рис. 1.12) [248].

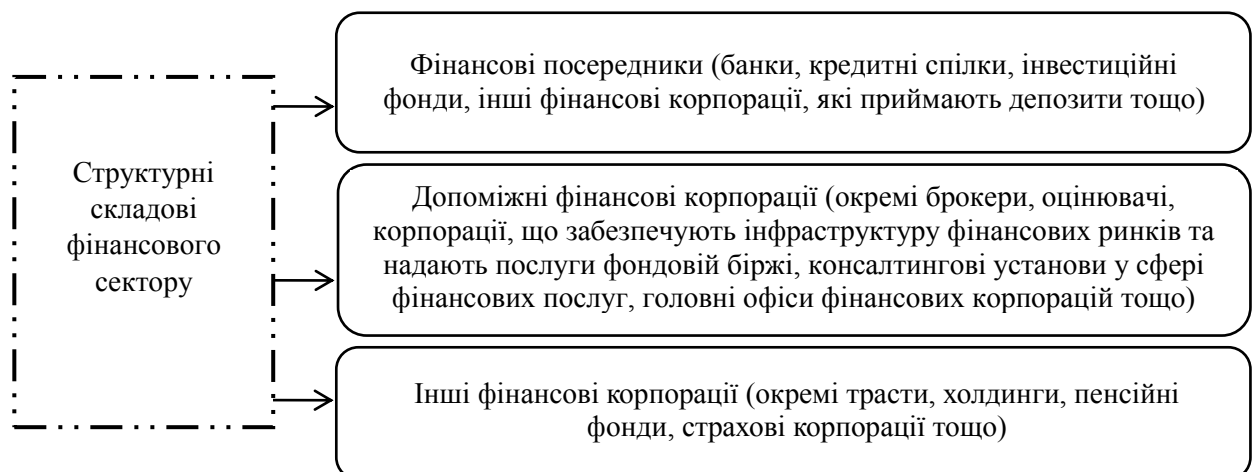


Рисунок 1.12 – Структура фінансового сектору відповідно до Системи національних рахунків та класифікації інституційних секторів економіки України (складено на основі [248; 567])

Грунтовна структуризація фінансового сектору економіки здійснена Ю. Коваленко [126]. Слід також відмітити широке застосування синергетичного підходу при дослідженні характеристик фінансового сектору [48; 79; 123; 272; 302; 318].

Підсумовуючи вивчення сутності та змістовних характеристик фінансового сектору, окреслимо його місце у фінансовій інфраструктурі.

Остання, як відомо, відіграє вагомую роль у забезпеченні руху фінансових ресурсів в економіці (рис. 1.13).

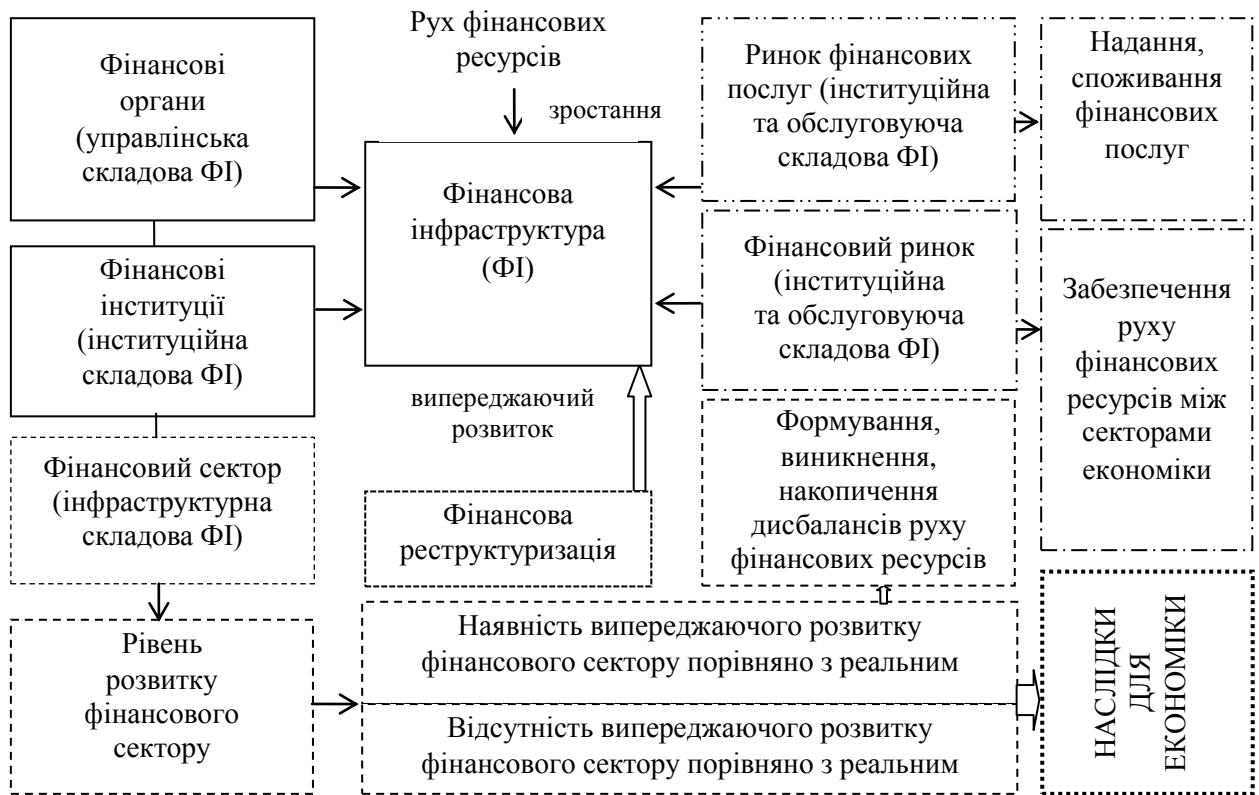


Рисунок 1.13 – Фінансова інфраструктура та її складові

(складено та доповнено на основі [21; 58; 94; 221; 234; 331; 333])

Сучасний етап розвитку економіки вимагає чіткої взаємодії її фінансового та реального секторів, особливості та тенденції функціонування яких визначають рівень, напрями та ефективність економічного розвитку країни. Це обумовлює необхідність приділення особливої уваги питанням взаємодії фінансового та реального секторів економіки.

Взаємодія фінансового та реального секторів економіки обумовлена однонаправленістю інтересів та цілей їх суб'єктів. Така взаємодія певною мірою визначає рівень економічного розвитку і такі важливі показники, як обсяг інвестицій, якість життя тощо. Існують окремі цілі, що виступають одночасно важливими для фінансового та реального секторів економіки, причому їх реалізація можлива виключно при тісній взаємодії цих секторів.

Як приклад, з точки зору розвитку реального сектора необхідні фінансові ресурси, які можливо отримати від фінансового сектору. Розширення обсягу активних операцій суб'єктів фінансового сектору здійснює вплив на підвищення доходів нефінансових компаній за рахунок емісії, окремих вкладень тощо. Нарощування обсягів операцій фінансового сектору напряду забезпечує безперервність процесу реального відтворення і об'єктивно ним обумовлено.

Дослідження взаємодії фінансового та реального секторів в контексті вивчення дисбалансів руху фінансових ресурсів, спричинених фінансіалізацією, є доволі важливим. Розглянемо надалі засади такої взаємодії у світлі економічних теорій.

У ході еволюції економічної теорії взаємодія фінансового та реального секторів досліджувалася Р. Гільфердінгом [460], Й. Шумпетером [365; 556], К. Марксом [210; 211], Дж. Кейнсом [118] та іншими представниками провідних наукових шкіл. Теоретичні засади взаємодії фінансового та реального секторів наведені у працях багатьох науковців, серед яких: Г. Барсегов [23], І. Богушов [30], Е. Галімова [58; 59], І. Левіна [185], С. Міщенко [221; 235], С. Науменкова [235], А. Пархоменко [255] та інші. Дослідження еволюції підходів до взаємодії фінансового та реального секторів дозволить узагальнити погляди різних економічних шкіл щодо трактування змістовних характеристик цих секторів, форм та цілей їх взаємодії.

Позитивний вплив фінансового сектору економіки на реальний відзначають у своїх роботах відомі науковці та політичні діячі. Американський політичний діяч А. Гамільтон у 1781 р. зазначав, що «банки – чудові механізми, які внесли свій вклад в економічний розвиток» [503, с. 32]. Про позитивний вплив фінансових інститутів на народне господарство зазначали У. Бейджхот [382], Й. Шумпетер [556] та інші. Також важливе значення фінансових інститутів в економічному розвитку країни ідентифікували багато відомих науковців, серед яких: Е. Шоу [453],

Р. Голдсміт [447], Р. Маккінон [513] та інші. Проте в наукових колах сформувалася й протилежна точка зору: деякі дослідники ставили під сумнів значимість фінансового сектору в забезпеченні економічного зростання. Ще у 1819 році Д. Адамс зазначав про негативну роль банків у розвитку як національного виробництва, так і розвитку нації [503, с. 32]. Нобелівський лауреат Р. Лукас також стверджував про значно перебільшену роль фінансового сектору в економічному розвитку [507, с. 3–42]. У науковій праці [545] зазначено, що фінансовий сектор є похідним від реальної економіки, а попит на фінансові послуги безпосередньо створює економічне зростання [545, с. 86]. Тобто фактично фінансовий сектор у цьому контексті не впливає на економічне зростання, а лише реагує на потреби реального сектору [503, с. 32; 545].

Поряд з цим варто зазначити, що більшість економістів дотримується першої з розглянутих точок зору, причому, починаючи з кінця ХХ ст., важливість фінансового сектору для забезпечення економічного зростання є безсумнівною.

На початку ХХ ст. Й. Шумпетер, представник неокласицизму, довів наявність позитивного впливу банків на рівень і темпи зростання національного доходу за рахунок спрямування коштів на реалізацію найбільш ефективних проектів. Він зазначав, що банки відіграють ключову роль в економічному зростанні, оскільки саме вони визначають, які компанії отримують фінансові ресурси [365; 556]. Сьогодні висновки Й. Шумпетера підкріплюються процесами взаємопроникнення фінансового та реального секторів економіки з чітко вираженим домінуванням першого. У минулі роки кон'юнктурні цикли були обумовлені коливаннями обсягу інвестицій у реальний сектор, проте сьогоднішній характер рецесій має ознаки фінансових криз [128, с. 4–5]. Отже, Й. Шумпетер підкреслював вплив банків на зростання продуктивності праці та технологічних змін [365; 556]. Одним із представників інституціоналізму був Т. Веблен [45], який різко критикував існування класу рантьє та виступав за радикальне реформування фінансової

сфери. Т. Веблен був прихильником індустріалізації та виступав за прискорення науково-технічного прогресу та зростання ролі інженерно-технічної інтелігенції, що суттєво зменшить розрив між фінансовим та реальним секторами економіки [45]. Р. Гільфердинг [460] ще більше 100 років тому назад передбачив глобальне розширення фінансового сектору та його домінування в економіці. Зокрема, у своїй праці «Фінансовий капітал», що була опублікована у 1910 р., він зазначав наступне: «банк може використовувати значні обсяги фінансових ресурсів для участі у спекуляціях на свою користь. Його численні зв'язки, що охоплюють велику кількість ринків, дозволяють проводити арбітражні операції, які приносять прибуток» [460]. Твердження Р. Гільфердинга повністю відповідали вченню марксистської школи. У одному з видань праці «Капітал» К. Марксом було зазначено про початок процесу роздвоєння фінансового та реального секторів внаслідок формування акціонерного та фіктивного капіталу [211, с. 440]. Важливо підкреслити, що такий вид капіталу не бере участі у створенні вартості, а лише спрямовується на отримання прибутку, що й призводить до відокремлення вартості та ціни. Інвестування грошових коштів у акції обов'язково пов'язане з ризиком та невиробничою спекуляцією [211]. Виходячи із зазначеного, К. Маркс стверджував, що достеменно оцінити фіктивний капітал неможливо, що робить його чутливим до коливань в економіці. Коротко підсумовуючи, зазначимо, що на сьогоднішній день фіктивний капітал став значно стабільнішим на ринку з огляду на розширення сфери впливу великих корпорацій та, як наслідок, ще більше відокремився від реальної економіки – від матеріальної сфери, де безпосередньо створюється вартість [211].

Вагомий внесок у розвиток досліджень щодо взаємозв'язку фінансового та економічного розвитку зробив Р. Голдсміт, зокрема його праця «Фінансова структура і розвиток», опублікована у 1969 р. [447]. На основі проведеного аналізу даних фінансових секторів 35 країн за період 1860–1963 рр., Р. Голдсміт встановив, що значні темпи економічного

зростання, як правило, обумовлюють відповідні темпи фінансового розвитку. Спостерігається однонаправленість цих темпів. Проте Р. Голдсміт не досліджував причинно-наслідкових зв'язків між секторами економік цих країн [447].

Варто звернути увагу на результати наукових розробок колективу вчених [402]. Зокрема, цими вченими було визначено, що фінансовий сектор розвивається відповідно до потреб нефінансових корпорацій, а стабільна та ефективна його робота у конкретні часові періоди помітно сприяє економічному зростанню [402]. Визначальним є факт, що саме на основі результатів наукової праці [402] було започатковано цілий спектр схожих досліджень [502; 522; 523; 550; 552], в яких вчені встановили, що території (на рівні штату або країни), де фінансовий сектор є більш структурованим та ефективним, згодом стали лідерами і в економічному розвитку. Варто також зауважити про ще один висновок науковців, який наголошує на тому, що високий рівень розвитку фінансового сектору здійснює позитивний вплив на розвиток нових компаній, а піднесення фінансових ринків прискорює зростання наукомістких галузей, а саме обчислювальної техніки, фармацевтики, точного машинобудування тощо, які потребують довгострокового зовнішнього фінансування. П. Руссо та Р. Сілла [550] дійшли висновку, що саме виникнення фінансових інструментів, інститутів і фінансових ринків відіграло головну роль у розвитку торгівлі та індустріалізації. Зокрема, досліджуючи «період Мейдзі» в Японії (1868–1884 рр.), П. Руссо доводить, що функціонування фінансового сектору спричинило бурхливий економічний розвиток цієї країни до Першої світової війни [552]. На початку 1990-х років Р. Кінг та Р. Левін продовжили дослідження Р. Голдсміта та опублікували роботу [473], в якій було досліджено індикатори фінансового розвитку 77 країн за період 1960–1989 рр. Науковці проаналізували вплив фінансового розвитку на темпи економічного зростання, нагромадження капіталу тощо. Побудовані в межах їх дослідження рівняння регресії засвідчили про високий рівень

прогнозованості показника фінансової глибини (відношення ліквідних пасивів фінансових посередників до валового внутрішнього продукту). Проте поряд з отриманими науковцями позитивними висновками про тісну взаємодію секторів економіки, незрозумілим залишився механізм передачі імпульсів з фінансового сектору в реальний [473, с. 717–737].

Особливої уваги потребує дослідження Т. Бека, Р. Левіна та Н. Лоайза, які визначали напрям впливу фінансового сектору на економіку [388]. Зокрема, ці вчені визначали вплив фінансового посередництва на норму заощадження, інвестиції, продуктивність праці тощо. Для дослідження було використано дані 63 країн за період 1960–1995 рр. За його результатами були ідентифіковані статистично значущі зв'язки між рівнем розвитку фінансового посередництва і зростанням реального валового внутрішнього продукту на душу населення, продуктивністю праці [388, с. 262–298]. Тобто отримані результати відповідають висновкам Й. Шумпетера, який вважав, що фінансові посередники сприяють економічному зростанню, насамперед, стимулюючи підвищення загальної продуктивності праці [556]. Отже, у більшості наукових праць вчених підтверджено взаємодію між фінансовим та реальним секторами економіки. Також слід відмітити, що численні дослідження стверджують про сприяння економічному розвитку активізації фінансового посередництва та стрімкого розширення фінансового сектору в цілому.

Узагальнивши підходи до ідентифікації взаємодії фінансового та реального секторів, можна виділити п'ять теорій в межах відомих економічних шкіл [45; 59; 118; 210; 211; 304; 460; 556].

Теорія фінансового капіталу, що виникла в межах класичної школи політекономії, розглядала взаємодію фінансового та реального секторів крізь призму участі у власності та проведенні кредитування. Найбільш яскравим представником даної економічної школи був А. Сміт [304], який і розробив теорію банків. Стосовно взаємодії фінансового та реального секторів економіки у контексті класичної школи слід виокремити: ключових суб'єктів

– фінансові посередники, фірми; інструмент – кредитування, мотив – забезпечення перерозподілу вже існуючих матеріальних цінностей у суспільстві. Розглядаючи взаємодію досліджуваних секторів економіки в межах марксистської школи, зазначимо наступне. Стосовно такої взаємодії у контексті марксизму слід виокремити: ключових суб'єктів – банки (як торговці позиковим капіталом), власники факторів виробництва (як представники промислового капіталу), інструмент – кредитування, мотив – забезпечення розширеного відтворення. У межах неокласичної школи виникла еволюційна теорія, що визначала взаємодію фінансового та реального секторів економіки через кредитування інновацій (інноваційні інвестиції). Найбільш відомим представником даної теорії був Й. Шумпетер [365; 556], який більшість своїх робіт присвятив інноваціям в економіці. Стосовно взаємодії фінансового та реального секторів економіки у контексті неокласичної школи слід виокремити: ключових суб'єктів – фінансові установи, фірми, домогосподарства, інструменти – кредитування, емісійне фінансування, мотив – використання кредитних грошей для провадження економічної діяльності. У кейнсіанській теорії взаємодія між досліджуваними секторами реалізувалась через інвестиції в корпоративні цінні папери, кредитування економіки. У свою чергу, фінансове кейнсіанство обмежувало таку взаємодію лише банківським сектором та кредитуванням. Стосовно взаємодії фінансового та реального секторів економіки у контексті кейнсіанства слід виокремити: ключових суб'єктів – фінансові посередники, фірми, домогосподарства, інструменти – кредитування, участь в капіталі, мотив – забезпечення короткострокового та довгострокового інвестування капіталу. Інституційно-еволюційна теорія, що виникла в межах двох шкіл еволюційної та інституційної економіки [319], взаємодію між досліджуваними секторами розглядала крізь призму кредитування, ринкового фінансування інновацій, інвестування в нові виробничі потужності. Отже, дана теорія поєднувала в собі ознаки двох теорій (інституційної та еволюційної), мала чітку інноваційну направленість,

відрізнялась більш широким трактуванням сутності фінансового та реального секторів економіки. Стосовно взаємодії фінансового та реального секторів економіки у контексті інституціоналізму слід виокремити: ключових суб'єктів – практично у такому ж складі, як і у розрізі кейнсіанства, інструменти – кредитування, участь у капіталі та інвестиціях, мотив – забезпечення ліквідності, зниження ризиків та усунення інформаційної асиметрії на ринку [45; 59; 118; 210; 211; 304; 460; 556].

Також доцільно приділити увагу визначенню ролі фінансового сектору економіки по відношенню до реального у межах економічних шкіл (рис. 1.14).



Рисунок 1.14 – Роль фінансового сектору економіки по відношенню до реального (погляд основних економічних шкіл)

Систематизацію теорій взаємодії фінансового та реального секторів здійснено шляхом виокремлення суб'єктів, інструментів і мотивів такої взаємодії (табл. 1.3).

Таблиця 1.3 – Взаємодія фінансового і реального секторів (погляд основних економічних шкіл)

Економічна школа	Взаємодія фінансового і реального секторів		
	Ключові суб'єкти	Інструменти взаємодії	Мотиви взаємодії
Класична	Фінансові посередники (банки), фірми	Кредитування	Забезпечення перерозподілу вже існуючих матеріальних цінностей у суспільстві
Марксизм	Банки (як торговці позиковим капіталом) та власники факторів виробництва (як представники промислового капіталу)	Кредитування	Забезпечення розширеного відтворення
Неокласична	Фінансові установи, фірми, домогосподарства	Кредитування та емісійне фінансування	Використання кредитних коштів для провадження економічної діяльності
Кейнсіанство	Фінансові посередники (банківські та небанківські установи), фірми, домогосподарства	Кредитування та участь у капіталі	Забезпечення короткострокового та довгострокового інвестування капіталу
Інституціоналізм	Фінансові посередники (банківські та небанківські установи), фірми, домогосподарства	Кредитування, участь у капіталі та інвестиціях	Забезпечення ліквідності, зниження ризиків та усунення інформаційної асиметрії на ринку

Це дало можливість сформувавши методологічний базис трансформації ролі фінансового сектору в економіці країни по відношенню до реального, розвинути теорію дисбалансів руху фінансових ресурсів. Підтверджено поступове зростання ролі фінансового сектору по відношенню до реального – від обслуговуючо-пасивної до відносно функціонально самостійної і автономної на основі систематизації поглядів науковців на склад суб'єктів, інструментів та мотивів взаємодії цих секторів.

Враховуючи вищезазначене, слід приділити окрему увагу особливостям розвитку фінансового та реального секторів економіки України. І разом з цим – виокремити характерні інструменти взаємодії цих секторів. Узагальнено можна стверджувати, що на сьогодні економіка України пройшла ряд етапів у власному розвитку, кожен з яких характеризується специфічними особливостями взаємодії її реального та фінансового секторів. Під час дослідження теоретичного підґрунтя взаємодії цих секторів економіки було встановлено, що даний процес відбувається на основі класичних фінансових інструментів: кредитування, участь у капіталі, залучення ресурсів, а наслідком надмірного їх використання є активізація спекулятивних процесів. Нижче наведено та охарактеризовано етапи розвитку фінансового і реального секторів економіки України, враховуючи критерії інституційно-правових умов.

Перший етап – зародження (1991–1994 рр.). Відбувалося становлення економіки України з її секторами. Поряд з цим формувалася законодавча база країни. Характерними були активні процеси перереєстрації та реорганізації банків. У цей період галузевий капітал (частка капіталу різних державних установ у капіталах комерційних банків) поступово замінювався ринковим (капітал компаній, акціонерних товариств тощо). У той час реальний сектор характеризувався значною нестабільністю, зокрема спостерігався дисбаланс між ключовими макроекономічними показниками, відбулося значне скорочення реального валового внутрішнього продукту на 14,2 % у 1993 році та 22,9 % – у 1994 році. Також варто зазначити, що більше 35 % інвестицій в Україні на цьому етапі спрямовувалося в промисловість [248]. У цей період характерним було скорочення частки державного капіталу у комерційних банках. Складна економічна ситуація на етапі зародження суттєво обмежувала ефективну взаємодію фінансового та реального секторів, визначивши лише єдиний інструмент такої взаємодії – участь у капіталі банків. Отже, базовою характерною ознакою етапу реформування була нестабільність економіки.

Другий етап – реформування (1994–2000 рр.). Характеризувався проведенням реформ для стабілізації ситуації в країні. Зокрема у цей період відбулося реформування банківської системи, що обумовило введення в обіг національної грошової одиниці – гривні та призвело до збалансування економічної ситуації в країні і притоку інвесторів на ринок (товарно-сировинний, фінансовий). 1997–1998 рр. можна вважати кризовими для України, оскільки відбувся значний спад в економіці (у 1996 р. значення показника зростання валового внутрішнього продукту складало -10 %, а частка проблемних кредитів сягала 65 %). За даними Національного банку України, на початок 1997 р. було зареєстровано 14 іноземних банків. При цьому у цей період на ринку створювались нові банки, активізувались процеси злиття та поглинання (на початку 1997 р. 25 банків перебувало у стадії реорганізації), що призводило до зміни власників банків та негативно впливало на довіру до банківських установ. Усе це підкріплювалося процесами ліквідації банків (32 із 195 банків було ліквідовано до початку 1997 р.), які розпочалися внаслідок їх неготовності до централізованого регулювання з боку НБУ. Також етап реформування характеризувався уповільненням темпів спаду національного виробництва. Так, наприклад, за 1995 рік реальний валовий внутрішній продукт зменшився на 12,2 %. Поряд з цим за період 1997–2000 рр. відбувалося підвищення обсягів кредитування реального сектору економіки на 61,57 %, причиною якого, скоріше за все, стало зростання потоків іноземного капіталу в Україну та активне застосування інновацій у бізнес-процесах [248]. Зростання обсягів активних операцій банків свідчило про розширення інструментів взаємодії фінансового та реального секторів економіки України, зокрема активно впроваджувався інструментарій кредитування. На етапі реформування інструментами такої взаємодії виступали кредитування та участь у капіталі банків. Характерними ознаками цього етапу було реформування секторів економіки, підвищення інвестиційної привабливості країни та активізація банківської діяльності.

Третій етап – піднесення (2000 – перша половина 2008 рр.). Цей етап характеризувався поживленням як економіки в цілому, так і її фінансового сектору зокрема. На початковому етапі піднесення відбулася ліквідація неконкурентоспроможних банків. Частка іноземного капіталу зросла з 13,3 до 35 %, що свідчило про інвестиційну привабливість економіки та виступало однією з причин відновлення кредитного процесу та буму на ринку. На етапі піднесення відбувалось також зростання обсягів кредитування, наданих у промисловість, в середньому на 150 %. В цілому за цей період кредитний портфель промисловості збільшився в 5 разів. При цьому варто зазначити, що темпи зростання кредитного портфеля в іноземній валюті значно перевищували темпи зростання обсягів наданих кредитів у національній валюті (160 % проти 140 %). Так, у структурі кредитного портфеля промисловості частка валютних кредитів у 2008 р. становила 60 % [93]. Варто зауважити, що для етапу піднесення характерним було суттєве збільшення обсягів операцій небанківських фінансових установ, які почали активно конкурувати з банками на ринку фінансових послуг. Поряд з цим спостерігалось збільшення обсягів капіталу банків, що сприяло стабілізації фінансового сектору в цілому [178; 192; 301]. В цілому етап піднесення характеризувався широким застосуванням інструментарію кредитування, залучення ресурсів реального сектору. При цьому зменшується роль такого інструмента взаємодії секторів, як участь у капіталі. Занадто високі темпи кредитування за рахунок надмірної пропозиції грошей, високий рівень присутності іноземного капіталу у фінансовому секторі поряд з іншими факторами призвели до кредитного буму на ринку, що, в свою чергу, стало однією з базових передумов виникнення фінансової кризи в економіці України. Отже, характерними ознаками етапу піднесення було поживлення економіки, подальше підвищення інвестиційної привабливості, зростання обсягів кредитування за рахунок надмірної пропозиції грошей та активізація діяльності небанківських установ.

Четвертий етап – кризовий (друга половина 2008–2010 рр.). Характеризувався суттєвим зменшенням кредитної активності банків, а також уповільненням темпів економічного зростання. Так, на кризовому етапі обсяг наданих коротко- та середньострокових кредитів зменшився на 4,7 %, а довгострокових – на 17,3 %. Як наслідок зниження активності окремих суб'єктів реального сектору, зростання курсів валют за період 2008–2009 років призвело до зменшення ресурсного потенціалу банківських установ та зростання питомої ваги проблемних кредитів у їх портфелях [248]. На кризовому етапі відбувалося також зменшення частоти використання базових інструментів взаємодії фінансового та реального секторів вітчизняної економіки (кредитування, залучення ресурсів реального сектору). Отже, характерними ознаками кризового етапу було зменшення кредитної активності суб'єктів фінансового сектору та падіння темпів економічного зростання.

П'ятий етап – посткризовий (2010–2013 рр.). Починаючи з 2010 року, ключові показники фінансового та реального секторів економіки України почали демонструвати позитивні зрушення. Зокрема, спостерігалось відновлення обсягів виробництва окремих суб'єктів реального сектору, обсягів кредитування банками, проте рівень розвитку вітчизняної економіки не досяг докризового рівня. Також необхідно зазначити про активну кредитну політику у посткризовий період як банків, так і небанківських установ. За підсумками 2012 р., окремі суб'єкти фінансового сектору вперше за останні роки показали прибуткові результати власної діяльності при стабільному збільшенні обсягів їх активів. Поряд з цим, незважаючи на активний розвиток фінансового сектору, характерним для посткризового етапу було уповільнення темпів економічного зростання. Так, зменшення обсягу валового внутрішнього продукту відбувалося починаючи з III кварталу 2012 року. Також варто зазначити про зниження притоку іноземних інвестицій у фінансовий та реальний сектори економіки: за 2012 рік їх обсяг зменшився на 7,1 % порівняно з 2011 роком [248]. В цілому посткризовий

етап характеризувався різноспрямованістю векторів розвитку реального та фінансового секторів економіки України. Інструментами взаємодії цих секторів виступали: кредитування, залучення ресурсів реального сектору, участь у капіталі суб'єктів фінансового сектору. Отже, характерними ознаками посткризового етапу було відновлення ключових показників фінансового сектору та гальмування темпів розвитку реального сектору.

Шостий етап – спад (2013–2014 рр.). Характеризувався різким уповільненням практично всіх показників розвитку економіки. На початку 2014 р. банківська система зазнала суттєвих проблем з ліквідністю внаслідок значного скорочення обсягу залучених ресурсів від реального сектору, що стало причиною майже повного призупинення процесу кредитування. Також однією з причин став різкий спад платоспроможності позичальників, що призвело до збільшення частки прострочених кредитів у портфелях банків на 2 % станом на 01.05.2014 порівняно з 01.01.2014 [248]. Щодо стану економіки України, відбулося суттєве скорочення експортно-імпортних операцій з Росією. На етапі спаду спостерігалася обернена тенденція, за якої падіння обсягів виробництва призвело до гальмування розвитку фінансового сектору. Інструментами взаємодії фінансового та реального секторів виступали ті ж самі, що і на кризовому етапі.

В цілому, досліджуваним вище секторам економіки властива цілісність, системність, ієрархічність структури [25; 56; 58; 104; 221].

Таким чином, було розглянуто сутність, структуру фінансового і реального секторів економіки та проаналізовано генезис наукової думки щодо їх взаємодії. Набула розвитку систематизація теорій взаємодії фінансового та реального секторів, що здійснено шляхом виокремлення суб'єктів, інструментів і мотивів такої взаємодії. Це дало можливість сформулювати методологічний базис трансформації ролі фінансового сектору в економіці країни по відношенню до реального від обслуговуючо-пасивної до відносно функціонально самостійної та автономної, розвинути теорію дисбалансів руху фінансових ресурсів.

1.3 Поняття, джерела виникнення і поширення, специфіка прояву фінансіалізації

Процеси трансформаційного характеру з плином часу зумовлювали зміну типів економік. Як відомо, спочатку відбувся перехід від доіндустріальної економіки до індустріальної, а згодом і до постіндустріальної. Для останньої характерними рисами є динамічне зростання її секторів, розгалужена їх структура. Певною стадією цього типу економіки виступає фінансова, для якої властивий випереджаючий розвиток фінансового сектору порівняно з реальним. Вищезазначені типи економік характеризуються специфікою руху фінансових ресурсів. Зміна структури економіки, як вже було встановлено вище, обумовлює трансформації механізму руху таких ресурсів. Загалом фінансові ресурси у забезпеченні розвитку країни відіграють фундаментальну роль, а їх безпосередній рух є об'єктивним. Без таких ресурсів в економіці не є можливими процеси суспільного відтворення. Фінансові потоки як спрямований рух фінансових ресурсів у ході трансформації економіки націлені на забезпечення саме її цілісності. Зазначимо додатково, що рух фінансових ресурсів забезпечується відповідною інфраструктурою у рамках тієї чи іншої економіки країни. Отже, зміна типу економіки з індустріального на постіндустріальний базувалася на відносному вирівнюванні значущості сфер матеріального та нематеріального виробництв, зростанні вартості нематеріальних активів, появі інноваційних форм капіталу, порушенні принципу еквівалентності відносин тощо. Це призвело до зростання обсягу фінансових потоків в економіці, що мало певні наслідки. Вони обумовили модифікацію рівня суспільного виробництва, трансформаційні процеси структури економіки (зростання фінансової інфраструктури та відповідне посилення ролі фінансового сектору поряд з іншими секторами, деформаційні процеси у накопиченні елементів національного багатства, посилення волатильності фінансових потоків

внаслідок окремих чинників). Економіка постіндустріального типу є структурно доволі розгалуженою, характеризується значними темпами науково-технічного прогресу, зростанням трансакційних витрат, посиленням ролі менеджменту за окремими напрямками. Така економіка з'явилась завдяки активному посиленню технологічного розвитку, а у її рамках відбулася зміна структури суспільства, фундаментальним фактором виробництва став кваліфікаційний рівень працівника, розширилася сфера послуг. Поряд з цим відбувалися процеси деіндустріалізації та реіндустріалізації, посилювалася роль наукових розробок, знижувався рівень зайнятості, зменшувалась частка промисловості у валовому внутрішньому продукті [5; 21; 24; 31; 58; 62, с. 15–20; 108; 171; 186, с. 156; 224; 227, с. 251–254; 229, с. 26–37; 237, с. 129–135; 245, с. 31–42; 324; 334].

Підсумовуючи вищезазначене, можна виокремити характерні риси економіки, в якій виникає фінансіалізація.

По-перше, випереджаюче зростання вартості нематеріальних активів порівняно з матеріальними. Сфера нематеріального виробництва домінує над сферою матеріального. Відбувається й відповідне домінування капіталів.

По-друге, прискорений розвиток фінансової інфраструктури.

По-третє, ускладнення економічних відносин, виникнення нових організаційно-економічних форм бізнесу та суспільних інститутів, поширення впливу інновацій на сфери виробництва (матеріальну, нематеріальну), зокрема сферу фінансових послуг, зростання обсягу фінансових потоків тощо.

Особливості виникнення фінансіалізації наведено на рис. 1.15.

Розглянувши окремі передумови виникнення фінансіалізації, перейдемо до більш детального вивчення її сутнісних характеристик. Підґрунтя вивчення фінансіалізації, дослідження окремих сфер її впливу знаходимо у працях зарубіжних та вітчизняних вчених [174; 238; 239; 288; 323; 325; 334; 338; 463; 580] тощо.



Рисунок 1.15 – Перехід до фінансової економіки та виникнення фінансіалізації (складено та доповнено на основі [108; 224; 229; 245])

Феномен фінансіалізації розвинувся із теорій щодо місця фінансового сектору в загальному розвитку економіки. Залежність прибутків суб'єктів реального сектору економіки від фінансової діяльності з кожним роком все збільшується. Це підтверджується зміною концепції «управлінського капіталізму», за якого доходи від інвестицій формувалися за рахунок створеної вартості, на концепцію «фінансового капіталізму», коли дохід окремих суб'єктів економіки формується за рахунок фінансових стратегій [387]. Підходи зарубіжних та вітчизняних учених до визначення сутності поняття «фінансіалізація» наведено у табл. 1.4.

Таблиця 1.4 – Систематизація підходів науковців до визначення сутності поняття «фінансіалізація»

Вчені, [джерело]	Сутність поняття «фінансіалізація»
Р. Бетт [387]	Процес, коли зовнішні фактори впливають на внутрішні стратегії діяльності та фінансові результати нефінансових компаній. При цьому фінансовий сектор – це основний організатор реального сектору економіки
О. Охангазі [528]	1) Зростаюча роль фінансових операцій в загальній економічній діяльності суб'єктів. 2) Залежність від фінансових корпорацій з позицій доступу до капіталу та інвестицій в активи
Г. Кріппнер [491]	Нагромадження прибутку за допомогою відсотків, дивідендів та доходів від приросту капіталу, на відміну від торгівлі і виробництва
Е. Штокхаммер [565]	Збільшення частки фінансового сектору в економіці, посилення ролі акціонерної вартості, зростання заборгованості домогосподарств; зростання активності нефінансових корпорацій на фінансових ринках
Г. Епштейн [429]	Зростаюча роль фінансових мотивів, ринків, інституцій в окремій країні та в міжнародному масштабі
У. Мілберг [517]	Зростання розриву в прибутковості вкладень у реальний та фінансовий сектори на користь фінансового
Г. Магдоф та П. Свізі [508]	Системна трансформація зрілих капіталістичних економік: прибутковість виробничої діяльності знижується, тому активізується фінансово-господарська діяльність
У. Лазонік та М. О'Салліван [499]	Переважання акціонерної вартості як форми корпоративного управління, що обумовлює виникнення конфлікту між короткостроковими інтересами акціонерів та довгостроковими, орієнтованими на зростання, інтересами менеджерів
Дж. Смізін [560], О. Охангазі [527], Т. Пеллі [531]	Підвищення ролі рента, процентних платежів та дивідендів, що призводить до відволікання коштів з виробничої сфери
К. Філіпс [534]	Стрімкий розвиток фінансової торгівлі, пов'язаний з виникненням та поширенням нових фінансових інструментів
Дж. Аррігі [380]	Отримання прибутку відбувається частіше через фінансові канали, а не за рахунок торгівлі і виробництва
П. Дос Сантос [424], С. Лапавітсас [498]	1) Прямий доступ до ринків грошей та капіталу нефінансових корпорацій з метою отримання фінансування. 2) Діяльність банківських установ спрямована на нефінансові корпорації та домогосподарства

Продовження табл. 1.4

Вчені, [джерело]	Сутність поняття «фінансіалізація»
В. Лук'янов [195]	Процес фінансової глобалізації та результат його впливу на національні економіки
Ю. Осік [246], Н. Щепочкіна [366]	Процес, який характеризується: 1) переважанням фінансових угод у загальній структурі відносин; 2) підпорядкуванням реального сектору економіки фінансовому

Аналіз запропонованої у табл. 1.4 систематизації підходів вчених до ідентифікації сутності поняття «фінансіалізація» дозволяє стверджувати, що це багатоаспектна та полісистемна категорія, яка використовується з метою демонстрації випереджаючого зростання фінансового сектору в економіці. Поряд з цим на сьогоднішній день не існує загальноприйнятого визначення терміну «фінансіалізація». Узагальнення ключових характеристик у рамках позицій вчених до трактування змісту поняття «фінансіалізація», представлених в табл. 1.4, дало можливість виокремити щонайменше п'ять підходів до визначення його сутності:

1) акціонерний підхід – фінансіалізація як категорія, що визначає орієнтацію на акціонерну вартість як режим корпоративного управління (У. Лазонік та М. О'Салліван [499]) та зростання ролі банків в економіці (Дж. Смізін [560], О. Охангазі [527], Т. Пеллі [531]);

2) внутрішньогосподарський підхід – фінансіалізація як процес впливу на функціонування компаній (Р. Бетт [387]), трансформації економіки (Г. Магдоф та П. Свізі [508]);

3) гегемоністичний підхід – фінансіалізація як стрімке зростання частки фінансового сектору в економіці (Е. Штокхаммер [565], О. Охангазі [528], Г. Епштейн [429], В. Лук'янов [195]);

4) нагромаджувальний підхід – фінансіалізація як спосіб отримання прибутку та залучення інвестицій / як режим нагромадження коштів

(Г. Кріппнер [491], У. Мілберг [517], Дж. Аррігі [380], П. Дос Сантос [424], С. Лапавітсас [498]);

5) інноваційний підхід – фінансіалізація як процес активного розвитку фінансової торгівлі та розширення спектра фінансових інструментів (К. Філіпс [534], Ю. Осік [246], Н. Щепочкіна [366]).

У трактуванні поняття «фінансіалізація» спільним для всіх науковців є акцент на зростанні ролі фінансового сектору в економіці. У випадку країн Латинської Америки держава виступає локалізатором процесу фінансіалізації. При цьому фінансова діяльність урядів, особливо на кредитному ринку, відповідно до значної емісії казначейських боргових зобов'язань, тісно пов'язана із логікою використання приватного капіталу в епоху неолібералізації [500]. Отже, досліджуваний термін характеризує активізацію фінансової діяльності.

Група вчених, а саме Дж. Смізін [560], О. Охангазі [527], Т. Пеллі [531], У. Лазонік та М. О'Салліван [499], Г. Кріппнер [491], У. Мілберг [517], Дж. Аррігі [380], П. Дос Сантос [424], С. Лапавітсас [498], що орієнтуються на акціонерну вартість, під час розкриття сутності фінансіалізації ґрунтуються на філософії рантиє або на засадах нагромадження фінансових ресурсів. Варто зауважити, що акціонерний підхід з'явився першим та має історичне підґрунтя, яке використовується у подальших дослідженнях феномена фінансіалізації. У межах даного підходу вчені досліджують який саме тиск здійснює фінансовий сектор економіки на нефінансові корпорації, на прийняття менеджерами управлінських рішень, особливо у контексті збільшення акціонерної вартості. Також увага у дослідженнях вчених зосереджується саме на шляху створення акціонерної вартості за рахунок переорієнтування грошових потоків. Як режим нагромадження, фінансіалізація має перерозподільний характер [582]. Започаткування досліджуваного підходу було обумовлено розвитком агентської теорії, запропонованої наприкінці 1970-х років [421, с. 29–64], яка визначає інтереси акціонерів первинними (при цьому стратегія корпоративної ефективності

спрямована на здатність максимізувати дивіденди та тримати ціни на акції на високому рівні) [438]. Отже, підсумовуючи, зазначимо, що ключовою відмінністю між функціонуванням компаній на засадах панування акціонерної вартості та без врахування цих засад є те, що фінансові результати діяльності не реінвестуються у виробничі потужності компаній, а розподіляються між акціонерами через виплату дивідендів та викуп акцій [499, с. 13–35]. Це має згубні наслідки для соціальної сфери, оскільки суттєво обмежує зростання заробітних плат працівників та покращення умов праці.

Внутрішньогосподарський підхід передбачає ідентифікацію впливу процесу фінансіалізації на функціонування компаній, а також на поведінку домогосподарств. Фінансова лібералізація та полегшення доступу до фінансових ресурсів спричинили появу споживчого буму на ринку, що, як відомо, мало наслідки в іпотечному сегменті (криза 2007–2008 рр.). Також процес фінансіалізації дозволив всім компаніям розширити обсяг інвестування у різні сегменти фінансового сектору економіки. Стосовно компаній процес фінансіалізації найбільше вплинув на внутрішній оборот капіталу, який перетікає з наукоємних сегментів діяльності до тих, які у короткий проміжок часу дозволяють отримати прибутки – операції з фінансовими інструментами.

Стосовно гегемоністичного підходу зазначимо наступне. Найбільш поширеним у літературі є визначення фінансіалізації Г. Епштейна [429], який стверджував про підвищення ролі фінансових ринків та суб'єктів у глобальному вимірі. Г. Кріппнер [491, с. 173–208] вважає фінансіалізацію головним каналом отримання прибутку. Цей підхід отримав назву «гегемоністичний», оскільки акумулює результати наукових досліджень вчених щодо зростаючої ролі фінансового сектору в економіці як в межах окремих країн, так і у глобальному вимірі, проте поза увагою залишається розкриття механізму виникнення фінансіалізації. Демократизація фінансових відносин внаслідок фінансіалізації призвела до розширення доступу до фінансових продуктів для більшості населення та класу осіб, які не належать

до рантьє [432, с. 553–575]. Також у контексті гегемоністичного підходу необхідно зауважити, що процес фінансіалізації суттєво вплинув на динаміку зростання економік розвинутих країн протягом останніх десятиліть, проте для економік країн, що розвиваються, даний процес обумовив підвищення рівня безробіття, нерівномірність розподілу доходів населення. Усе це дозволяє зробити висновок про дуалістичність фінансіалізації. Так, з одного боку, деякі країни демонстрували значні притоки капіталу, в результаті чого відбувалося стрімке економічне зростання, проте й надування бульбашок як на кредитних ринках, так і на ринках нерухомості (США, Ірландія, Іспанія, Португалія, Ісландія) [376]. З іншого боку, окремі країни (Німеччина, Нідерланди, Австрія, Японія) в умовах фінансіалізації вибудовували власну модель зростання на базі експорту з обмеженим інвестуванням, споживанням та темпами зростання валового внутрішнього продукту, а також з позитивним сальдо торговельного балансу, що й використовувався для фінансування бульбашок у інших країнах.

Нагромаджувальний підхід зосереджує увагу на прибутковості діяльності, що формується переважно за рахунок фінансових активів. Така діяльність передбачає передачу грошових коштів за умови отримання очікуваних відсотків, дивідендів, приросту капіталу. У даному контексті окремо варто відзначити внесок вчених П. Дос Сантоса [424, с. 180–213] та С. Лапавітсаса [498, с. 114–148], які у власних наукових працях визначили, що усі перетворення на шляху до фінансіалізації є неможливими без лібералізації, дерегулювання економіки, приватизаційних процесів, що є характерним для економік більшості країн світу протягом останніх десятиліть.

Стосовно інноваційного підходу слід зазначити наступне. Він характеризується бурхливим розвитком інновацій на ринку фінансових послуг, що призвело до стрімкого розширення спектра фінансових інструментів. Застосування фінансовими інституціями цих інструментів обумовило розширення для суб'єктів кордонів доступу на ринок та, як

наслідок, дозволило збільшувати кількість активних операцій, особливо з використанням фіктивного капіталу. Також однією з характерних рис даного підходу є можливість уникнення регуляторних заходів з боку держави внаслідок провадження діяльності з новими фінансовими інструментами.

Варто зауважити, що для економік країн, які розвиваються та характеризуються певною волатильністю, процес фінансіалізації має ряд негативних аспектів. Світова фінансова криза 2007–2008 рр. трактується вченими як кульмінація цього процесу, де лібералізація потоків капіталу призвела до дисбалансів в економіках, надування бульбашок, волатильності обмінних курсів та, у підсумку, до збільшення вразливості економік [314; 501]. Застосування компаніями фінансових моделей ведення бізнесу призвело до того, що капітальні інвестиції стали більш ліквідними за вкладення в основні засоби, тобто нерозподілений прибуток використовувався для зворотного викупу акцій, а не інвестицій у інновації та розвиток. У цьому контексті ідея праці як «квазі-фіксованого» активу [526] або людського капіталу як цінності втрачає свою актуальність, оскільки інвестиції на його розвиток є мінімальними. Усе це зумовило стрімке розширення міжнародної конкуренції та проблем з працевлаштуванням громадян всередині окремих країн, на які компанії відреагували вилученням капіталу з виробничої сфери та вкладанням його у фінансову. У роботі [500] науковцями було встановлено, що процес фінансіалізації здійснює найбільш вагомий вплив на: темпи економічного зростання та рівень зайнятості у зв'язку зі скороченням інвестицій у виробництво; темпи інформалізації трудового капіталу, знижуючи їх, поряд із постійним прагненням наростити акціонерну вартість; результативність державної політики; концентрацію доходів окремих суб'єктів економіки, сприяючи їх підвищенню тощо [500]. Зазначимо, що на початку XXI ст. термін «фінансіалізація» використовувався більшістю вчених для опису переходу від індустріального до фінансового капіталізму. Ключовими перевагами процесу фінансіалізації стали: підвищення ринкової конкурентоздатності; покращення якості бізнесу за

рахунок імплементації міжнародних стандартів, що дозволило посилити його стійкість до впливу зовнішніх шоків; впровадження нових фінансових інструментів, які ефективно використовуються дотепер; зниження бар'єрів на шляху залучення вільних на ринках фінансових ресурсів.

Підсумовуючи зазначене вище, можна стверджувати, що жоден із підходів (акціонерний, нагромаджувальний, внутрішньогосподарський, гегемоністичний, інноваційний) не розкриває повністю глибинний зміст поняття «фінансіалізація» та враховує лише один (або ж декілька) аспектів її прояву в економіці. Саме тому у межах даного дослідження пропонується наступне розуміння поняття «фінансіалізація»: процес стрімкого розширення частки фінансового сектору в економіці, що обумовлений швидкими темпами впровадження фінансових інновацій, перетіканням капіталу з реального у фінансовий сектор та характеризується зростанням кількості операцій з фіктивним капіталом і лібералізацією фінансових відносин. На відміну від інших понять, авторському визначенню фінансіалізації притаманна системність за рахунок чіткої структурованості, взаємопов'язаності сукупності елементів та відносин. Запропоноване авторське поняття «фінансіалізація» має комплексний характер, оскільки враховує:

- макро- та мікроекономічний рівні впливу процесу фінансіалізації (його розповсюдження як на рівні глобальної та національної економік, так і на рівні окремих компаній). Прояви фінансіалізації мають місце й на мезо- та мегаекономічних рівнях;
- об'єктну характеристику (акціонерний капітал / вартість, дохід ргантьє, фінансові потоки, прибуток в цілому);
- процесну складову (розширення частки фінансового сектору в економіці);
- еволюційно-інноваційний характер розвитку (активне впровадження фінансових інновацій);
- загострення конкуренції між фінансовим та реальним секторами економіки за фінансові ресурси (рис. 1.16).

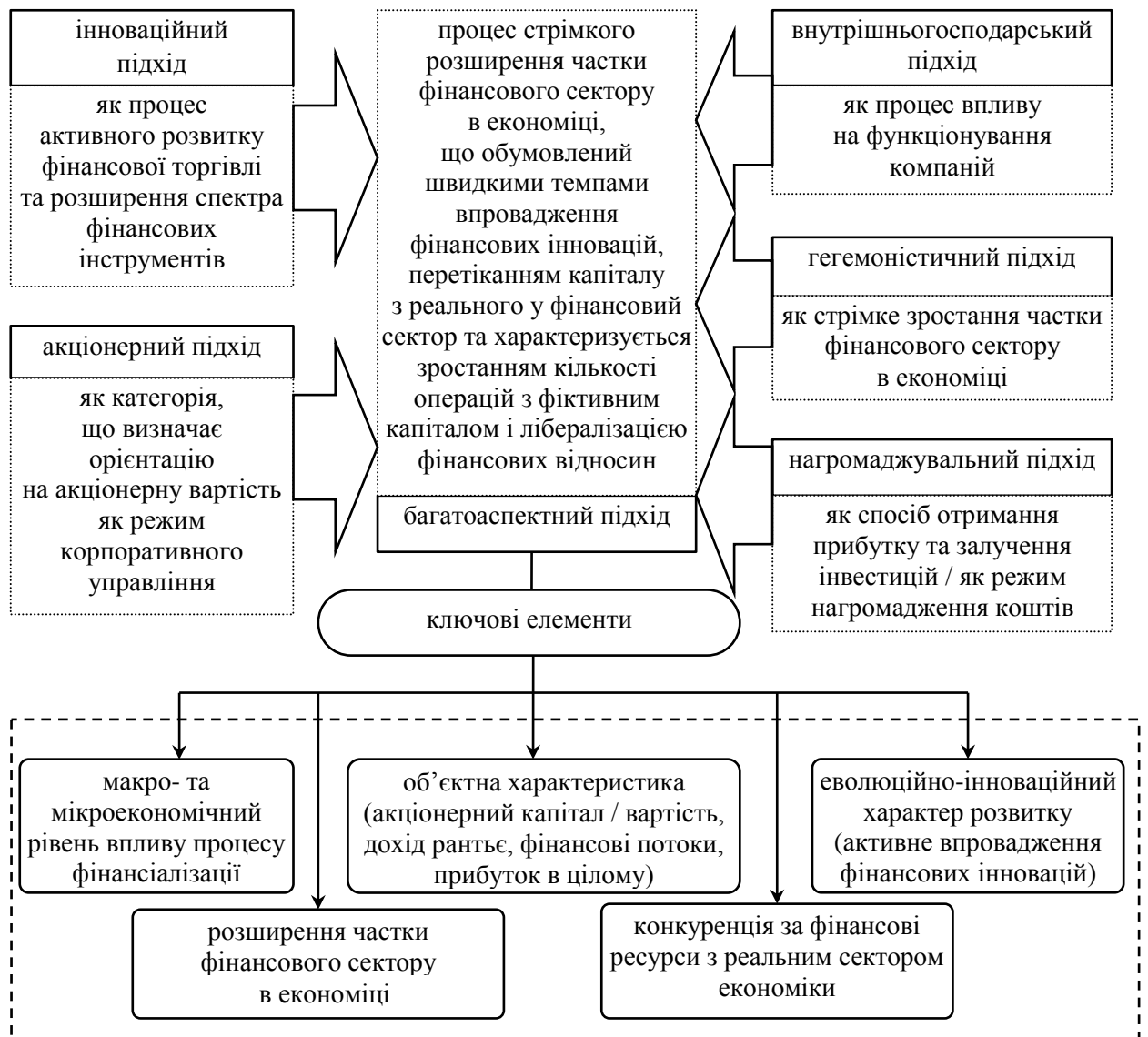


Рисунок 1.16 – Підходи до розкриття сутності поняття «фінансіалізація»

Отже, набула розвитку змістовна інтерпретація поняття «фінансіалізація», що здійснена з виокремленням акціонерного, інноваційного, нагромаджувального, внутрішньогосподарського та гегемоністичного підходів, завдяки чому обґрунтовано багаторівневність прояву та визначено джерела виникнення і поширення фінансіалізації. Перехід до фінансової економіки має явний характер не лише в розвинутих країнах, а й у країнах, що розвиваються. Наведені вище трактування поняття «фінансіалізація» характеризують її у широкому розумінні. У такому розумінні фінансіалізація означає домінування ролі фінансового сектору над реальним з позиції забезпечення економічного розвитку країни. Розкриття змісту даного поняття

дозволило: 1) ідентифікувати ключові аспекти змін, що відбуваються внаслідок фінансіалізації; 2) врахувати можливі напрями імплементації цього феномена у різні сфери, що, безумовно, має поглибити теоретичні і практичні знання щодо процесу фінансіалізації. Тлумачення поняття «фінансіалізація» є важливим завданням як під час проведення комплексного аналізу стану економіки, так і при плануванні та реалізації стратегій державної політики та компаній. Виникнення фінансіалізації, з одного боку, пов'язане з переорієнтацією менеджменту на використання акціонерної вартості як критерію успішності корпоративного управління, а з іншого, – активним розвитком торгівлі фінансовими інструментами та розширенням їх спектра. Наслідки фінансіалізації можна спостерігати на наступних рівнях: окремих індивідуумів з домінуванням фінансових мотивів; компаній – зростання активності на фінансових ринках; економік – стрімким розширенням частки фінансових секторів, швидкими темпами впровадження фінансових інновацій, перетіканням капіталу з реальних секторів у фінансові, зростанням кількості операцій з фіктивним капіталом на фоні лібералізації фінансових відносин.

Таким чином, було поглиблено розуміння змісту поняття «фінансіалізація», визначено джерела виникнення і поширення та обґрунтовано специфіку прояву фінансіалізації. Встановлено: 1) індивідуальні і суспільні джерела виникнення та поширення фінансіалізації (на основі акціонерного та інноваційного підходів); 2) специфіку прояву фінансіалізації на мікро-, мезо-, макро- та мегаекономічному рівнях (на основі нагромаджувального, внутрішньогосподарського та гегемоністичного підходів). У широкому розумінні фінансіалізація означає домінування ролі фінансового сектору над реальним з позиції забезпечення економічного розвитку країни. Фінансіалізацію доцільно розглядати як процес. Джерела виникнення фінансіалізації обумовлені як індивідуальними, так і суспільними змінами щодо місця та значення фінансових активів у задоволенні життєвих потреб. Наслідки фінансіалізації можуть мати прояв на різних рівнях.

1.4 Економічна природа формування та особливості дисбалансів руху фінансових ресурсів внаслідок фінансіалізації економіки

Однією з характерних рис фінансіалізації є циклічність її процесу у світовому масштабі. Особливий інтерес у даному аспекті викликає праця Джованні Аррігі «Довге двадцяте століття: гроші, влада та витoki нашого часу» [380], в якій ґрунтовно аналізується стан і розвиток світової економіки впродовж декількох століть. Дж. Аррігі вводить поняття «системний цикл нагромадження капіталу», сутність якого полягає у проходженні економічного розвитку через такі етапи: торговельна експансія та отримання надприбутків, відтік капіталу з торговельної у фінансову сферу, фінансова експансія, загострення конкурентної боротьби, криза [9]. Дане поняття є розвитком моделі Г. Менша [516]. Системний цикл нагромадження капіталу Дж. Аррігі хоча й базується на моделі Г. Менша, проте охоплює значно вищий рівень економічних відносин та складається із сукупності фаз неперервних змін в одному напрямку. Ключовою відмінністю системних циклів нагромадження капіталу виступає розгляд не окремої національної економіки або галузі, а світової економіки в цілому протягом всього періоду її існування. Слід також відмітити наукову працю вчених [399], в якій було чітко визначено, що усі великі торговельні експансії капіталістичної світової економіки досягали стану зрілості і, як наслідок, фінансової експансії. Початок фінансової експансії ініціювався саме тоді, коли провідні суб'єкти (компанії) торговельної експансії змінювали напрямок власної діяльності з торгівлі товарами на торгівлю грошима [399]. Відправною точкою у дослідженні системних циклів нагромадження капіталу Дж. Аррігі є торговельна експансія XIII ст. та активізація укладання фінансових угод, яка почалася одразу за нею у кінці XIII – на початку XIV ст. [380]. Саме у цей період часу відбувалося зародження установ першого системного циклу нагромадження капіталу та ключових ознак подальшої фінансової експансії.

Отже, засади існування економіки сучасного світу почали формуватися з XIII ст., а центром та головним джерелом фінансової експансії у ті часи був північноіталійський капіталістичний анклав [9; 380]. Не ставлячи за мету дослідити сутність та особливості існування міст-держав того часу та організації торгівлі між ними, зупинимося на розкритті ретроспективних засад становлення процесу фінансіалізації економіки.

Загострення торговельної експансії у кінці XIII – на початку XIV ст. створило передумови для зародження нового класу «фінансових олігархів», витоки яких пішли з Флоренції. Саме тут спостерігався розквіт банківських домів у XIV ст., а локомотивом їх розвитку і збагачення стала вовняна промисловість. Стан міждержавних відносин у той період був дуже нестабільним, оскільки на Заході Європи активізувався процес зародження нових держав, які формували постійний попит на мобільний капітал, загострювалася міжкапіталістична конкуренція внаслідок призупинення євразійської торговельної експансії. Також, причинами цього стала боротьба між країнами «старої» Європи: англо-французька столітня війна (1337–1453 рр.), Велика схизма (розкол папства у період 1378–1417 рр.), спалахи анархії на Іберійському півострові, а також затяжні війни в Північній Європі [9; 380]. Усі зазначені вище події негативно вплинули на флорентійську вовняну промисловість та призвели до її занепаду. У даному контексті особливий інтерес викликає логіка дій підприємців, яка, як свідчить досвід, залишається незмінною до сьогодні. Відомо, що інвестування у виробництво та торгівлю здійснюється до тих пір, поки результатом таких інвестицій є прибуток, що покриває рівень ризиків і витрат та компенсує їх власникам відсотки, які можна було б отримати від фінансових угод. Проте, як і сьогодні, у той час збільшення тиску з боку конкурентів через торговельну систему обумовлювало підвищення рівня ризиків, що спричинило масштабний вихід капіталу зі сфери виробництва, купівлі і продажу товарів та спрямування його у більш гнучкі форми інвестицій (перш за все, у фінансування внутрішніх та зовнішніх державних позик) [9]. Піком

перетікання інвестицій з виробничої сфери у фінансову став кінець XIV ст. [380]. Майже півстоліття тривало правління багатих сімей купців, що й окреслило межі панування фінансової олігархії. Найбільш яскравим представником даного класу того часу був банківський дім Лоренцо Медічі, якому вдалося нагромадити найбільший обсяг капіталу та, у підсумку, встановити монархічне правління. Банкір Л. Медічі мав широку мережу «кореспондентів» та відділень у більшості європейських країн, що дозволяло дотримуватися стратегії нагромадження, пріоритетом якої були фінансові угоди з урядом [512]. Усе це дозволяє стверджувати про наявність ознак фінансіалізації. У ті часи відмова від операцій з реінвестування капіталу у виробництво та його розширення дозволяла Л. Медічі контролювати флорентійський робочий клас та деякі європейські країни, які потребували його фінансової підтримки; за рахунок підтримки дефіциту капіталу на ринку – стримувати міжкапіталістичну конкуренцію. Усе це обумовлювало все більшу участь будинку Л. Медічі в політиці та, у підсумку, призвело до занепаду торговельних (внаслідок несприятливого клімату) та фінансових компаній (внаслідок неповернення боргів урядами більшості країн) [9; 512]. Варто наголосити, що приклад будинку Л. Медічі є одним із найбільш відомих, проте аналогічна ситуація спостерігалася і в інших країнах світу.

Період, який вплинув на формування у майбутньому процесу фінансіалізації економіки, датувався серединою XV ст. – XVI ст. й характеризував початок першого (генуезького) системного циклу нагромадження капіталу. Саме у цей період світова економіка переживала кризу, яка частково була викликана нестабільністю валютних відносин. Наприклад, у Генуї банкіри-купці дійшли висновку, що для ефективного нагромадження капіталу необхідно забезпечити доступність «добрих грошей» (стабільна одиниця обліку для виміру доходів та витрат під час реалізації комерційних і фінансових операцій) [9; 380]. «Поточні гроші» в Генуї, як і в інших країнах світу, характеризувалися сильними коливаннями вартості, що не дозволяло точно визначитися зі збитковістю / прибутковістю

ведення бізнесу. Саме тому у 1447 р. була проведена грошова реформа, за якої вся документація велася відповідно до фіксованого вмісту металу в золотій монеті. Наслідком цієї реформи стала поява та розвиток монетарних інструментів [9; 428]. Також негативну роль в даному періоді відіграла криза капіталізму внаслідок краху торговельних мереж. Надмірне нагромадження капіталу та відсутність можливостей інвестувати кошти у розвиток торговельних мереж спричинили хвилю реструктуризації, яка, безумовно, мала наслідки, оскільки генуезькі купці-банкери перетворилися на могутній клас капіталістів Європи в XVI ст. Для цього століття також характерним є вибуховий характер самозростання капіталу. Наприклад, схема нагромадження грошей Фуггерів була наступною: прибутки від торгівлі металами спрямовувалися на кредити князям в обмін на право власності на копальні, яке, у свою чергу, дозволяло їм розширювати торгівлю металами та збільшувати прибутки [380; 428]. Кінцем XVI ст. – початком XVII ст. також частково формувався генуезький системний цикл нагромадження капіталу. Цей період характеризувався експансіями «великих відкриттів» та торговельною (іберійська торгівля з Азією та Америкою, запровадження прямого шляху між Європою та Індією (Ост-Індійська компанія)), що стало можливим за рахунок підвищення вартості золота [9]. Габсбурзький дефолт став причиною зосередження діяльності генуезьких купців-банкірів на фінансовому ринку, покинувши торгівлю, а пізніше вони стали банкірами Іспанської імперії. Саме цей перехід вважається розквітом генуезької епохи [398; 428]. Проте варто зазначити, що стратегія нагромадження капіталу генуезькими банкірами неминуче призвела до кризових явищ. Широкомасштабна матеріальна експансія європейської економіки в інші країни світу відбувалася за рахунок прокладення нових торговельних шляхів, але основою їх стали фінансові відносини, які контролювалися виключно генуезькими банкірами. Також генуезькі капіталісти проводили фінансові ярмарки – прообраз сучасної фондової біржі, проте на той час вони постійно змінювали місцезнаходження й охоплювали обмежену кількість угод. Їх

вплив був дуже відчутним під час об'єднання Іспанії, війни в Італії, релігійних війн в Німеччині та Нідерландах. Проте постійні видатки на військову справу, а також ослаблення Іспанської імперії під час війн призвели до загострення конкурентної силової боротьби, за рахунок якої, як і в ситуації з флорентійськими банкірами, сформували значний капітал нідерландські капіталісти [9; 398; 428].

Другий (нідерландський) системний цикл нагромадження капіталу охоплював XVII ст. – початок XVIII ст. У цей час сформувалася група капіталістів, яка оперувала домінуючим у ті часи монетарним інструментом – векселем. Хоча у цей період все ще активно розвивалася торгівля, більші прибутки приносили операції обміну різних валют за допомогою векселів. Формування «нації» капіталістів дозволило значно розширити сферу обігу векселів за рахунок тісної їх співпраці. Сутність взаємодії між такими «націями» була спрямована на мінімізацію фізичного переміщення грошей за рахунок максимізації можливостей покриття одних боргових зобов'язань іншими, а також розподіл ризиків під час угод [9;380]. Також ще однією характерною рисою цього етапу були затяжні військові конфлікти та зростання ролі Нідерландів на світовій арені, оскільки ця країна налагодила торгівлю зерном та кораблебудувальними матеріалами, необхідними для війн, з Балтикою. Проте, як і у попередньому циклі нагромадження, банкіри розуміли, що вкладення капіталу у розширення торгівлі призведе до падіння цін на ринках збуту та зростання закупівельних цін, саме тому кошти інвестувалися у активи, які приносили ренту [9; 516]. Отже, виник клас рантьє, який зберіг свої ознаки до сьогодні.

Стратегія нагромадження капіталу в Нідерландах базувалася на таких базових постулатах: 1) перетворення Амстердаму на центр світової торгівлі та центральний ринок грошей і капіталу; 2) створення великих акціонерних товариств, які отримували від Нідерландів привілеї на торговельну та військову монополію за кордоном. Слід також зазначити, що створення в Амстердамі постійно діючої фондової біржі у 1602 р. з часом дозволило

акумулювати великі обсяги «надлишкового» капіталу з усієї Європи для проведення різних операцій та укладання угод. У 1609 р. було створено *Wisselbank* – прообраз сучасного центрального банку. Вирішальну роль у становленні Амстердаму як світового фінансового центру відіграли акціонерні компанії за рахунок інвестицій та спекуляцій на біржі [380; 399]. Успіх нідерландських капіталістів та стратегія їх діяльності створили сприятливі умови для виникнення сил, які, у кінцевому підсумку, призвели до нездатності нідерландської системи до безперервної експансії. Більшість з них були «меркантилісти». Їх ера домінування почалась з кінця XVII ст. Отже, занепад нідерландської торговельної системи та розповсюдження промислового меркантилізму відбувалося під час загострення одразу двох конфліктів – територіального та капіталістичного. Нідерландські капіталісти залишили сферу торгівлі та повністю зосередили діяльність на фінансовому ринку, що мало подібні наслідки як у випадку з генуезькими банкірами [9; 399].

Третій (британський) системний цикл нагромадження капіталу формувався в Англії й тривав з середини XVIII до початку XX ст. Саме протягом XVIII ст. Лондон активно розвивав власні фондові біржі й швидко досяг рівня Амстердаму, поступово витісняючи його з лідерів галузі. Проте одразу варто наголосити, що, незважаючи на це, нідерландський капітал не втратив своєї могутності й до сьогодні Амстердам залишається одним із провідних фінансових центрів. Стрімке нарощення Великобританією капіталу сприяло активізації розвитку промисловості, особливо текстильної та металургії. Лібералізація англійської торгівлі створила сприятливі умови для буму в світовій торгівлі та виробництві. Спостерігалось значне прискорення матеріальної експансії капіталу та глобалізації світової економіки. Як вже відомо з історичних даних, фаза торговельної експансії завжди завершається експансією фінансовою. Англія не була виключенням. В кінці XIX ст. – на початку XX ст. Великобританія надмірно експортувала капітал, зокрема в Індію. Однією з причин таких дій інвесторів стала Велика депресія 1873–1896 рр., під час якої відбулася найбільш різка дефляція за всю

історію людства [496]. За твердженням істориків та економістів, Індія була «золотою жилою» Великобританії за рахунок великого профіциту індійського платіжного балансу, що стало основою розширеного виробництва та започаткування всесвітніх процесів нагромадження капіталу [384; 555; 576]. Отже, обсяги виробництва та інвестицій продовжували збільшуватися, як і торгівля в цілому, проте відбулося системне зростання конкурентного тиску на засоби нагромадження капіталу [380]. Отже, виходячи із зазначеного вище, можна стверджувати, що третій (британський) системний цикл нагромадження капіталу є схожим на два попередні, проте ключовою відмінністю між ними є відсутність загострення міждержавної боротьби. Як вже стає зрозумілим, широкомасштабна експансія торговельна переходить у фінансову, за якої відбувається загострення конкурентної боротьби і, у підсумку, ініціюється спекулятивне вилучення грошових коштів з торгівлі. Поряд з цим однією з характерних особливостей цього процесу є тимчасове зниження прибутків на капітал, що створює сприятливі умови для фінансіалізації. Також характерною особливістю цього періоду було швидке нарощування військового арсеналу всіма країнами Європи. Для капіталістів це означало швидкі прибутки, але у підсумку такі дії призвели до масштабної катастрофи ХХ ст. [9]. Економіка Німеччини на етапі третього (британського) системного циклу нагромадження капіталу частково визначила вектор розвитку світової економіки в цілому. В кінці ХІХ ст. уряд Німеччини прийняв рішення про відмову від саморегулювання ринку як реакції на зростання безробіття, постійний спад промисловості та торгівлі, а також різке зниження вартості земель тощо. Внаслідок цього рішення між німецьким правлінням та виробниками були встановлені партнерські відносини, сутність яких полягала у взаємовигідній співпраці: уряд максимально сприяє розвитку виробників, а вони, у свою чергу, забезпечують потреби військово-промислового комплексу Німеччини [380]. Усе це також вплинуло на процес централізації капіталу – створення високо централізованих корпоративних структур, які передбачали горизонтальну

інтеграцію. Отже, підтримання ініціатив створення картелів, якими керували банки, сприяло безперебійній та ефективній роботі великих компаній. Технологічна модернізація створила передумови для зміни парадигми розвинутого капіталізму, проте Німеччина не мала можливості замінити Великобританію у наступному циклі нагромадження капіталу. Це було обумовлено, по-перше, дуже швидкими темпами нарощення промислових показників, по-друге, низькими темпами нарощення доданої вартості внаслідок активного розширення промисловості, тому розрив у даному аспекті між Німеччиною та Великобританією був значний. Виходячи із зазначеного вище, науковець Дж. Аррігі вважав, що такий розвиток Німеччини забезпечив прискорення кризи третього (британського) системного циклу нагромадження капіталу та обумовив перехід до американського циклу [9].

Передумови переходу до наступного системного циклу особливо активно почали формуватися в кінці XIX ст. й полягали у створенні особливих структур нагромадження капіталу та інтерналізації витрат. А саме нідерландський режим нагромадження капіталу інтерналізував витрати захисту на відміну від генуезького, британський режим – витрати виробництва, а американський – операційні витрати. Новітні способи дозволили капіталістам США економити та вигравати за рахунок «швидкості» [404]. Так виникло не лише масове виробництво, а й масовий збут (безліч торговців, рекламних агентств, мереж тощо). Усе це обумовило виникнення нового типу компаній (корпорацій), які охоплювали весь ланцюг виробництва та реалізації товарів, приймали на себе всі ризики, витрати, були засновані на стратегії довгострокового корпоративного планування та вимагали, відповідно, довгострокових інвестицій. Такі компанії були створені за принципом чіткої ієрархічної вертикалі, що надавало додаткових конкурентних переваг на ринку. Після успішної інтервенції та повного становлення на внутрішньому ринку американські компанії почали захоплювати міжнародні сегменти [9; 461]. Загострення конкурентної

боротьби відбувалося на рівні не лише компаній, а й держав, що відповідно впливало на їх взаємовідносини. Капітал Великобританії, який формувався за рахунок Індії, інвестувався у країни, які надавали найбільшу віддачу на інвестиції, зокрема у США. Як наслідок США повинні були окрім дивідендів забезпечувати Англію продуктами та сировиною у випадку війни. Проте у 1915 р. попит на засоби ведення бойових дій, машини та сировину набагато перевищили запланований у 1905 р. рівень, що зробило Великобританію залежною від США [9; 518]. Отже, британські активи у США були реалізовані на біржі за низькими цінами, а борг Англії стрімко зріс. Це надало можливості США для розширення меж впливу та торгівлі, а також стрімкого підвищення конкурентоздатності на світовому ринку. Поряд із зазначеним вище, активне сальдо платіжного балансу США після Першої світової війни (1914–1918 рр.) призвело до зростання залежності світової платіжної системи від американського долара. При цьому з плином часу рух капіталу в світі почав приймати ознаки спекулятивного, що створило загрозу для золотовалютних резервів країн [9; 379; 380]. Кризові події 1930-х років були обумовлені саме активізацією спекулятивних операцій на ринку. Наслідком цих подій стали: 1) припинення існування Ліги Націй; 2) кардинальні зміни в політичному устрої багатьох країн на користь авторитарних режимів. Після Другої світової війни (1939–1945 рр.) інтервенція США отримала найбільший масштаб, що призвело до структурних змін у світовій фінансовій системі, а саме створення нової Бреттон-Вудської валютної системи, яка визначила концентрацію процесу виробництва та контролю грошей в межах урядових організацій на відміну від попередніх валютних систем, де управління грошима та організація процесу їх обігу належали повністю приватним банкірам та фінансистам. США вдалося припинити панування класу фінансових олігархів. Щодо торговельних відносин, за ініціативи США була підписана Генеральна угода з тарифів і торгівлі (ГАТТ), яка фактично виконувала функції по регулюванню таких відносин між країнами, що позитивно вплинуло на

економічне зростання в середині ХХ ст. Також був створений Міжнародний валютний фонд (1944 р.), Світовий банк (1944 р.), які на сьогоднішній день є провідними інституціями світової економіки. Аналізуючи четвертий (американський) системний цикл нагромадження капіталу, можна стверджувати про повторення США етапів розвитку попередніх циклів. Як і у випадку Генуї, Нідерландів, Великобританії, капітал в країні та стрімке зростання рівня багатства відповідало несприятливим або кризовим періодам функціонування домінуючих економік. Отже, виходячи із цього, чим більш турбулентною стає світова економіка, тим більш сприятливим для нагромадження капіталу та зростання є період для країни, яка здійснює активну торговельну експансію [9; 380]. Експансія США тривала до 1975 р., а її основою був військово-промисловий комплекс, який потребував постійних витратів для його нарощення. До цього часу надлишковий капітал спрямовувався у виробництво та торгівлю. Вирішальними стали 1968–1973 рр., оскільки відбулося стрімке зростання вартості депозитів у євродоларах, внаслідок заміни діючого режиму валютних курсів, прив'язаних до долара США та золота, на систему плаваючих валютних курсів. Це, у свою чергу, створило сприятливі умови для спекулятивних маніпуляцій капіталом, приріст якого забезпечувався за рахунок збереження в офшорних зонах. Як наслідок протягом 1970-х років обсяг валютних операцій на офшорних ринках у багато разів перевищив обсяг торговельних операцій на світовому рівні. Саме за даних умов процес фінансіалізації отримав можливість охопити всю світову економіку та набув ознак безповоротності та неконтрольованого зростання. Однією з рис фінансіалізації стала лібералізація руху потоків капіталу між різними країнами, а також занадто стрімке зростання фінансових ринків (більше 30 % за рік). Разом з цим варто зауважити, що зростання світових товарно-сировинних ринків відбувалося у декілька разів повільніше [9; 585]. Узагальнюючи ключові засади четвертого (американського) системного циклу нагромадження капіталу, визначимо основні його характерні риси: 1) активна торговельна експансія в кінці ХІХ –

на початку ХХ ст.; 2) остаточне закріплення першості на глобальному товарно-сировинному ринку в середині ХХ ст.; 3) активний експорт корпоративного капіталу в Європу у 1950–1960 рр., що призвело до зростання та закріплення долара як світової валюти; 4) 1970-ті рр. – різке скорочення обсягів прямих іноземних інвестицій з США внаслідок неконтрольованого зменшення золотовалютних резервів країни, «бум платежів» внаслідок зростання заробітної плати швидше за продуктивність праці, зростання цін на сировину (безпосередньо, на сиру нафту) та відтік капіталу в офшорні зони, подальше загострення міжкапіталістичної боротьби за світові ринки та джерела сировини; 5) 1980-ті рр. – запровадження більш жорсткого режиму регулювання фінансового ринку (підвищення номінальної процентної ставки, політика дефляції) та ряду грошових стимулів для повторної централізації капіталу в США, криза довіри до долара США в Європі; 6) 1990-ті рр. – стрімке зростання державного боргу США, міждержавна боротьба за владу в країнах «третього» світу (участь у війнах в Лівії у 1986 р., Панамі – у 1989 р., Іраку – у 1990–1991 рр.). Варто більш детально охарактеризувати період 1980–1990 рр., оскільки саме тоді відбулася перебудова світової фінансової системи. Введення США жорстких обмежень у 1980-х рр. призвело до скорочення попиту на сировину з країн «третього світу», зниження цін на нафту (падіння цін відбулося на 50 %). Також відбулося зростання ставки на пропозицію грошових коштів на світових ринках капіталу, що відповідним чином вплинуло на загострення конкуренції за мобільний капітал між країнами «третього світу» та країнами «другого світу». Початок ХХІ ст. ознаменувався активною фінансіалізацією економік не лише розвинутих країн, а й країн, що розвиваються. Як стає зрозумілим з вищезазначеного, сучасний процес фінансіалізації зароджується в США у середині 1980-х рр. [9].

Пік спекулятивних операцій та надування кредитних бульбашок, надмірна пропозиція грошей призвели до світової фінансової кризи 2007–2008 рр. [15; 20; 202; 380; 501].

Враховуючи підтверджену циклічність розвитку світової економіки, вважаємо за можливе зробити припущення про завершення четвертого (американського) системного циклу нагромадження капіталу у 2020 р. та започаткування нового, п'ятого циклу – китайського, що вбачається за доцільне підтвердити на основі вчення М. Кондратьєва [136] про довгі хвилі розвитку економіки. У даному контексті доцільно зауважити про співвідношення довгих хвиль М. Кондратьєва та системних циклів нагромадження капіталу Дж. Аррігі. Визначальним є той факт, що завершення системного циклу нагромадження капіталу та початок нового співпадає із завершенням довгої хвилі, характерною ознакою чого є фінансіалізація, яка супроводжуються «точковими» кризовими явищами. Як приклад розглянемо темпи зростання валового внутрішнього продукту США за період 1974–2014 рр. Цей період був обраний з огляду на велику значимість подій, що відбулися в кінці 1960 – на початку 1970 р. (впровадження плаваючого режиму валютних курсів, зменшення впливу долара США як світової валюти, зростання вартості депозитів у євродоларах), що суттєво вплинуло на подальший розвиток американської економіки. Відповідно до теорії М. Кондратьєва [136] та даних про темпи зростання валового внутрішнього продукту США за період 1974–2014 рр., можна стверджувати про наступне розмежування циклів розвитку економіки США:

- 1974–1978 рр. – перша висхідна хвиля, яка була обумовлена активним розвитком комп'ютерних технологій;

- 1978–1982 рр. – спад в економіці як реакція на перенасичення ринку технологіями, а також нафтову кризу 1979 р., яка обумовила зменшення темпів зростання;

- 1982–1990 рр. – друга висхідна хвиля, яка сформувалася за рахунок виникнення нових ринків збуту (розпад колишнього соціалістичного табору в Східній Європі), активізації роботи фондового ринку;

– 1990–1991 рр. – спад в економіці як реакція на кризу на фондовій біржі в США у 1987 р. та кризу в Японії у 1990 р.;

– 1991–2004 рр. – фаза інвестиційного буму, що є класичною третьою висхідною хвилею М. Кондратьєва. Специфіка даної хвилі полягала у продовженні технологічного буму у сфері комунікацій, а також виникненні спалахів кризових явищ у різних країнах, що суттєво вплинули на економіку США. Зокрема, це криза в Мексиці у 1994 р., криза долара США в глобальній фінансовій системі у 1995 р. та криза доткомів у 2001 р.;

– 2004–2009 рр. – вершина висхідної хвилі М. Кондратьєва та перша нисхідна хвиля циклу. Особливостями цього періоду був надмірно швидкий розвиток фінансового сектору, зокрема перетікання капіталу з виробничої сфери у фінансову, що відповідно позначилося на спаді виробництва та призвело до кризи у 2007 р.;

– 2009–2012 рр. – фаза відновлення економіки та незначної стабілізації, що характеризувалася низькими темпами зростання ВВП (в середньому на 2 %) за рахунок активної стимулюючої політики Федеральної резервної системи;

– 2012–2014 рр. – фаза депресії, що є завершальною в довгій хвилі М. Кондратьєва. Даний період характеризувався гальмуванням зростання всіх показників розвитку економіки країни, а також кризовими явищами, що виникали внаслідок надмірного нагромадження капіталу та створення «фінансових бульбашок» [136].

Ряд науковців [6; 33; 254; 294] на основі вчення М. Кондратьєва прогнозують тривалість фази депресії у світовій економіці до 2020 р., яка буде сприятливою для винаходу та освоєння нових технологій, ресурсів, тобто для дифузії інновацій як рушійної сили нової хвилі М. Кондратьєва. Спираючись на прогнозний розрахунок завершення довгої хвилі М. Кондратьєва, можна стверджувати про закінчення четвертого (американського) системного циклу нагромадження капіталу та початок п'ятого – китайського, що підтверджується наведеними нижче фактами.

На рис. 1.17 представлено періодизацію процесу фінансіалізації економіки за період XIII – початок XXI ст. Перш ніж перейти до обґрунтування ролі Китаю у світовій економіці, наведемо деякі пояснення до рис. 1.17.

Історична закономірність розвитку економік різних країн безпосередньо дозволяє виділити системні цикли нагромадження капіталу. Вчені А. Сміт та К. Маркс у своїх фундаментальних працях зазначали, що зростання торгівлі та виробництва нерозривно пов'язане з постійним підвищенням конкуренції між основними їх учасниками. Проте останнє було також невід'ємно пов'язано зі зростанням концентрації капіталу, який у підсумку, як видно з представлених на рис. 1.17 даних, призводив до фінансової експансії у глобальному вимірі. На рис. 1.17 введено поняття термінальних та сигнальних криз. Відповідно до Дж. Аррігі [380], C_n – це сигнальні кризи кожного з домінуючих режимів, які визначають період активізації перетікання фінансових ресурсів з реального сектору економіки до фінансового для подальшого розвитку фінансового посередництва та спекуляцій. Відтак у такі періоди кардинальних змін позначені точки є сигналом настання більш глибоких та масштабних криз з лагом у часі. Також, як видно з рис. 1.17, саме ці точки є маркерами початку виникнення та активного розвитку наступного домінуючого режиму [9; 380]. Термінальні кризи T_n є індикаторами завершення системного циклу нагромадження капіталу конкретного режиму та перехід до іншого циклу. У даному контексті варто зауважити про деяку умовність в ідентифікації T_n , на відміну від C_n , виникаючих у період відносної стабільності [9; 380].

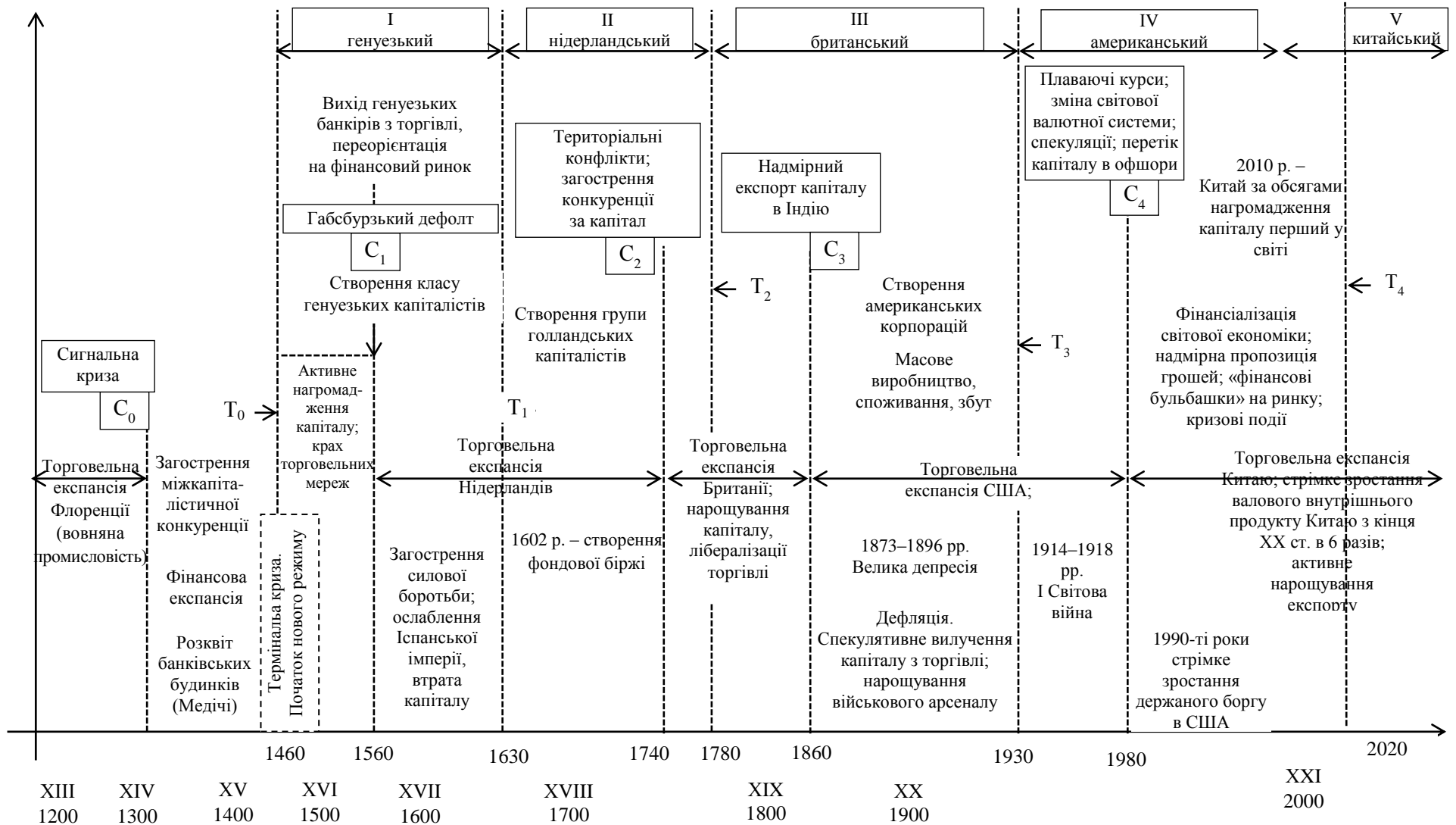


Рисунок 1.17 – Періодизація процесу фінансіалізації світової економіки за період XIII – початок XXI ст.

(ґрунтується на теорії циклічності нагромадження капіталу в межах світової економіки Дж. Аррігі)

Ретроспективний аналіз розвитку світової економіки за період XIII – початок XXI ст. дозволив зробити однозначні висновки про передумови зміни системних циклів нагромадження капіталу та характерні індикатори настання наступного домінуючого режиму, які полягають у наступному.

По-перше, виникнення «сигнальної» кризи ідентифікує ознаки фінансіалізації внаслідок надмірного нагромадження капіталу країною.

По-друге, випередження фінансового сектору над реальним супроводжується «точковими» кризами, які впливають на домінуючу світову економіку.

По-третє, наприкінці кожного системного циклу нагромадження капіталу чітко простежується початок торговельної експансії наступної країни-домінанти.

Отже, на основі зазначеного вище, можна стверджувати про початок п'ятого (китайського) системного циклу нагромадження капіталу орієнтовно з 2020 р.

Передумовами становлення китайської економіки як провідної в світі, незважаючи на те, що на сьогоднішній день за обсягами валового внутрішнього продукту вона займає друге місце після США, є активні інвестиції у технологічний розвиток. Ще в середині XX ст. Китай входив до переліку нерозвинених країн, проте з проголошенням Китайської Народної Республіки (1949 р.) відбувся найбільш неочікуваний та стрімкий його розвиток. Наприкінці XX ст. зростання валового внутрішнього продукту країни відбулося у 6 разів. Варто зауважити, що за прогнозними даними економічний потенціал Китаю до 2020 р. порівняється з США та Європейським Союзом (ЄС), а у 2030 р. економіка Китаю буде перевищувати американську на 30 % та в цілому європейську – на 10–15 % [125]. Феномен розвитку Китаю виник на основі ефективної ролі держави в економіці, яка дотримувалася «градуалістського» підходу та передбачала реалізацію політики розвитку країни на основі наступних засад:

- поступове проведення цінової реформи;

- допуск іноземних конкурентів на внутрішній ринок проходив у декілька етапів з метою захисту промисловості країни;
- паралельний розвиток приватної та державної власності;
- чітке дотримання принципу пріоритетності реформ (сільська реформа передувала місцевій, цінова – реформі власності та майнових прав тощо) [100].

Одним із пріоритетів Китаю, який дозволив залучити великий обсяг іноземних інвестицій, є дешева робоча сила. Її надлишок дозволяє утримувати заробітну плату на низькому рівні. Значний розвиток високотехнологічних галузей, з одного боку, стимулювався за рахунок інвестиційного буму та високої частки нагромаджень капіталу, а з іншого – за рахунок відкритості економіки. Експортоорієнтована модель розвитку Китаю передбачала стимулювання економіки через зростання частки доходів, отриманих у валюті, а також підвищення наукомісткості, опанування нових інформаційних технологій. Усе це забезпечило довготривале стійке зростання валового внутрішнього продукту та експорту країни. Торговельна експансія Китаю у глобальному масштабі почалася наприкінці ХХ ст. – на початку ХХІ ст. Зі вступом Китаю до Світової організації торгівлі (СОТ) у 2001 р. обсяги його експорту зросли випереджаючими темпами – з 249 до 1200 млрд дол. США. У 2007 р. за обсягом експорту Китай (1,2 трлн дол. США) був на третьому місці після США (1,6 трлн дол. США) та Німеччини (1,5 трлн дол. США), а у 2012 р. – на другому місці після США, відстаючи лише на 45,2 млрд дол. США [253]. Починаючи з 2010 р., відбувалось активне розширення торговельної експансії Китаю (з цього року країна – друга за обсягом експорту після США). Ще одна особливість феноменального розвитку китайської економіки – активізація імпорту нематеріальних (високих) технологій (патентів, ліцензій), що дозволило у короткий термін розвинути такі наукомісткі галузі, як, наприклад, програмування. Важливо відмітити, що з 2006 р. Китай займає першу сходинку за обсягами нагромадження капіталу і станом на кінець 2012 р.

його значення сягає 3,4 трлн дол. США, тоді як у Японії – 1,3 трлн дол. США (друга позиція), а у США – 574,3 млрд дол. США (четверта позиція). Отже, у першій декаді XXI ст. обсяги нагромадження капіталу в Китаї стають найбільшими у світі, що створює об'єктивні передумови для його експансії у майбутньому. На сьогоднішній день відзначається вкладання капіталу у науково-дослідні роботи за кордоном, будівництво заводів з виробництва промислових товарів у різних частинах світу, тобто інвестиції зосереджуються у наукових і технічних галузях. Інноваційна орієнтованість економіки Китаю, відповідно до вчення М. Кондратьєва, повинна обумовити перехід до наступної хвилі та системного циклу нагромадження капіталу [100; 125; 136].

За даними праці [122], екстраполяція сучасних трендів розвитку світової економіки дозволяє зробити висновок, що великі країни, які на сьогоднішній день мають економіку, яка розвивається (безпосередньо мова йде про Китай) в середині XXI ст. суттєво випереджатимуть розвинуті країни [122]. Отже, наше припущення про п'ятий (китайський) системний цикл нагромадження капіталу є вірним.

Підводячи проміжний підсумок, зазначимо, що авторський внесок у розвиток системних циклів нагромадження капіталу Дж. Аррігі полягає у ґрунтовній періодизації процесу фінансіалізації світової економіки, прогнозуванні етапу завершення четвертого (американського) циклу та обґрунтуванні виникнення п'ятого (китайського) циклу на основі зіставлення етапів розвитку світової економіки з довгими хвилями М. Кондратьєва. Докризова глобальна економіка характеризувалася надлишковою ліквідністю в розвинутих країнах, яка формувалася за рахунок зниження доходності вкладень у реальний сектор, а також позитивного сальдо торговельного балансу, що призвело до виникнення надлишку нагромаджень у країнах, що розвиваються. Усе це поглиналося фінансовими ринками й забезпечувало створення «бульбашок» та, відповідно, «перегрів» економіки в цілому. Також внаслідок проведеного аналізу можна зробити висновок, що фінансіалізація

призводить спочатку до виникнення криз у окремих країнах, а у результаті – до глобальної кризи. Це підтверджується рядом масштабних кризових подій 1990-х рр.: криза в Японії – 1990 р.; криза в Мексиці – 1994 р.; криза долара США – 1995 р.; дефолт в Російській Федерації – 1998 р.; криза доткомів – 2001 р.; аргентинський дефолт – 2001–2002 рр. тощо.

Дослідження системних циклів нагромадження капіталу у розвитку світової економіки дозволило стверджувати, що у вузькому розумінні фінансіалізація означає трансформацію напрямків руху фінансових ресурсів (як грошових фондів, що створені в процесі розподілу, перерозподілу національного багатства) шляхом переорієнтації їх з обслуговування товарних відносин у реальному секторі економіки на використання з метою генерування підвищених потенційних економічних вигод у фінансовому секторі. Як результат це обумовлює появу дисбалансів руху фінансових ресурсів та вимагає оцінювання їх впливу на економічний розвиток з подальшим регулюванням.

Підсумовуючи зазначене вище, сформулюємо авторське визначення дисбалансу руху фінансових ресурсів як диспропорційності використання фінансових ресурсів за напрямками, що характеризується переорієнтацією їх з обслуговування товарних відносин у реальному секторі економіки на генерування підвищених потенційних економічних вигод у фінансовому секторі. Це дозволило визначити спричинені фінансіалізацією трансформаційні зміни в русі фінансових ресурсів залежно від їх напрямків і мети використання.

Практичний інтерес викликає вивчення спричинених фінансіалізацією дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці (рис. 1.18). Саме такі дисбаланси виступають основою дисертаційної роботи.



Рисунок 1.18 – Змістовні характеристики дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці

Грунтуючись на теорії циклічності нагромадження капіталу в межах світової економіки Дж. Аррігі та теорії довгих хвиль М. Кондратьєва, можна виокремити фази руху фінансових ресурсів.

Перша фаза – обслуговування фінансовими ресурсами переважно реального сектору економіки країни із забезпеченням пропорційності руху вартості матеріальних і нематеріальних активів.

Друга фаза – переорієнтація фінансових ресурсів на обслуговування фінансового сектору економіки шляхом зростання кількості операцій з фінансовими інструментами.

Третя фаза – акумулювання фінансових ресурсів у фінансовому секторі економіки, трансформація відносин власності щодо них, та, як наслідок, виникнення розриву між їх власниками та об'єктами реального інвестування.

Четверта фаза – накопичення дисбалансів руху фінансових ресурсів, що обумовлює кризові явища в економіці країни.

Україна як держава, що знаходиться на етапі поступового становлення та існує порівняно незначний проміжок часу повинна коригувати політику економічного розвитку відповідно до глобальних процесів. Саме тому актуальності набуває розгляд особливостей дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці України у контексті розглянутої вище періодизації процесу фінансіалізації світової економіки. Окремі показники динаміки розвитку економіки України (темпи приросту валового внутрішнього продукту, обсягів наданих кредитів реальному сектору, активів фінансового сектору, обсягів залучених депозитів від реального сектору) наведено на рис. 1.19. Періодизацію розвитку економіки України в межах четвертого (американського) системного циклу нагромадження капіталу представлено на рис. 1.20 [248].

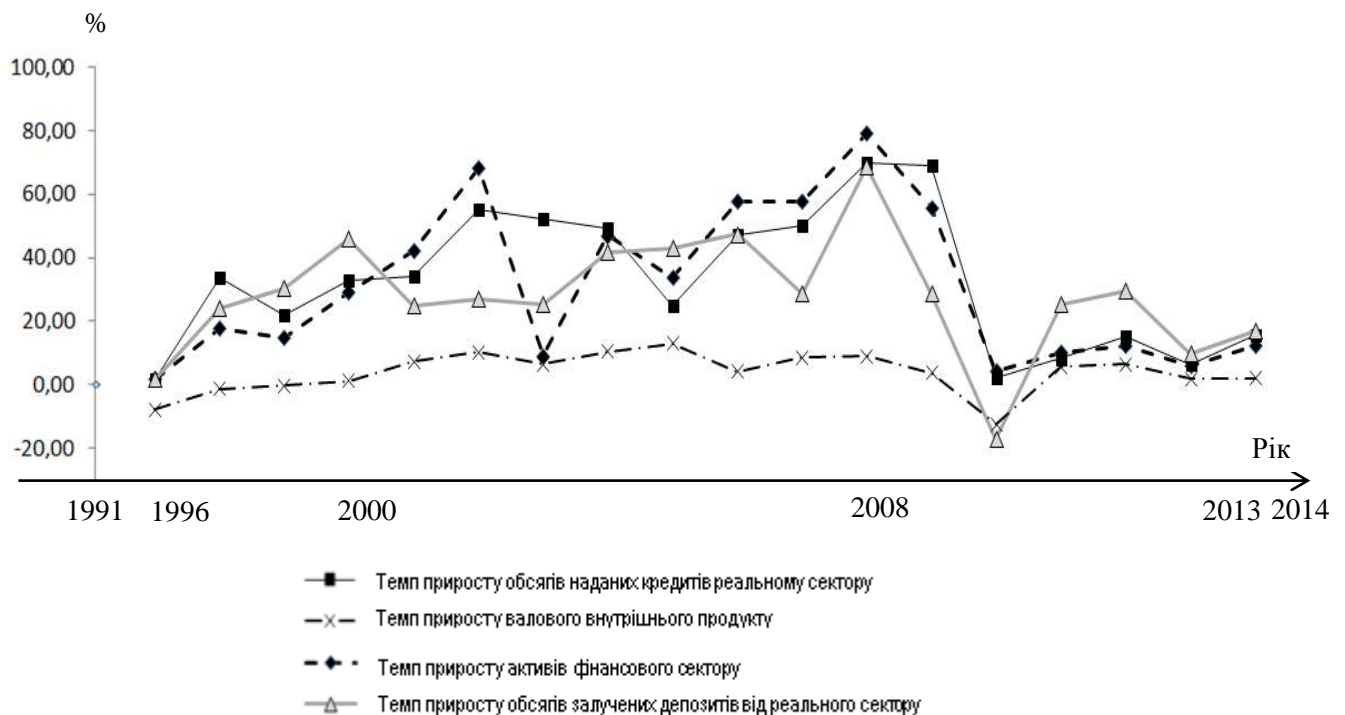


Рисунок 1.19 – Показники динаміки розвитку економіки України в межах четвертого (американського) системного циклу нагромадження капіталу

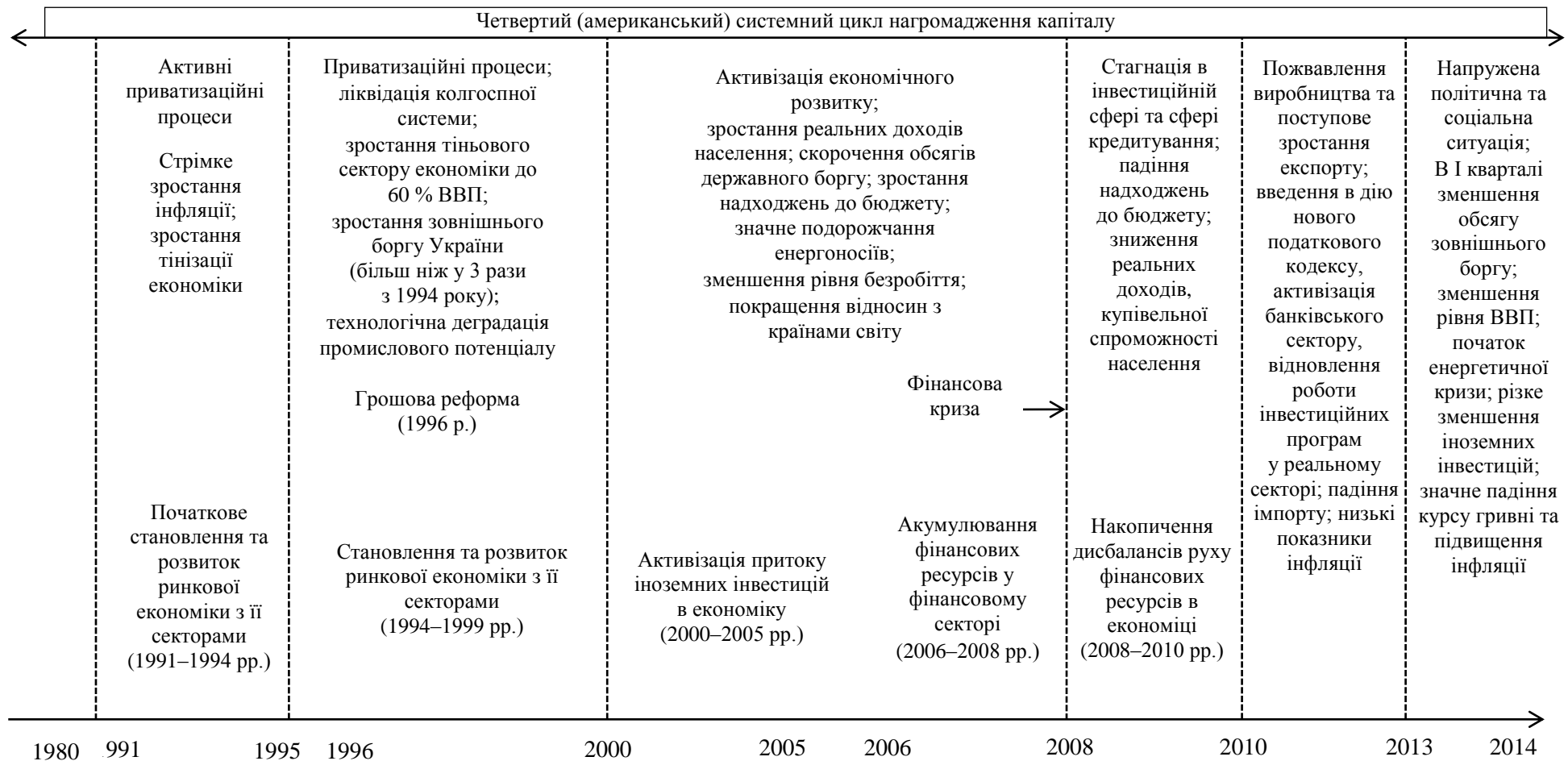


Рисунок 1.20 – Періодизація розвитку економіки України
в межах четвертого (американського) системного циклу нагромадження капіталу

Слід зазначити, що становлення та розвиток вітчизняної економіки відповідають загостренню процесу фінансіалізації світової економіки, що підтверджується проведеним вище аналізом та представленою динамікою зміни сальдо торговельного балансу США та Китаю. Так, фактична фінансова експансія США розпочалась у 1980-х рр., оскільки сальдо торговельного балансу стало від'ємним та з кожним роком його значення знижувалось. Поряд з цим динаміка перевищення експорту над імпортом Китаю мала стрибкоподібний висхідний характер та досягла свого піку у 2007 р. Проте варто зауважити, що незважаючи на поступове закінчення ери США, ця країна й до сьогодні залишається власником світової валюти та одним із маркетмейкерів світової економіки.

Під час ретроспективного аналізу процесу фінансіалізації світової економіки було зроблено висновок щодо його причинності у виникненні кризових явищ у окремих країнах та, як наслідок, глобальної кризи. Повертаючись до України, слід зазначити, що вітчизняна економіка в цілому була не підготовлена до переважання руху грошей і капіталу відповідно до світових тенденцій, що викликало суттєві перепони на шляху її інтеграції у глобальний простір [356]. Економіка України є експортоорієнтованою, що формує її залежність від стану розвитку країн-партнерів. Виходячи з наведеного вище, слід відмітити, що фінансіалізація супроводжувалася великою кількістю сигнальних криз у різних країнах, що, безумовно, негативно вплинуло на економічний розвиток України. Отже, невідповідність розвитку вітчизняного промислового комплексу потребам світового ринку, відсутність на початку XXI ст. ефективного механізму формування конкурентних переваг України, нерівномірність зростання провідних галузей її економіки та бурхливий розвиток фінансового сектору, особливо у 2004–2005 рр., не дозволили пристосуватися вітчизняній економіці до загострення процесу фінансіалізації у світі. Фактично, весь період існування України відповідав загостренню процесу фінансіалізації у світовому масштабі, глобалізації руху

потоків грошей та капіталу, надмірній грошовій пропозиції, що впливало на вітчизняну економіку, створюючи чіткі обмеження у її розвитку.

Специфіка дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці України, порівняно зі світовою, полягає в екзогенному характері їх початкового формування на першій та другій фазах руху фінансових ресурсів. Зокрема, акумулювання фінансових ресурсів у фінансовому секторі економіки України (третя фаза) характеризується активним припливом іноземних інвестицій у фінансову та страхову діяльність. Аналітичні дані періоду 2006–2014 рр. вказують на реалізацію як третьої фази руху фінансових ресурсів, яка характеризується максимальним рівнем їх концентрації саме у фінансовому секторі, так і четвертої фази – кризовими явищами у вітчизняній економіці, що спричинені накопиченням дисбалансів руху фінансових ресурсів. На підставі проведеного статистичного аналізу розвитку економіки України було ідентифіковано прояви дисбалансів руху фінансових ресурсів в умовах її фінансіалізації. Було визначено, що такі дисбаланси можуть накопичуватись та мати певні наслідки для економіки. У 1991–2000 рр. активних проявів дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці України та можливих їх загрозливих наслідків практично не спостерігалось. Більш активно такі дисбаланси почали проявлятись у 2001–2014 рр., а їх відносне накопичення мало місце у 2006–2010 рр..

Підсумовуючи наведене вище, зазначимо, що набула розвитку ідентифікація економічної природи формування дисбалансів руху фінансових ресурсів, що ґрунтується на теорії циклічності нагромадження капіталу в межах світової економіки Дж. Аррігі та теорії довгих хвиль М. Кондратьєва. Це дозволило виокремити фази руху фінансових ресурсів залежно від їх місця та значення в обслуговуванні економічного обороту країни. Економічна природа формування дисбалансів руху фінансових ресурсів пов'язана з порушенням еквівалентності товарної та грошової сторін економічних відносин у процесі фаз руху фінансових ресурсів.

Враховуючи стрімке зростання ролі фінансового сектору в економіці, особливої уваги потребує розвиток методології оцінювання та регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів. Застосування системного підходу при дослідженні таких дисбалансів передбачає вивчення закономірностей їх виникнення та накопичення. З урахуванням принципів системного підходу запропоновано схему дослідження дисбалансів руху фінансових ресурсів, що ґрунтується на моделі кругообігу фінансових ресурсів, товарів і послуг (рис. 1.21). Ключові елементи цієї моделі – домогосподарства, виробники, ринки, як відомо, взаємопов'язані між собою через систему потоків.

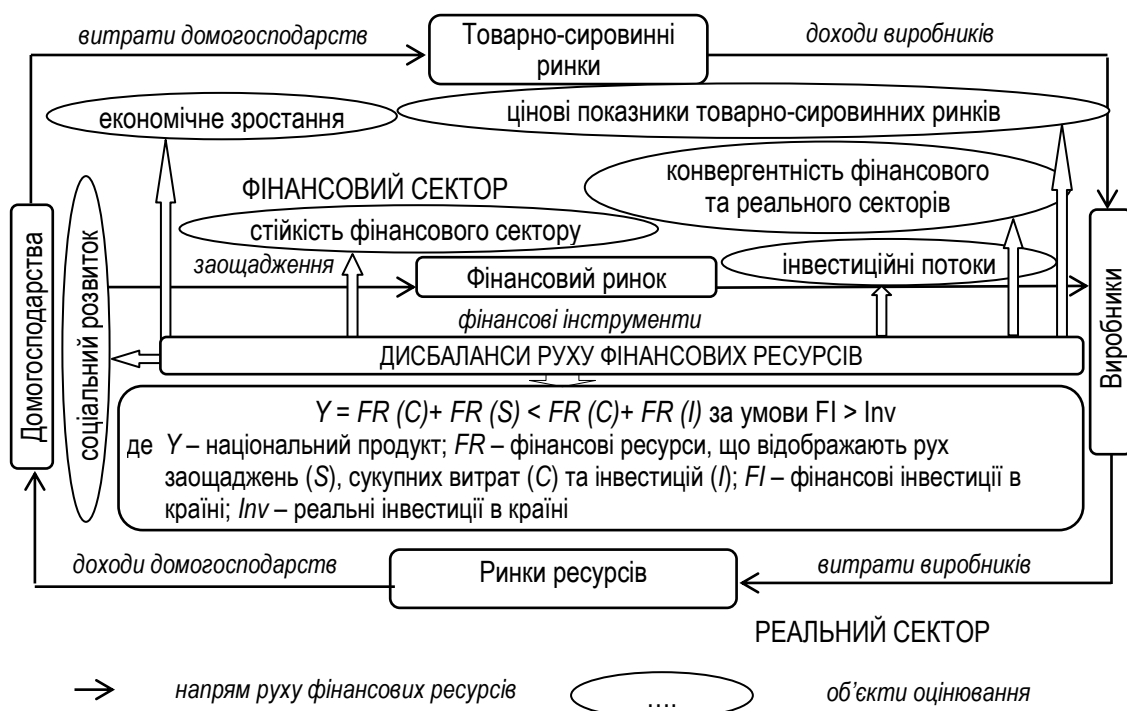


Рисунок 1.21 – Схема дослідження дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці

Вихідним положенням дослідження дисбалансів є порушення рівноважного стану в економіці внаслідок домінування фінансових інвестицій над реальними в умовах фінансіалізації економіки. За таких умов фінансові ресурси у вигляді заощаджень домогосподарств спрямовуються на фінансові ринки, оминаючи реальний сектор. Підсумовуючи зазначене вище, визначимо

окремі аспекти оцінювання та регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці (рис. 1.22).

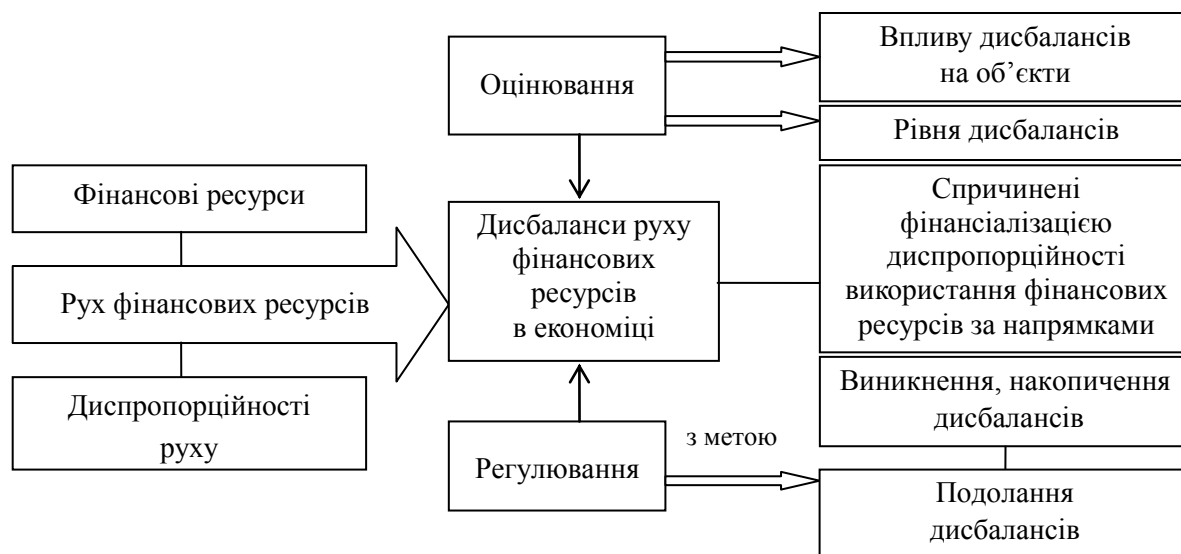


Рисунок 1.22 – Оцінювання та регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці

У контексті стратегічного розвитку економіки України та її фінансового сектору важливим є оцінювання дисбалансів руху фінансових ресурсів з позиції їх впливу на: 1) економічне зростання та соціальний розвиток країни; 2) стійкість фінансового сектору та рівень його конвергентності з реальним сектором; 3) інвестиційні потоки. Не менш важливу роль при цьому відіграє регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці країни, покликане на перебудову фінансового і товарно-сировинних ринків з метою мінімізації негативних наслідків таких дисбалансів.

Таким чином, було здійснено періодизацію процесу фінансіалізації економіки, що дозволило ідентифікувати економічну природу формування дисбалансів руху фінансових ресурсів. Ґрунтуючись на теорії циклічності нагромадження капіталу в межах світової економіки Дж. Аррігі та теорії довгих хвиль М. Кондратьєва, виокремлено фази руху фінансових ресурсів залежно від їх місця та значення в обслуговуванні економічного обороту країни. Визначено дисбаланс руху фінансових ресурсів як диспропорційності використання

фінансових ресурсів за напрямками, що характеризується переорієнтацією їх з обслуговування товарних відносин у реальному секторі економіки на генерування підвищених потенційних економічних вигод у фінансовому секторі. Це дозволило визначити спричинені фінансіалізацією трансформаційні зміни в русі фінансових ресурсів залежно від їх напрямків і мети використання. Виокремлено змістовні характеристики, простежено особливості дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці та запропоновано схему їх дослідження з урахуванням принципів системного підходу.

Висновки до першого розділу

У першому розділі дисертації розкрито змістовні характеристики фінансових ресурсів та їх руху в економіці країни, розглянуто сутність, структуру фінансового і реального секторів та проаналізовано генезис наукової думки щодо їх взаємодії, поглиблено розуміння змісту поняття «фінансіалізація», визначено джерела виникнення і поширення та обґрунтовано специфіку прояву фінансіалізації, ідентифіковано економічну природу формування дисбалансів руху фінансових ресурсів внаслідок фінансіалізації світової та вітчизняної економіки, простежено особливості дисбалансів руху фінансових ресурсів та запропоновано схему їх дослідження з урахуванням принципів системного підходу.

За результатами розділу зроблено наступні висновки:

1. Досліджено теоретичне підґрунтя фінансових ресурсів: наукові підходи до трактування сутності поняття, призначення, склад та структуру, джерела і форми утворення та напрямки використання, методи фінансової діяльності. Розкрито змістовний базис руху фінансових ресурсів, його характеристики, ключові особливості та типологію.

2. Розглянуто сутність, структуру фінансового і реального секторів економіки, проаналізовано генезис наукової думки щодо їх взаємодії. Підтверджено поступове зростання ролі фінансового сектору по відношенню до реального – від обслуговуючо-пасивної до відносно функціонально самостійної і автономної на основі систематизації поглядів науковців на склад суб'єктів, інструментів та мотивів взаємодії цих секторів.

3. Встановлено, що в умовах еволюційного розвитку змінюється інституційна структура економіки країни, що призводить до трансформації механізму руху фінансових ресурсів. Враховуючи роль фінансових ресурсів у забезпеченні розвитку країни, визначено характерні риси економіки, в якій виникає фінансіалізація, а саме: 1) випереджаюче зростання вартості нематеріальних активів порівняно з матеріальними; 2) виникнення нових організаційно-економічних форм бізнесу та суспільних інститутів, прискорений розвиток фінансової інфраструктури; 3) ускладнення економічних відносин та зростання обсягу фінансових потоків; 4) поширення впливу інновацій на сфери матеріального та нематеріального виробництва, зокрема сферу фінансових послуг.

4. У широкому розумінні фінансіалізація означає домінування ролі фінансового сектору над реальним з позиції забезпечення економічного розвитку країни. Її виникнення, з одного боку, пов'язане з переорієнтацією менеджменту на використання акціонерної вартості як критерію успішності корпоративного управління, а з іншого, – активним розвитком торгівлі фінансовими інструментами та розширенням їх спектра. Наслідки фінансіалізації можна спостерігати на наступних рівнях: окремих індивідуумів з домінуванням фінансових мотивів; компаній – зростанням активності на фінансових ринках; економік – стрімким розширенням частки фінансових секторів, швидкими темпами впровадження фінансових інновацій, перетіканням капіталу з реальних секторів у фінансові, зростанням кількості операцій з фіктивним капіталом на фоні лібералізації фінансових відносин. На основі проведеної систематизації наукових підходів до сутнісних характеристик фінансіалізації визначено, по-перше, індивідуальні та суспільні

джерела її виникнення і поширення (на основі акціонерного та інноваційного підходів); по-друге, специфіку її прояву на мікро-, мезо-, макро- та мегаекономічному рівнях (на основі нагромаджувального, внутрішньогосподарського та гегемоністичного підходів).

5. У вузькому розумінні фінансіалізація – це трансформація напрямків руху фінансових ресурсів (грошових фондів, що створені в процесі розподілу, перерозподілу національного багатства) шляхом переорієнтації їх з обслуговування товарних відносин у реальному секторі економіки на генерування підвищених потенційних економічних вигод у фінансовому секторі. Це обумовлює появу дисбалансів руху фінансових ресурсів як диспропорційностей використання фінансових ресурсів за напрямками та вимагає оцінювання впливу таких дисбалансів на економічний розвиток із подальшим регулюванням.

6. Здійснено періодизацію процесу фінансіалізації світової та вітчизняної економіки з позиції руху фінансових ресурсів, що дозволило ідентифікувати економічну природу формування дисбалансів руху фінансових ресурсів. Зокрема, ґрунтуючись на теорії циклічності нагромадження капіталу в межах світової економіки Дж. Аррігі та теорії довгих хвиль М. Кондратьєва, виокремлено чотири фази руху фінансових ресурсів: (I) обслуговування фінансовими ресурсами переважно реального сектору економіки країни із забезпеченням пропорційності руху матеріальних і нематеріальних активів; (II) переорієнтація фінансових ресурсів на обслуговування фінансового сектору економіки шляхом зростання кількості операцій з фінансовими інструментами; (III) акумулювання фінансових ресурсів у фінансовому секторі економіки, трансформація відносин власності щодо них, та, як наслідок, виникнення розриву між їх власниками та об'єктами реального інвестування; (IV) накопичення дисбалансів руху фінансових ресурсів, що обумовлює кризові явища в економіці країни.

7. Доведено, що специфіка дисбалансів руху фінансових ресурсів у вітчизняній економіці, порівняно зі світовою, полягає в екзогенному характері їх початкового формування на I та II фазах руху фінансових ресурсів. Зокрема,

акумулювання фінансових ресурсів у фінансовому секторі економіки України (III фаза) характеризується активним припливом іноземних інвестицій у фінансову та страхову діяльність. Так, за 2000–2008 рр. частка іноземного капіталу у фінансовому секторі зросла з 13,3 до 35 %, спостерігалось зростання обсягів кредитування, наданих у промисловість, у середньому на 150 %. Аналітичні дані періоду 2006–2014 рр. вказують на реалізацію як III фази руху фінансових ресурсів, яка характеризується максимальним рівнем їх концентрації саме у фінансовому секторі, так і IV фази – кризовими явищами у вітчизняній економіці, що спричинені накопиченням дисбалансів руху фінансових ресурсів.

8. Запропоновано схему дослідження дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці, що ґрунтується на моделі кругообігу фінансових ресурсів, товарів і послуг. Вихідним положенням дослідження дисбалансів руху фінансових ресурсів є порушення рівноважного стану в економіці внаслідок домінування фінансових інвестицій над реальними в умовах фінансіалізації економіки. За таких умов фінансові ресурси у вигляді заощаджень домогосподарств спрямовуються на фінансовий ринок, оминаючи реальний сектор. У контексті стратегічного розвитку економіки України та її фінансового сектору важливим є оцінювання дисбалансів руху фінансових ресурсів з позиції їх впливу на: 1) економічне зростання та соціальний розвиток країни; 2) стійкість фінансового сектору та рівень його конвергентності з реальним сектором; 3) інвестиційні потоки. Не менш важливу роль при цьому відіграє регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці країни, покликане на перебудову фінансового і товарно-сировинних ринків з метою мінімізації негативних наслідків таких дисбалансів.

Основні положення даного розділу дисертаційної роботи опубліковано в роботах [131; 142; 147; 148; 158; 161; 162; 163; 168; 206; 476; 478; 479; 480; 481; 482; 484; 485; 486; 487; 488].

РОЗДІЛ 2

ДИСБАЛАНСИ РУХУ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ В ЕКОНОМІЦІ: МЕТОДОЛОГІЯ ОЦІНЮВАННЯ ТА ВПЛИВ НА ФІНАНСОВИЙ І РЕАЛЬНИЙ СЕКТОРИ

2.1 Розробка науково-методичного підходу до оцінювання залежності дисбалансів руху фінансових ресурсів від процесів фінансіалізації

Посилений розвиток фінансової інфраструктури, активні тенденції превалювання фінансового сектору економіки по відношенню до її реального сектору наприкінці ХХ століття призвели до появи великої кількості наукових розробок у даному напрямку. Випереджаючі темпи зростання фінансового сектору в країні порівняно з реальним відобразились, в першу чергу, на розвитку фінансових посередників та відносин за їх участю. В результаті обсяги фінансових потоків набували все більшого розмаху, продовжували удосконалюватися механізми руху відповідних ресурсів всередині фінансового сектору, що неодмінно приводило до змін у реальному секторі, зокрема в ціноутворенні на окремі товари тощо.

Для визначення напрямків впливу фінансіалізації на економічний розвиток країни в цілому та фінансовий і товарно-сировинні ринки зокрема важливим питанням виступає її оцінювання. Відзначимо, що на сьогодні існує велика кількість підходів до оцінювання фінансіалізації. При цьому застосування окремого підходу до оцінювання часто ґрунтується на тому аспекті, в межах якого досліджується фінансіалізація, – економічному, соціальному, інвестиційному тощо. Враховуючи це, безпосередньо для кількісного вимірювання фінансіалізації використовуються різні індикатори, на основі яких робляться висновки про місце та роль фінансового сектору в економіці окремої країни та його випереджаючий розвиток порівняно з

реальним сектором. Проте дослідники досить часто здійснюють агрегування обраних індикаторів в єдиний загальний показник оцінювання фінансіалізації. Слід додатково відзначити, що оцінювання фінансіалізації має важливе значення, оскільки на його основі можливим стає дослідження її впливу на різні складові економічного розвитку. Зокрема, на базі оцінювання фінансіалізації можливо визначити оптимальний її рівень з метою уникнення надмірного зростання частки фінансового сектору в загальній структурі економіки окремої країни. Через використання індикаторів, що характеризують фінансіалізацію, також визначається рівень дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці країни.

Нижче проведено групування існуючих методичних підходів до вимірювання фінансіалізації відповідно до кожного аспекту її впливу (економічного, соціального, інвестиційного), що досліджуються різними вітчизняними та зарубіжними науковцями.

Посилення ролі фінансового сектору у загальному розвитку економіки окремої країни обумовлює відповідні зміни ролі банківських установ та ряду інших фінансових посередників. Причому змінюється роль діяльності банківських установ, їх обсяг та структура прибутків, з'являються нові види банківських операцій тощо. Паралельно відбувається й посилення ролі небанківських фінансово-кредитних установ. Все це врешті активізує зростання ролі та частки фінансового сектору економіки порівняно з її реальним сектором. При цьому спостерігається заміна старої моделі «створювати, щоб утримувати» на нову – «створювати, щоб розподіляти», що передбачає відхід практики банківських установ від суто класичного надання кредитів клієнтам з їх обов'язковим поверненням до продажу наданих кредитів іншим фінансово-кредитним інститутам. В останньому випадку особливо важливого значення набуває розвиток процесів сек'юритизації активів як однієї з сучасних важливих характеристик фінансіалізації [405, с. 97–111].

Фінансіалізація доволі часто розглядається в контексті різних аспектів зростання ролі фінансового сектору у загальному розвитку економіки. Причому

в літературі наукові підходи до трактування фінансіалізації та її оцінювання все ж таки є більш широкими та охоплюють різноманітні погляди на цю проблематику. Отже, поняття фінансіалізації використовується у наступних аспектах (табл. 2.1).

Таблиця 2.1 – Окремі аспекти визначення поняття фінансіалізації

Вчені, [джерело]	Аспект визначення поняття фінансіалізації
Дж. Фрауд та ін. [443], У. Лазонік, М. О'Салліван [499], К. Вільямс [586]	Фінансіалізація визначається як переважання «вартості акціонера» як режиму корпоративного управління
К.Філліпс [534;535]	а) фінансіалізація тяжіє до зростаючої ролі ринків капіталу над системами, що ґрунтуються на банківських фінансах; б) фінансіалізація використовується для характеристики стрімкого зростання фінансових операцій з одночасним поширенням нових фінансових інструментів
Дж. Дюменіл, Д. Леві [426], Г. Епштейн, А. Джайадев [429; 431], В. Грейдер [451]	Фінансіалізація відображає зростання сили класу рантьє

Виходячи з окреслених вище аспектів (табл. 2.1), можемо стверджувати, що для оцінювання фінансіалізації в загальному масштабі, слід використовувати індикатори, що характеризують насиченість економіки фінансовими ресурсами та відображають переважаючу роль фінансового сектору економіки над її реальним сектором. До таких індикаторів належать наступні: відношення обсягу активів фінансового сектору до валового внутрішнього продукту; частка доходів фінансових корпорацій у сукупних доходах всіх корпорацій; відношення рівня капіталізації ринку цінних паперів до валового внутрішнього продукту; частка працевлаштованих у фінансовому секторі в загальному рівні працевлаштування в країні. Зазначені індикатори дають можливість отримати загальне уявлення щодо рівня фінансіалізації, оскільки саме вони відображають стрімке розширення частки фінансового сектору в економіці.

У ході дослідження впливу фінансіалізації на інвестиційну поведінку окремих корпорацій, включаючи й нефінансові, науковці часто звертаються до теорій Дж. Кейнса та Х. Мінскі, відповідно до яких фінансові фактори виступають у ролі визначальних для прийняття інвестиційних рішень та найбільш вагомими в інвестиційних моделях [401; 435; 493; 520]. При цьому науковцями досліджується вплив фінансіалізації на зміну поведінки інвесторів. В цьому аспекті для оцінювання фінансіалізації використовують наступні загальні абсолютні показники: доходи рантє (доходи від оренди та доходи від облігацій); обсяги платежів фінансових та нефінансових корпорацій фінансовому сектору; фінансові доходи корпорацій [527; 564; 583]. Проте більш конкретними кількісними індикаторами зазначених вище груп можна вважати такі, що відображені в табл. 2.2.

Таблиця 2.2 – Індикатори фінансіалізації в контексті її впливу на інвестиційні рішення (складено на основі [413])

Індикатор	Характеристика
Норма прибутку на основний капітал	Валовий операційний дохід до акціонерного капіталу
Норма фінансового прибутку	Валовий неопераційний дохід до фінансових активів
Відношення фінансових активів до сукупних активів	Фінансові активи включають: готівку, короткострокові інвестиції, поточну дебіторську заборгованість, інші поточні активи, інвестиції та аванси
Відношення сукупної заборгованості до сукупних активів	Сукупна заборгованість включає поточну та довгострокову
Ефективне відсоткове навантаження	Процентні платежі до сукупної заборгованості

Нижче розглянемо окремі аспекти зв'язків між фінансіалізацією та ціноутворенням товарів. Як відомо, поряд з розвитком традиційних інструментів фінансового ринку (акції, облігації тощо) все більшої популярності набуває ринок деривативів. Досить часто постачальники та покупці на товарно-сировинних ринках для хеджування ризиків укладають

різного роду контракти, поширення серед яких набули саме ф'ючерси як біржові деривативи. До того ж в умовах зростаючої ролі фінансового сектору в економіці все більший інтерес з боку інвесторів викликають вкладення коштів саме в ці деривативи. Доволі поширеним серед інституційних інвесторів є утримання товарів у своїх кошиках через індекси товарних ф'ючерсів, прикладами яких виступають наступні: Goldman Sachs Commodity Index (GSCI); Dow Jones UBS Commodity Index (DJ-UBS); S&P Commodity Index (SPCI). Так, наприклад, за період 2003–2008 рр. обсяги коштів інституційних інвесторів на ринках товарних ф'ючерсів зросли з 15 до 200 млрд дол. Така ситуація призвела до суттєвих цінових коливань на ринках, що викликало занепокоєння як у самих інвесторів, так і у товаровиробників. Зокрема, А. Павлова та С. Басак [386], досліджуючи наслідки фінансіалізації в моделі, яка враховує особливості діяльності інституційних інвесторів поряд з традиційними учасниками ринку, довели наявність впливу останніх на ціноутворення товарів. Науковці встановили, що цінові шоки, створювані інституційними інвесторами за рахунок операцій з деривативами, впливають на попит і пропозицію індексованих товарів. Останнє призводить до цінових коливань на всі інші товари [386]. Схожі результати були отримані й іншими науковцями [422; 466; 568], які доводять присутність зв'язків між фінансіалізацією та ціноутворенням товарів.

З одного боку, посилений розвиток фінансового сектору приводить до економічного зростання [58; 94; 185; 221]. З іншого, домінування фінансового сектору економіки над її реальним сектором не завжди має позитивний ефект, що зумовлює проведення значної кількості досліджень у цьому напрямку. Значна увага приділяється вченими дослідженню впливу фінансіалізації на соціальний розвиток економіки країни, зокрема на нерівномірність розподілу доходів населення. У цьому аспекті підхід до оцінювання фінансіалізації дещо відрізняється від розглянутих вище. Відповідно до такого підходу рівень фінансіалізації М. Чапліцкі та П. Віпрзовські [412] визначається за наступними індикаторами:

- відношення обсягу фінансових трансакцій до валового внутрішнього продукту;
- відношення обсягу внутрішніх кредитів приватному сектору до валового внутрішнього продукту;
- частка доходів фінансових компаній у сукупних доходах всіх компаній;
- відношення рівня капіталізації фінансових компаній до сукупної капіталізації ринку цінних паперів;
- відношення доходів працівників фінансових компаній до сукупних доходів працівників всіх компаній [412].

При оцінюванні впливу фінансіалізації на соціальний розвиток країни найбільше уваги приділяється останньому індикатору, кількісні характеристики якого відображають ситуацію щодо нерівномірності розподілу доходів населення в умовах зростаючої ролі фінансового сектору в економіці порівняно з її реальним сектором. При цьому як індикатор нерівномірності розподілу доходів населення використовується коефіцієнт Джині. У процесі досліджень М. Чапліцкі та П. Віпрзовські [412] дійшли висновку, що в країнах з англосаксонською моделлю розвитку фінансового сектору фінансіалізація не чинить суттєвого впливу на стратифікацію доходів. Це дало змогу довести вченим відсутність негативного впливу фінансіалізації на соціальний розвиток в окремих країнах [412]. Подібний підхід було використано у роботі [581, с.1158–1182], де також досліджувались зв'язки між фінансіалізацією та нерівномірністю розподілу доходів населення, проте не повністю у всій групі англосаксонських країн, а лише в США. Для характеристики нерівномірності розподілу доходів населення використовувався коефіцієнт Джині, який було обрано як залежну змінну. Одночасно з цим у моделі було обрано ряд пояснюючих змінних, дві з яких мають безпосереднє відношення до оцінювання фінансіалізації в країні: відсоток доданої вартості сектору FIRE (finance – фінанси, insurance – страхування, real estate – нерухомість) до валового внутрішнього продукту; відношення доходів фінансових компаній до

сукупних доходів компаній. Незважаючи на схожість підходу, наведеного у роботі [581], з дослідженнями зазначеними вище, вчені отримали інші результати, які засвідчили негативний вплив фінансіалізації на посилення нерівномірності розподілу доходів у суспільстві. Такий висновок підтвердився наступними математичними розрахунками науковців. Кореляційний аналіз між нерівномірністю розподілу доходів населення та незалежними змінними показав наявність суттєвого за інтенсивністю зв'язку між досліджуваними ознаками. Так, незалежні змінні пояснюють майже 97 % варіації нерівномірності розподілу доходів населення, починаючи з 1967 р. У роботі [581] зазначено, що навіть при врахуванні всіх інших факторів впливу на збільшення нерівномірності розподілу доходів населення фінансіалізація все одно є вагомою пояснюючою змінною у цьому аспекті. Слід також зазначити, що відсоток доданої вартості сектору FIRE до валового внутрішнього продукту розглядався як основний індикатор фінансіалізації в США [581].

Нижче здійснимо групування індикаторів фінансіалізації у контексті її впливу на соціальний розвиток країни, зокрема на нерівномірність розподілу доходів населення. На підставі проведеного групування сформуємо комплексний перелік таких індикаторів відповідно до існуючих напрацювань вчених у цьому аспекті (табл. 2.3).

Таблиця 2.3 – Індикатори фінансіалізації в аспекті її впливу на нерівномірність розподілу доходів населення

Індикатор	Характеристика
Темп приросту валового внутрішнього продукту на душу населення	Темп приросту валового внутрішнього продукту на душу населення є загальноприйнятим показником. Соціальна нерівність у суспільстві залежить від рівня розвитку, який характеризує зазначений показник [495]
Рівень доступу до вищої освіти	Більші інвестиції в освіту ведуть до підвищення рівня заробітних плат в країні. Чим більшим є рівень доступу до вищої освіти, тим меншою є розбіжність у доходах населення [392; 507]

Продовження табл. 2.3

Індикатор	Характеристика
Відкритість економіки (відношення суми експорту та імпорту до валового внутрішнього продукту)	Відкриття економіки для міжнародної торгівлі країною, яка багата на людські ресурси, може призвести до зростання доходів, а відтак до підвищення заробітних плат [562]
Відношення обсягу доданої вартості, створеної сектором FIRE до сукупної доданої вартості	FIRE включає ті сфери, які прямо пов'язані з фінансовим сектором економіки країни [581]
Відношення доходів фінансових компаній до сукупних доходів компаній	Частка доходів фінансових компаній у сукупних доходах всіх компаній в економіці [412; 441; 581]

Стосовно останнього індикатора, зазначеного в табл. 2.3, відзначимо, що у ході оцінювання фінансіалізації він застосовується науковцями з метою вимірювання її загальноекономічного, соціального та інвестиційного впливу. Виходячи з цього, на сьогодні все більше уваги зосереджується на визначенні сукупних доходів компаній в економіці та порівнянні їх з доходами фінансових та нефінансових компаній. Слід також зазначити, що зростаюча частка фінансового сектору в економіці відображається як в експансії банків, брокерських фірм, фінансових компаній, так і в поведінці нефінансових інститутів, які в останні роки зосереджують свою діяльність на фінансових ринках, забираючи капітал зі сфери товарного виробництва. Тому поряд зі зростаючими обсягами доходів фінансових компаній зростає і частка доходів від фінансової діяльності, отриманих нефінансовими компаніями в країні. У цьому аспекті Г. Кріппнер у власному дослідженні [491] визначає два основні підходи до оцінювання фінансіалізації. По-перше, досліджує джерела доходів нефінансових корпорацій, демонструючи зростаючу важливість «портфельного доходу» (включає доходи за рахунок відсоткових платежів, дивідендів та капітальні надходження від інвестицій) порівняно з доходами, утвореними внаслідок виробництва товарів. По-друге, використовуючи традиційний секторальний аналіз, досліджує зростаючу роль фінансового сектору, порівнюючи фінансові та нефінансові доходи. Г. Кріппнер відзначила, що

кожен із вищезазначених підходів до оцінювання фінансіалізації має свої обмеження, проте їх спільне використання надає достовірну та повну характеристику фінансіалізації економіки США. Перший з індикаторів фінансіалізації виступає мірою, до якої нефінансові корпорації отримують доходи від фінансових інвестицій на противагу виробничій діяльності. В цьому аспекті для визначення важливості фінансових доходів нефінансових корпорацій використовується індикатор відношення портфельного доходу до готівкового потоку. Поряд з цим важливим виступає загальне порівняння доходів виробничих та невиробничих секторів економіки. Другий індикатор фінансіалізації – фінансові та нефінансові доходи в економіці. Використання цього індикатора ґрунтується на тому, що поряд зі зростанням ролі фінансових операцій у генеруванні потоків доходів нефінансовими корпораціями фінансовий сектор сам по собі стає місцем для акумулювання коштів в економіці (табл. 2.4) [491].

Таблиця 2.4 – Індикатори фінансіалізації, запропоновані Г. Кріппнер (складено на основі [491])

Індикатор	Характеристика
Портфельний дохід	
Відношення портфельного доходу до готівкового потоку корпорацій	Портфельний дохід включає сукупні доходи нефінансових корпорацій від процентних надходжень, дивідендів, капітальних надходжень від інвестицій. Готівковий потік корпорацій включає в себе сукупні доходи та податкові знижки на амортизацію
Фінансові і нефінансові доходи	
Відношення фінансових доходів до нефінансових	У межах цього індикатора фінансіалізації проводиться секторальний аналіз доходів

Застосовуючи індикатори, наведені у табл. 2.4, Г. Кріппнер підтверджує зростаючу роль фінансового сектору економіки США порівняно з її реальним сектором. Протягом 1980–1990 рр. у США відношення портфельного доходу до готівкового потоку корпорацій складало від трьох до п'яти разів рівня,

характерного для 1950–1960 рр., при цьому індикатор відношення фінансових доходів до нефінансових коливався в таких же межах. Результати досліджень Г. Кріппнер довели, що перша половина 1990-х рр. для США характеризувалась відходом від надмірного рівня фінансіалізації порівняно з 1980-ми роками. Також Г. Кріппнер було встановлено періоди активізації процесів фінансіалізації економіки США [491].

Слід зазначити, що попри зосередження основної уваги на дослідженні специфіки випереджаючого розвитку фінансового сектору порівняно реальним у США, інші розвинуті країни теж мають власний досвід фінансіалізації. Досить яскравим прикладом у цьому аспекті виступає досвід Іспанії, де фінансіалізація також набула широкого розмаху протягом двох останніх десятиліть. Як і в більшості розвинутих країн, фінансіалізація в Іспанії відбувалася достатньо швидкими темпами разом з випереджаючим розвитком фінансового сектору порівняно з реальним. Проте основним стимулом та визначальним фактором до прискорення фінансіалізації в Іспанії виступили «фінансові бульбашки», які утворилися наприкінці 1990-х рр. Економічна модель розвитку Іспанії протягом 1996–2007 рр. визначалася багатьма науковцями як успішна: економічне зростання більше середньоєвропейського рівня, швидке створення робочих місць, контрольована інфляція, профіцит бюджету. В той же час головним недоліком моделі розвитку Іспанії, базою для якої виступав фінансовий капітал, стала її основа. Надлишок капіталу у фінансовому секторі Іспанії і у глобальному масштабі, лібералізація економічних відносин та низькі відсоткові ставки спричинили відкриття широкого доступу до кредитних ресурсів для іспанських компаній та домогосподарств. Все це призвело до зростання сукупного боргу Іспанії, в якому значну частину займав зовнішній борг, що в подальшому мало наслідком створення «бульбашки» на ринку нерухомості. Поряд з цим, в Іспанії зростання вартості фінансових активів та нерухомості протягом 1994–2009 рр. було значно вищим, ніж зростання валового внутрішнього продукту країни. До того ж проходження фінансіалізації в Іспанії під впливом описаних вище чинників

призвело до значного збільшення обсягу державних витрат на підтримку економіки країни та її фінансового сектору [376].

Відповідно до досвіду фінансіалізації в Іспанії, а відтак і для розвинутих країн можемо сформулювати додатковий перелік індикаторів фінансіалізації: темп зростання вартості фінансових активів у порівнянні з валовим внутрішнім продуктом; темп зростання сукупного боргу країни в цілому та окремо за складовими; співвідношення обсягів державних витрат на підтримку фінансового сектору та економіки в цілому. Слід відмітити, що в аспекті дослідження загальноекономічного, соціального та інвестиційного впливу фінансіалізації часто використовуються схожі підходи до оцінювання її рівня, які можуть перетинатися між собою. Тому не виключеним є розрахунок однакових індикаторів фінансіалізації та включення окремих з них до відповідних розрахункових моделей.

Науковець Дж. Асса [381] вивчав наслідки впливу фінансіалізації на промислові країни Організації економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР) за період 1970–2008 рр.. При цьому, досліджуючи вплив на економічне зростання, нерівномірність розподілу доходів населення, безробіття фінансіалізації вчений використав наступні індикатори, що її характеризують:

- відношення обсягу доданої вартості, створеної у фінансовому секторі, до сукупної доданої вартості;
- відношення працевлаштованих у фінансовому секторі до сукупного рівня працевлаштування в країні [381, с. 35–38].

У власному дослідженні Дж. Асса підтвердив негативний вплив фінансіалізації на економічний розвиток в країнах ОЕСР. Наслідками такого впливу було визначено вченим посилення нерівномірності розподілу доходів населення, уповільнення темпів економічного зростання, підвищення рівня безробіття [381, с. 35–38]. Цікавим є той факт, що існує думка про причетність процесу фінансіалізації у розвинутих країнах світу до виникнення фінансових криз. Проте, звісно, не тільки фінансіалізація пояснює фінансові колапси світового масштабу [381; 501; 532].

Отже, на основі вивчення існуючих підходів до оцінювання фінансіалізації, їх можна розділити на дві групи: основні та додаткові. Основні підходи стосуються обов'язкових аспектів врахування зростаючої ролі фінансового сектору в економіці, а додаткові – використовуються в окремих вузьких площинах дослідження фінансіалізації.

Загалом, узагальнення світового досвіду вивчення підходів до оцінювання різних проявів та наслідків фінансіалізації дозволило виокремити індикатори її впливу на економічний розвиток.

Далі перейдемо до розробки авторського науково-методичного підходу до оцінювання залежності дисбалансів руху фінансових ресурсів від процесів фінансіалізації через використання індикаторів, що її характеризують. Отже, оцінювання дисбалансів руху фінансових ресурсів пропонується проводити на основі індикаторів, що характеризують фінансіалізацію. На рис. 2.1 наведено перелік таких індикаторів за двома групами: обов'язкові та допоміжні (необов'язкові).

Систематизація окремих індикаторів, що характеризують фінансіалізацію (рис. 2.1), проведена з метою подальшого формування інтегрального показника дисбалансів руху фінансових ресурсів.

Враховуючи відсутність окремих публічних джерел інформації в країнах щодо ряду індикаторів, на жаль, немає можливості сформувати повну інформаційну базу для розрахунку інтегрального показника дисбалансів руху фінансових ресурсів. Тому, відповідно до наявних джерел інформації сформовано максимально повний перелік індикаторів, які не дублюють один одного і стосуються різних аспектів фінансіалізації. Ці індикатори ввійшли до сформованого інтегрального показника дисбалансів руху фінансових ресурсів. Такий інтегральний показник характеризує рівень дисбалансів руху фінансових ресурсів в умовах фінансіалізації економіки.

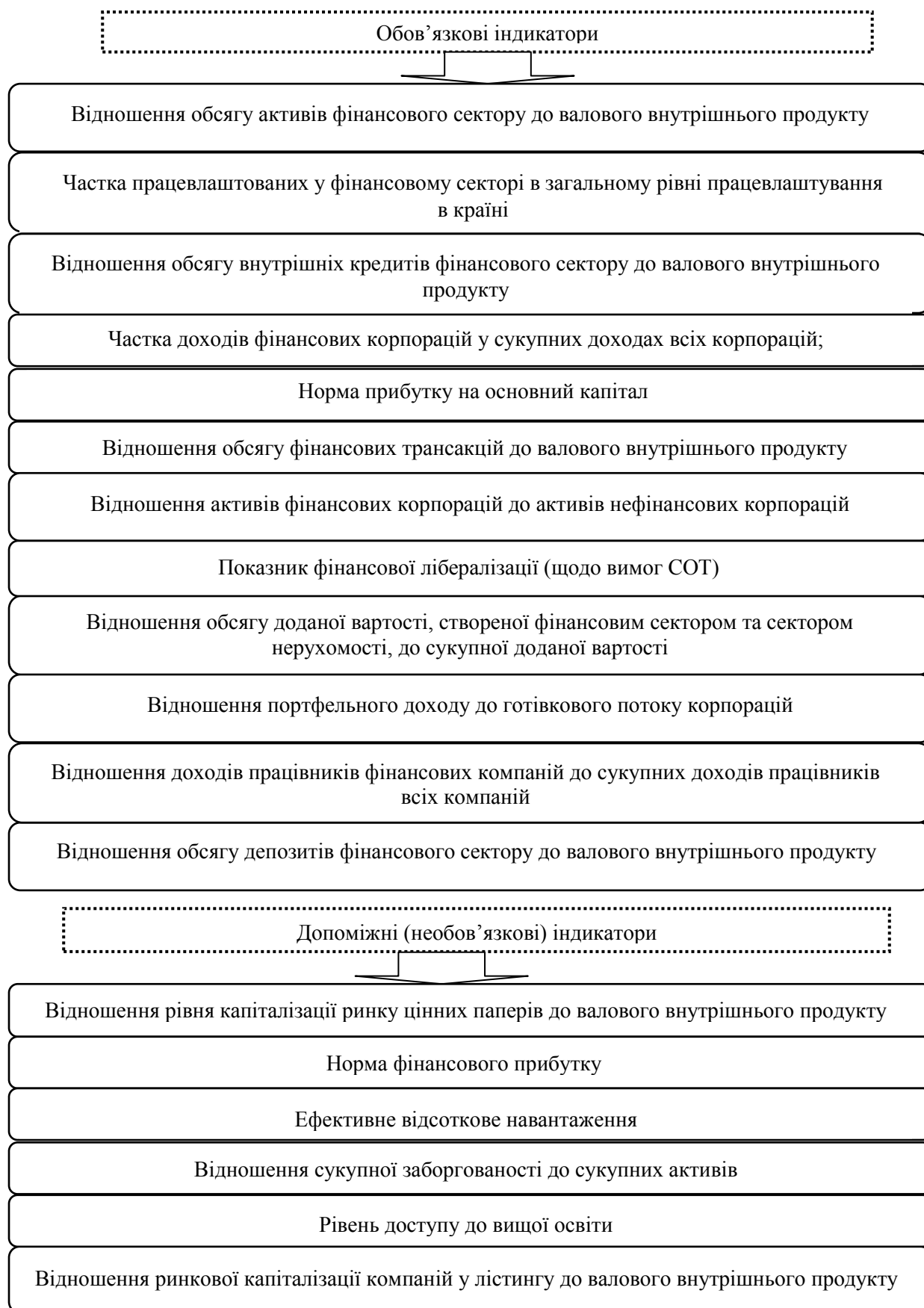


Рисунок 2.1 – Систематизація індикаторів для характеристики фінансіалізації

Зокрема, до цього переліку ввійшли наступні індикатори:

- відношення обсягу доданої вартості, створеної фінансовим сектором та сектором нерухомості, до сукупної доданої вартості (value_fire, FV);
- відношення обсягу внутрішніх кредитів фінансового сектору до валового внутрішнього продукту (credit_fin, FC);
- частка працевлаштованих у фінансовому секторі в загальному рівні працевлаштування в країні (fin_employ, FE);
- відношення ринкової капіталізації компаній у лістингу до валового внутрішнього продукту (market_cap, MC);
- відношення активів фінансових корпорацій до активів нефінансових корпорацій (fin_to_nonfin, FNF);
- відношення обсягу депозитів фінансового сектору до валового внутрішнього продукту (fs_depos, FD);
- відношення рівня капіталізації ринку цінних паперів до валового внутрішнього продукту (stock_m_cap, SMC);
- відношення обсягу активів фінансового сектору до валового внутрішнього продукту (fin_assets, FA);
- показник фінансової лібералізації (fin_liber, FL).

Відзначимо, що всі дев'ять зазначених вище індикаторів є відносними та майже всі з них у своєму розрахунку співвідносяться з валовим внутрішнім продуктом. Після розрахунку обраних індикаторів будуть отримані досить розрізнені значення, що вимагає здійснення подальшої їх нормалізації та приведення до порівнянного вигляду. У цьому випадку нормалізацію індикаторів можна здійснити із використанням засобів MS Excel. Вона, як відомо, ґрунтується на використанні середнього значення та стандартного відхилення по виборці при розрахунку нормалізованих величин. Джерелами інформації для розрахунку зазначених вище індикаторів виступають статистичні дані, що публікуються на офіційних сайтах Світового банку [253], Міжнародного валютного фонду (МВФ) [249], ОЕСР. Також було використано

офіційні статистичні джерела кожної досліджуваної країни окремо. Для більшого розуміння обраних вище індикаторів надалі надано деякі пояснення щодо їх складу та розрахунку (табл. 2.5).

Таблиця 2.5 – Склад та порядок розрахунку окремих індикаторів, які стосуються різних аспектів фінансіалізації

Індикатор	Склад та порядок розрахунку індикатора
Відношення обсягу внутрішніх кредитів фінансового сектору до валового внутрішнього продукту	Внутрішній кредит включає кредити різним секторам на валовій основі, за виключенням кредиту центральному уряду на чистій основі
Відношення активів фінансових корпорацій до активів нефінансових корпорацій	Відношення фінансових активів фінансових корпорацій до фінансових активів нефінансових корпорацій
Показник фінансової лібералізації	Розрахований А. Кіреєвим [474] відповідно до зобов'язань країни перед Світовою організацією торгівлі (СОТ) щодо фінансової лібералізації
Відношення обсягу активів фінансового сектору до валового внутрішнього продукту	Активи фінансового сектору включають активи банків, страхових компаній та інших фінансових посередників

Вищенаведені індикатори, що характеризують фінансіалізацію, слугують базисом для визначення рівня дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці країни. Як вже вище зазначалось, такі дисбаланси спричинені фінансіалізацією. Між обраними індикаторами фінансіалізації, що формують інтегральний показник дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці окремої країни, існують певні зв'язки, що дає підстави стверджувати про присутність мультиколінеарності. Так, присутність зв'язків не виключається між такими індикаторами, як відношення активів фінансових корпорацій до активів нефінансових корпорацій та відношення обсягу активів фінансового сектору до валового внутрішнього продукту. Хоча ці індикатори і мають свої особливості щодо розрахунку розміру активів, проте в деяких аспектах присутні однакові процедури стосовно врахування окремих складових активів тих чи інших корпорацій, що є причиною ймовірної появи зв'язку між цими показниками. В той же час можемо говорити про наявність зв'язку між індикаторами відношення обсягу внутрішніх кредитів фінансового сектору до

валового внутрішнього продукту та відношення обсягу активів фінансового сектору до валового внутрішнього продукту. У цьому випадку перший індикатор у деякій мірі включається у другий, оскільки кредити посередників виступають складовою сукупного обсягу активів фінансового сектору. Поряд із зазначеними вище індикаторами необхідно також відмітити можливі зв'язки між показниками відношення обсягу депозитів фінансового сектору до валового внутрішнього продукту та відношення обсягу активів фінансового сектору до валового внутрішнього продукту. На перший погляд, між цими індикаторами не повинен існувати тісний зв'язок, проте зауважимо, що в більшості випадків тенденції зміни обсягу активів повторюють тенденції змін депозитів фінансового сектору, оскільки обсяг накопичених ресурсів фінансовими посередниками визначає їх можливості щодо розміщення коштів в активні операції з метою отримання прибутку. Зважаючи на вищенаведене, необхідним є застосування методу головних компонент для формування інтегрального показника дисбалансів руху фінансових ресурсів. Такий метод призначений для оцінювання параметрів моделі, якщо до неї входять мультиколінеарні змінні. В той же час цей метод підходить для з'ясування вагомості індикаторів, що характеризують фінансіалізацію та входять до інтегрального показника дисбалансів руху фінансових ресурсів. Тобто ми маємо набір змінних інтегрального показника дисбалансів руху фінансових ресурсів, які корелюють між собою. Суть методу головних компонент полягає у тому, щоб перетворити множину обраних змінних інтегрального показника дисбалансів руху фінансових ресурсів на нову множину попарно некорельованих змінних. Такі змінні будуть входити до сформованого інтегрального показника дисбалансів руху фінансових ресурсів. В результаті отримаємо ситуацію, в якій перша змінна нової множини відповідатиме максимально можливій дисперсії, друга – за значенням менше і т.д. А тому коефіцієнти, що будуть отримані для першої головної компоненти, можуть бути використані для формування інтегрального показника дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці будь-якої країни у визначеному році. Для

реалізації методу головних компонент та подальшого формування інтегрального показника дисбалансів руху фінансових ресурсів скористаємося засобами програмного забезпечення STATA, що активно використовується зарубіжними науковцями для виконання різних статистичних завдань. Так, результати використання методу головних компонент для побудови інтегрального показника дисбалансів руху фінансових ресурсів відображені у табл. 2.6. У ній представлено числові дані щодо результатів використання методу головних компонент, проте для наочності доцільним є відображення цих даних графічно у вигляді рис. 2.2. Як бачимо з табл. 2.6 та рис. 2.2, перша головна компонента пояснює найбільшу частку загальної дисперсії на рівні 53,31 %. Як видно з рис. 2.2, найближче до першої головної компоненти знаходиться друга, проте остання з них пояснює загальну дисперсію значно менше, ніж перша, – 12,1 % проти 53,31 %. А тому для формування інтегрального показника дисбалансів руху фінансових ресурсів будуть використані власні значення (eigenvalues) тільки першої головної компоненти, що представлені в табл. 2.7.

Таблиця 2.6 – Результати використання методу головних компонент для формування інтегрального показника дисбалансів руху фінансових ресурсів

Компонента (Component)	Власне значення (Eigenvalue)	Різниця (Difference)	Частка загальної дисперсії (Proportion)	Кумулятивна дисперсія (Cumulative)
Comp1	4,79834	3,70917	0,5331	0,5331
Comp2	1,08917	0,0735542	0,1210	0,6542
Comp3	1,01561	0,198694	0,1128	0,7670
Comp4	0,816919	0,110263	0,0908	0,8578
Comp5	0,706656	0,439951	0,0785	0,9363
Comp6	0,266705	0,0957122	0,0296	0,9659
Comp7	0,170993	0,0622622	0,0190	0,9849
Comp8	0,108731	0,0818568	0,0121	0,9970
Comp9	0,0268741	0	0,0030	1,0000

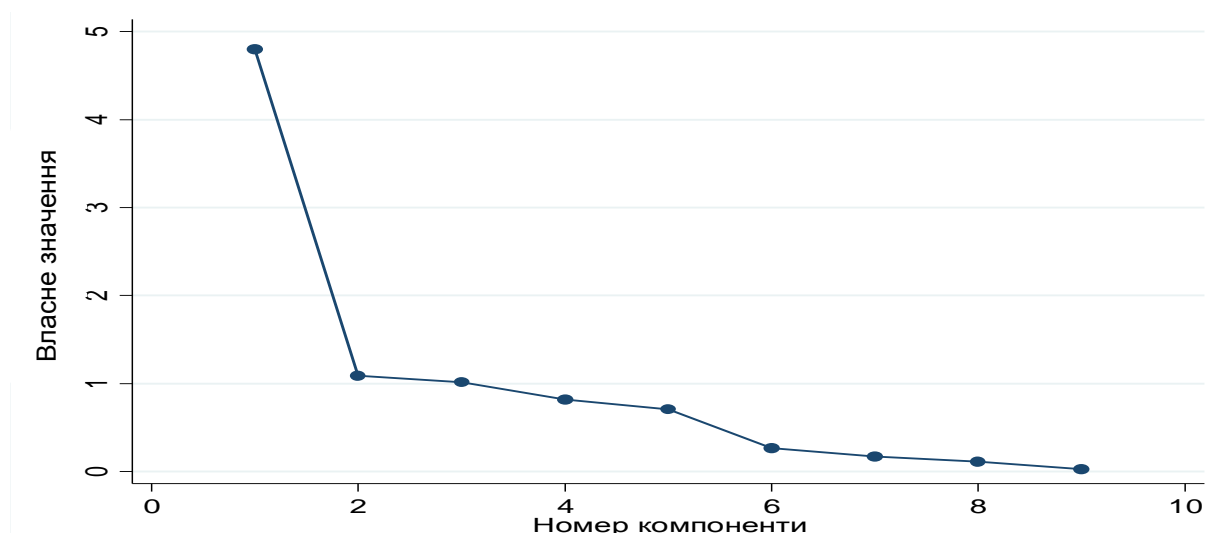


Рисунок 2.2 – Графічне відображення результатів використання методу головних компонент для формування інтегрального показника дисбалансів руху фінансових ресурсів

Таблиця 2.7 – Власні значення головних компонент інтегрального показника дисбалансів руху фінансових ресурсів

Змінна	Comp1	Comp2	Comp3	Comp4	Comp5	Comp6	Comp7	Comp8	Comp9	Не пояснено
FV	0,3486	0,3957	0,0289	-0,3507	0,2829	0,2356	-0,6149	0,2896	0,0252	0
FC	0,3969	-0,1144	-0,0234	0,0463	-0,4533	0,2381	-0,3139	-0,6793	0,0667	0
FE	0,3572	0,3092	0,0742	-0,4201	0,2664	0,0887	0,6442	0,3142	0,0481	0
MC	0,3571	0,4659	0,2138	-0,1322	0,3265	0,0690	-0,0276	0,1263	0,6813	0
FNF	0,0377	0,4367	0,8008	0,3920	-0,1097	-0,0232	-0,0101	0,0171	0,0018	0
FD	0,3810	0,0602	-0,0790	0,0442	-0,5402	0,3499	0,3129	0,5747	0,0242	0
SMC	0,3722	-0,4365	0,1999	0,1174	0,2936	-0,0556	0,0002	0,0054	-0,7265	0
FA	0,3806	0,1943	-0,1768	0,0109	-0,2306	0,8520	0,0440	0,0705	-0,0003	0
FL	0,1895	0,3083	0,4782	0,7151	-0,3060	0,1521	0,0879	0,0667	-0,0074	0

Використовуючи власні значення першої головної компоненти з табл. 2.7, можемо представити загальний вигляд інтегрального показника дисбалансів руху фінансових ресурсів (IR) для відповідної країни у визначеному році i . Для цього необхідно просумувати добутки нормалізованих значень за окремими індикаторами (змінними), що характеризують фінансіалізацію, з коефіцієнтами відповідно до першої головної компоненти (2.1):

$$\begin{aligned}
 IR_i = & FV \times 0,3486 + FC \times 0,3969 + FE \times 0,3572 + \\
 & MC \times 0,3571 + FNF \times 0,0377 + FD \times 0,3810 + \\
 & + SMC \times 0,3722 + FA \times 0,3806 + FL \times 0,1895
 \end{aligned}
 \tag{2.1}$$

Далі можемо стверджувати, виходячи з формули 2.1, що всі складові сформованого інтегрального показника дисбалансів руху фінансових ресурсів, окрім відношення активів фінансових корпорацій до активів нефінансових корпорацій, засвідчують майже рівні значення коефіцієнтів, що вказує на присутність однакової частки участі кожного індикатора в інтегральному показникові. На основі формули 2.1 розраховано значення інтегрального показника дисбалансів руху фінансових ресурсів для кожної з 33 обраних країн у відповідному році. В результаті розрахунків отримано розрізнені значення, тому пропонуємо перевести їх у нормовану шкалу від 0 до 1. Для цього скористаємося наступною формулою (2.2):

$$IR_i^n = (IR_i - IR_{min}) / (IR_{max} - IR_{min})
 \tag{2.2}$$

де

IR_i^n – нормалізоване значення інтегрального показника дисбалансів руху фінансових ресурсів для i -го періоду (від 0 до 1);

IR_i – вихідне значення інтегрального показника дисбалансів руху фінансових ресурсів для i -го періоду;

IR_{min} – фактичне мінімальне значення інтегрального показника дисбалансів руху фінансових ресурсів;

IR_{max} – фактичне максимальне значення інтегрального показника дисбалансів руху фінансових ресурсів.

Отримавши нормалізовану шкалу інтегрального показника дисбалансів руху фінансових ресурсів для кожної країни від 0 до 1, необхідно здійснити градацію цього діапазону на декілька менших для надання характеристики рівню таких дисбалансів для відповідної країни. Для цього скористаємося

концепцією кватилів, відповідно до якої розподіл шкали від 0 до 1 здійснимо на чотири інтервали. Кватиль використовується для описування показників, розподіл яких відрізняється від нормального. Концепція кватилів передбачає ранжування варіаційного ряду та розподіл його на чотири частини. Відповідно до цього інтерпретацію значень розрахованого інтегрального показника дисбалансів руху фінансових ресурсів здійснимо на основі рейтингування країн та їх розподілу за такими кватиллями:

– $\left[0; \frac{1}{4} \max_{i=1-33} \{IR_i^n\} \right)$ – низький рівень дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці;

– $\left[\frac{1}{4} \max_{i=1-33} \{IR_i^n\}; \frac{1}{2} \max_{i=1-33} \{IR_i^n\} \right)$ – помірний (достатній) рівень дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці;

– $\left[\frac{1}{2} \max_{i=1-33} \{IR_i^n\}; \frac{3}{4} \max_{i=1-33} \{IR_i^n\} \right)$ – високий рівень дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці;

– $\left[\frac{3}{4} \max_{i=1-33} \{IR_i^n\}; \max_{i=1-33} \{IR_i^n\} \right]$ – критичний (найвищий) рівень дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці.

Виходячи з наведеного вище, у додатку А представлено алгоритм визначення інтегрального показника дисбалансів руху фінансових ресурсів в умовах фінансіалізації економіки. Етапами побудови цього алгоритму виступають відповідно: формування інформаційної бази для характеристики фінансіалізації, узагальнення статистичної інформації за країнами світу, нормалізація індикаторів на основі стандартного відхилення, з'ясування вагомості індикаторів, що характеризують фінансіалізацію, розрахунок інтегрального показника дисбалансів руху фінансових ресурсів та інтерпретація його значень.

Провівши розрахунок інтегрального показника дисбалансів руху фінансових ресурсів для 33 країн за період 1991–2013 рр. (табл. 2.8), можемо зробити наступні висновки відповідно до чотирьох рівнів таких дисбалансів.

Із досліджуваного переліку країн критичним або високим рівнем дисбалансів руху фінансових ресурсів характеризуються економіки Австралії, Канади, Франції, Німеччини, Японії, Кореї, Південної Африки, Великобританії, США, Малайзії. При цьому критичний (найвищий) рівень дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці (більше 0,75) присутній в Австралії, Канаді, Японії, Великобританії та США, а високий (від 0,5 до 0,75) – у Франції, Німеччині, Кореї, Південній Африці, Малайзії. Відзначимо, що лідером за рівнем дисбалансів руху фінансових ресурсів майже на всьому проміжку дослідження виступає США, починаючи з 1997 р., що не є дивним через започаткування випереджаючого розвитку фінансового сектору порівняно з реальним саме в цій країні. В цілому отримані значення інтегрального показника дисбалансів руху фінансових ресурсів для зазначених вище країн підтверджують існуючі в них тенденції випереджаючого розвитку фінансового сектору над реальним: всі країни, окрім Малайзії, входять до 20 найрозвинутіших країн світу (G20). На сьогодні Малайзія, хоча й не входить до G20, проте активно розвивається та демонструє високі темпи економічного зростання. До країн з помірним (достатнім) рівнем дисбалансів руху фінансових ресурсів (розрахований інтегральний показник знаходиться в межах від 0,25 до 0,5) на сьогоднішній день належать: Бразилія, Китай, Індія, Італія, Філіппіни, Польща, Російська Федерація, Румунія, Латвія, Литва, Естонія, Угорщина, Словаччина, Чехія, Болгарія. Серед зазначених країн відзначимо ті з них, що засвідчують висхідну динаміку рівня дисбалансів руху фінансових ресурсів протягом аналізованого періоду. Так, починаючи з 1993 р., рівень дисбалансів руху фінансових ресурсів у Філіппінах підвищився з низького на помірний (достатній), з 1997 р. така ж ситуація спостерігалася в Естонії, з 2000 р. – у Латвії, з 2002 р. – у Польщі та Китаї, з 2004 р. – в Індії, з 2006 р. – у Румунії, Литві та Російській Федерації. При цьому рівень дисбалансів руху фінансових ресурсів в Мексиці протягом всього періоду дослідження був неоднозначним, змінюючись з помірного (достатнього) на низький і навпаки.

Таблиця 2.8 – Інтегральний показник дисбалансів руху фінансових ресурсів (IR) в економіках країн за період 1991–2013

рр.

Країна	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Австралія	0,657	0,679	0,654	0,673	0,719	0,706	0,710	0,694	0,710	0,723	0,740	0,806	0,834	0,831	0,819	0,854	0,895	0,839	0,929	0,921	0,844	0,866	0,832
Казахстан	0,102	0,095	0,116	0,084	0,074	0,055	0,090	0,080	0,087	0,098	0,104	0,126	0,131	0,145	0,171	0,258	0,258	0,246	0,286	0,226	0,175	0,185	0,187
Бразилія	0,238	0,303	0,346	0,307	0,254	0,252	0,277	0,256	0,261	0,308	0,316	0,325	0,334	0,333	0,318	0,349	0,405	0,344	0,374	0,372	0,356	0,386	0,368
Канада	0,730	0,743	0,704	0,708	0,758	0,762	0,822	0,774	0,774	0,788	0,905	0,970	0,962	0,963	0,989	0,986	0,963	0,893	0,932	0,982	0,922	0,938	0,920
Китай	0,157	0,144	0,162	0,150	0,157	0,140	0,167	0,171	0,181	0,217	0,222	0,250	0,257	0,248	0,238	0,316	0,435	0,337	0,368	0,355	0,300	0,314	0,302
Франція	0,536	0,542	0,511	0,517	0,512	0,487	0,528	0,524	0,553	0,611	0,601	0,606	0,592	0,582	0,593	0,635	0,637	0,622	0,618	0,623	0,602	0,635	0,656
Грузія	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,037	0,032	0,029	0,027	0,025	0,026	0,024	0,028	0,022	0,027	0,057	0,064	0,048	0,055	0,067	0,068	0,069	0,057
Німеччина	0,557	0,564	0,569	0,569	0,568	0,547	0,606	0,606	0,624	0,681	0,680	0,704	0,690	0,670	0,660	0,666	0,665	0,673	0,693	0,675	0,651	0,674	0,678
Індія	0,158	0,148	0,189	0,198	0,219	0,173	0,175	0,155	0,173	0,185	0,181	0,213	0,230	0,250	0,270	0,308	0,382	0,332	0,326	0,347	0,310	0,320	0,304
Індонезія	0,130	0,119	0,147	0,170	0,259	0,241	0,218	0,194	0,220	0,197	0,182	0,199	0,196	0,191	0,182	0,196	0,194	0,152	0,152	0,180	0,184	0,170	0,156
Італія	0,404	0,413	0,392	0,398	0,386	0,410	0,376	0,378	0,398	0,445	0,429	0,453	0,441	0,430	0,435	0,461	0,464	0,475	0,461	0,465	0,491	0,509	0,520
Японія	1,000	1,000	0,904	0,973	1,000	0,928	0,958	0,931	0,954	0,955	0,898	0,945	0,927	0,911	0,943	0,915	0,870	0,909	0,931	0,908	0,927	0,869	0,835
Корея	0,345	0,358	0,341	0,367	0,375	0,332	0,328	0,312	0,432	0,399	0,461	0,515	0,502	0,487	0,528	0,555	0,570	0,577	0,592	0,605	0,601	0,590	0,540
Мексика	0,288	0,242	0,246	0,237	0,273	0,209	0,221	0,182	0,170	0,156	0,156	0,185	0,160	0,159	0,230	0,249	0,244	0,170	0,262	0,265	0,252	0,244	0,268
Філіппіни	0,173	0,174	0,275	0,331	0,386	0,392	0,340	0,286	0,275	0,251	0,281	0,305	0,259	0,238	0,263	0,301	0,310	0,284	0,289	0,331	0,349	0,340	0,337
Польща	0,139	0,139	0,156	0,156	0,194	0,167	0,186	0,199	0,210	0,223	0,227	0,255	0,249	0,263	0,282	0,314	0,328	0,305	0,317	0,336	0,313	0,319	0,300
Російська Федерация	0,053	0,040	0,058	0,076	0,113	0,083	0,125	0,109	0,118	0,102	0,131	0,170	0,205	0,185	0,220	0,288	0,310	0,207	0,261	0,266	0,231	0,251	0,278
Південна Африка	0,627	0,549	0,560	0,645	0,725	0,673	0,684	0,596	0,659	0,648	0,661	0,732	0,731	0,778	0,838	0,895	0,929	0,869	0,898	0,795	0,696	0,791	0,723
Україна	0,052	0,051	0,018	0,053	0,050	0,016	0,014	0,021	0,027	0,049	0,064	0,098	0,108	0,137	0,145	0,187	0,260	0,233	0,225	0,212	0,191	0,186	0,184
Велико-британія	0,756	0,741	0,720	0,741	0,737	0,753	0,815	0,799	0,816	0,855	0,838	0,855	0,847	0,848	0,867	0,904	0,913	0,962	0,970	1,000	1,000	0,986	0,970
США	0,874	0,915	0,829	0,815	0,889	0,891	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	0,995	0,982	1,000	0,980
Малайзія	0,585	0,758	1,000	1,000	0,942	1,000	0,784	0,701	0,726	0,646	0,680	0,709	0,709	0,673	0,606	0,599	0,615	0,546	0,616	0,655	0,634	0,592	0,542
Молдова	0,078	0,051	0,032	0,036	0,057	0,048	0,044	0,058	0,066	0,053	0,057	0,076	0,080	0,093	0,100	0,126	0,128	0,142	0,148	0,131	0,128	0,131	0,123
Румунія	0,156	0,121	0,111	0,097	0,191	0,151	0,185	0,197	0,183	0,192	0,182	0,216	0,195	0,204	0,232	0,256	0,260	0,260	0,280	0,275	0,278	0,271	0,265
Латвія	0,132	0,114	0,135	0,156	0,161	0,119	0,123	0,126	0,214	0,250	0,257	0,297	0,293	0,302	0,334	0,365	0,355	0,389	0,423	0,389	0,393	0,382	0,375
Литва	0,079	0,106	0,101	0,121	0,143	0,113	0,120	0,101	0,115	0,123	0,123	0,156	0,163	0,185	0,224	0,260	0,254	0,253	0,271	0,277	0,265	0,268	0,250
Естонія	0,162	0,161	0,164	0,195	0,223	0,215	0,254	0,241	0,350	0,376	0,372	0,438	0,436	0,450	0,441	0,466	0,456	0,478	0,499	0,479	0,458	0,464	0,420
Угорщина	0,262	0,265	0,270	0,279	0,331	0,308	0,332	0,311	0,301	0,323	0,318	0,347	0,339	0,339	0,355	0,381	0,381	0,393	0,403	0,391	0,379	0,385	0,360
Словаччина	0,434	0,419	0,374	0,323	0,373	0,331	0,359	0,315	0,289	0,308	0,321	0,356	0,323	0,314	0,310	0,316	0,305	0,326	0,342	0,334	0,338	0,336	0,378
Чехія	0,499	0,477	0,431	0,419	0,438	0,387	0,383	0,354	0,325	0,340	0,344	0,381	0,369	0,363	0,362	0,375	0,387	0,389	0,397	0,386	0,373	0,381	0,356
Болгарія	0,376	0,377	0,367	0,346	0,330	0,401	0,229	0,208	0,209	0,218	0,233	0,268	0,278	0,293	0,320	0,349	0,393	0,412	0,393	0,390	0,385	0,358	0,387
Вірменія	0,064	0,043	0,017	0,020	0,045	0,009	0,000	0,000	0,006	0,007	0,005	0,008	0,000	0,000	0,000	0,022	0,016	0,011	0,027	0,047	0,059	0,050	0,065
Азербайджан	0,085	0,059	0,066	0,067	0,034	0,000	0,018	0,016	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,015	0,001	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,001

Низький рівень дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці притаманний для Казахстану, Грузії, Індонезії, України, Молдови, Вірменії та Азербайджану. Отримані низькі значення інтегрального показника дисбалансів руху фінансових ресурсів (менше 0,25) для цих країн пояснюються тим, що їх економіки на сьогодні перебувають у стані постійної трансформації, фінансові сектори є недостатньо розвиненими тощо.

Відзначимо, що підвищення рівня дисбалансів руху фінансових ресурсів у всіх країнах, що формують вибірку, спостерігалось у 2006–2007 рр., що відповідає докризовому періоду останньої світової фінансової кризи, однією з причин якої стало надмірне зростання обсягів фінансових операцій з використанням різного роду фінансових інструментів. У цей період відбувається як активне збільшення обсягу активів банків та інших фінансових інститутів, так і поширення різноманітних деривативів, які стали причиною ще більшого зростання обсягів фінансових операцій, в той же час не опосередковуючи рух фінансових ресурсів між реальним та фінансовим секторами, а лише в межах останнього з них. А це, в свою чергу, спричинило створення та роздування «фінансових бульбашок», які стали причиною негативних кризових явищ у країнах по всьому світу.

На рис. 2.3 відображено динаміку середнього рівня дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці для окремих країн світу за 1991–2013 рр..

Зазначимо, що рівень дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіках ряду країн після подій світової фінансової кризи 2007–2008 рр. почав зменшуватися. Наприклад, така ситуація для України пов'язана переважно із погіршенням стану банківської системи у посткризові роки, зважаючи на те, що більшість активів фінансового сектору зосереджено саме в банках.

Отже, рівень дисбалансів руху фінансових ресурсів для ряду країн світу засвідчив наявність тенденцій до його зростання/зниження у докризовий/посткризовий періоди розвитку світової економіки відповідно.

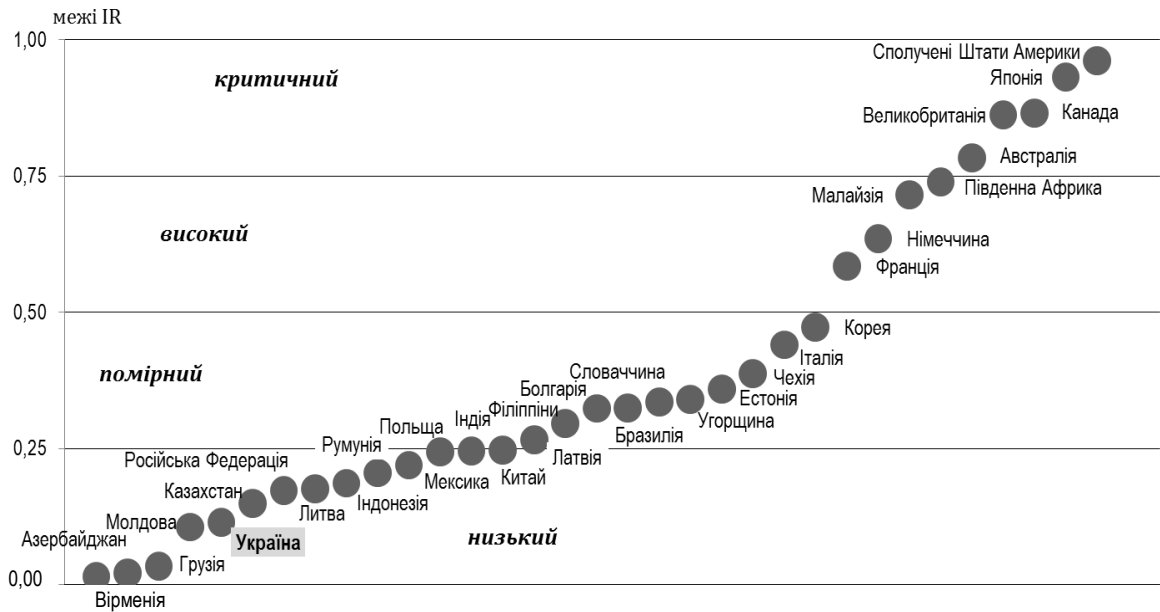


Рисунок 2.3 – Середній рівень дисбалансів руху фінансових ресурсів для окремих країн світу за 1991–2013 рр.

Крім того, підтверджено пропорційну залежність рівнів економічного розвитку країн та дисбалансів руху фінансових ресурсів – масштабність за обсягами та структурою фінансових секторів економічно розвинутих країн суттєво підвищує ймовірність виникнення «фінансових бульбашок» та дифузії наслідків дисбалансів руху фінансових ресурсів у реальні сектори економік, прикладом чого може слугувати іпотечна криза 2007 р. у США. Незважаючи на виявлений низький рівень дисбалансів руху фінансових ресурсів для економіки України (у 2013 р. його значення зафіксовано на рівні 18,4%), особливої уваги потребують його стрімкі динамічні зміни. За 1991–2013 рр. рівень таких дисбалансів збільшився у 52 рази (аналогічна ситуація спостерігалась в Російській Федерації, Литві), в той час як для інших досліджуваних країн – в 2–3 рази.

Додатково відзначимо, що більшість фінансових посередників в Україні так чи інакше пов'язані з банками. Вітчизняний фінансовий сектор є банкоцентричним [221]. Структурні складові фінансового сектору мають високий рівень інтеграції між собою, про що свідчить досить часте розміщення активів фінансовими інститутами один в одному та спільне володіння різними

структурами одночасно. Тому погіршення ситуації, наприклад, в банківському секторі, неодмінно відображається на фінансовому, що, як наслідок, призводить до змін у загальному рівні дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці.

Для подолання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці необхідним виступає застосування дієвих заходів регулювання (рис. 2.4).



Рисунок 2.4 – Дисбаланси руху фінансових ресурсів: виникнення та накопичення, оптимізація впливу на економічний розвиток

Вплив дисбалансів руху фінансових ресурсів на економічний розвиток є неоднозначним, а його напрям залежить від ряду чинників. З метою оптимізації такого впливу слід враховувати особливості взаємодії фінансового та реального секторів економіки, засади міжсекторного взаємозв'язку, ступінь секторної стійкості тощо [59; 185; 359, с. 35]. Моделювання впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на економічний розвиток передбачає: визначення існуючого рівня таких дисбалансів в економіці; встановлення залежності між дисбалансами руху фінансових ресурсів та економічним розвитком. На основі результатів моделювання проводиться ідентифікація та коригування вектору

впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на економічний розвиток. Оптимізація впливу вказаних дисбалансів на економічний розвиток проводиться наступним чином: по-перше, формується сукупність індикаторів, що характеризують фінансіалізацію; по-друге, визначається інтегральний показник дисбалансів; по-третє, здійснюється побудова моделі залежності між інтегральним показником дисбалансів та індикаторами економічного розвитку. На кінцевому етапі вирішується безпосередня оптимізаційна задача та наводиться система заходів щодо подолання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці. Слід зазначити, що негативний вектор впливу таких дисбалансів на економічний розвиток обумовлює необхідність застосування інструментарію державного регулювання з метою їх подолання. Першочерговою ціллю такого регулювання виступає мінімізація негативних наслідків впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на економічний розвиток.

Таким чином, за результатами підрозділу було розроблено науково-методичний підхід до оцінювання залежності дисбалансів руху фінансових ресурсів від процесів фінансіалізації через використання індикаторів, що її характеризують. Це дозволило сформулювати інтегральний показник дисбалансів руху фінансових ресурсів на основі застосування методу головних компонент та оцінити їх динамічні зрушення в умовах фінансіалізації економіки. Розрахунок інтегрального показника, який характеризує рівень дисбалансів, засвідчив наявність тенденцій до його зростання/зниження у докризовий/посткризовий періоди розвитку світової економіки відповідно. Підтверджено пропорційну залежність рівнів економічного розвитку країн та дисбалансів руху фінансових ресурсів. Визначено, що, незважаючи на виявлений низький рівень дисбалансів руху фінансових ресурсів у вітчизняній економіці, особливу загрозу становлять його стрімкі динамічні зміни. Загалом встановлено, що в умовах посилення ролі фінансових потоків не лише у забезпеченні економічного розвитку країни, а й у посткризовому відновленні та стабілізації ділової активності важливого значення набуває оцінювання дисбалансів руху фінансових ресурсів.

2.2 Формалізація напрямів впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на стійкість фінансового сектору економіки

У контексті випереджаючого розвитку фінансового сектору над реальним виникає чимало питань щодо впливу цих тенденцій на різні аспекти функціонування економіки країни. Безумовно, найбільш важливого значення набуває дослідження впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на розвиток різних галузей реального виробництва, зважаючи на те, що внаслідок фінансіалізації значні обсяги фінансових ресурсів відволікаються з реального сектору. Сучасний розвиток фінансового сектору країни гостро ставить питання про вплив дисбалансів руху фінансових ресурсів на його стійкість. Досвід світових фінансових криз засвідчує наявність негативного впливу таких дисбалансів на стійкість фінансових секторів країн. Поряд з цим наявне перетікання цих негативних тенденцій у реальні сектори країн.

Стійкий фінансовий сектор здатний: 1) протистояти впливам зовнішніх і внутрішніх чинників; 2) підтримувати функціонування фінансової системи у рівновазі; 3) забезпечувати економічний розвиток [127;269;285;436].

Стійкість фінансового сектору характеризується добре функціонуючими відповідними інститутами, що здійснюють діяльність без труднощів, та цінами на активи, що майже відповідають своїй реальній вартості. З іншого боку, фінансова нестійкість може стримувати економічну активність та зменшувати економічний добробут. Якщо фінансовий сектор втрачає власну функціональність та фінансові інститути опиняються у скрутних ситуаціях, супутній тиск на компанії, домогосподарства може мати невідворотний ефект на реальну економіку, оскільки капітал може не перетікати в інвестиції, створюючи передумови для виникнення кризових явищ. Отже, випереджаючий розвиток фінансового сектору над реальним нерозривно пов'язаний із стійкістю першого. Тому актуальною виступає формалізація напрямів впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на стійкість фінансового сектору економіки країни. В

аспекті такої формалізації логічним буде висунути гіпотезу щодо негативного впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на стійкість фінансового сектору незалежно від загальноекономічних умов розвитку країни. Надалі необхідною є перевірка цієї гіпотези за допомогою застосування економіко-статистичних методів з метою її підтвердження чи спростування.

На даний час у світовій практиці існує досить багато підходів до оцінювання стійкості фінансового сектору країни. Одним із поширених підходів є використання індикаторів фінансової стійкості (ІФС), які виступають статистичними одиницями вимірювання стану та стійкості фінансового сектору країни для забезпечення відповідних цілей моніторингу. Ці індикатори були розроблені експертами Міжнародного валютного фонду [249] за підтримки таких міжнародних організацій, як Світовий банк (СБ) [253], Банк міжнародних розрахунків (МБР), Організація економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР), Європейський центральний банк (ЄЦБ) та ін.. Перші пілотні дані щодо ІФС 60 країн були зібрані у 2006 р., а починаючи з 2007 р. ІФС публікуються на регулярній основі. Зауважимо, що зазначені ІФС на сьогодні можна вважати найбільш адекватним та доцільним підходом до оцінювання стійкості фінансового сектору країни. Необхідність розробки таких ІФС виникла внаслідок ряду криз, кількість яких протягом 1970–1998 рр. склала вже більше двадцяти. А тому можна стверджувати, що відповідні ІФС були сформовані для оцінювання стійкості фінансового сектору країни, в тому числі і в кризових умовах. Представниками країн-членів МВФ були проведені дослідження щодо ідентифікації необхідного переліку ІФС, в результаті чого виокремлено основні та рекомендовані їх набори. У результаті формування переліку ІФС були враховані шість критеріїв, які найбільш повно характеризують аспекти фінансової стійкості. Так, ІФС повинні: зосереджуватись на базових ринках та відповідних інститутах; мати аналітичну важливість; засвідчувати свою корисність; бути значимими за більшості умов (наприклад, не повинні бути пов'язані зі специфікою окремої країни); бути доступними; бути економічними –

отримання максимального обсягу інформації з обмеженої кількості індикаторів [241; 436].

У межах дослідження будемо використовувати як показники стійкості фінансового сектору зазначені ІФС. Поряд з цим, додатковим індикатором стійкості фінансового сектору економіки було використано показник *Z-score*, дані щодо якого для кожної країни представлені у статистичному розділі Світового банку [253]. Зазначимо, що застосування такого показника для оцінювання стійкості обумовлюється тим, що в більшості країн фінансові сектори банкоцентричного типу [221]. Тобто стійкість фінансових секторів економік таких країн залежить переважно від стійкості банківських установ. Методика *Z-score* в основному використовується для аналізу стійкості банківських установ через призму різних фінансових ризиків та факторів, які визначають умови діяльності відповідних фінансових інститутів. Позитивним у даному показнику є те, що він враховує основні компоненти, які безпосередньо пов'язані з платоспроможністю банківських установ економіки країни [415]. Показник *Z-score* розраховується як співвідношення фінансових результатів роботи фінансового сектору (зокрема рентабельності активів банків) з урахуванням рівня ризиковості їх отримання та ступеня волатильності.

Для оцінювання стійкості фінансового сектору економіки країни було застосовано два різні підходи, які використовуються зарубіжними фахівцями та науковцями. Перший підхід базується на застосуванні ІФС, а другий – показника *Z-score*. Для виявлення зв'язків між дисбалансами руху фінансових ресурсів в економіці країни та стійкістю її фінансового сектору, а відтак для перевірки висунутої вище гіпотези, скористаємося кореляційним аналізом, результати якого представлені у додатку Б.

Відразу зазначимо, що незважаючи на обов'язковість розрахунку ІФС, починаючи з 2006–2007 рр., дані за цими показниками для окремих країн є неповними або взагалі відсутні. Проте для реалізації поставлених цілей було враховано всі наявні у публічному доступі дані щодо основних та рекомендованих ІФС, які представлені на офіційному сайті МВФ [249]. У той

же час відсутність даних щодо ІФС ряду країн в окремі періоди не дала змоги отримати результати кореляційного аналізу для періоду 1991–2013 рр., зважаючи на розраховані значення інтегрального показника дисбалансів руху фінансових ресурсів. Так, інформація щодо ІФС для різних країн представлена лише з 2006 р., в окремих випадках – з 2001 р. Для деяких країн дані щодо ІФС представлені лише з 2008–2009 рр., що виключає можливість проведення аналізу для них у докризовий період. До того ж інформація щодо показника Z-score для досліджуваних країн представлена Світовим банком лише з 1999 р [253].

Поряд із зазначеним вище, слід відмітити, що кореляційний аналіз було проведено для двох періодів: до 2008 р. (докризовий) та після 2008 р. (посткризовий). До того ж для окремих країн (наприклад, України, Молдови та ін.) враховано специфіку перебігу в них недавньої світової фінансової кризи, що зумовило визначення посткризового періоду для цих країн, починаючи з 2010 р. – на рік пізніше, ніж для економічно розвинутих країн, таких як США, Великобританія тощо.

Для зручності проведення порівняльного аналізу докризового та посткризового періодів дані в таблицях додатка Б представлені наступним чином: для відповідної країни представлено відразу два значення коефіцієнта кореляції – верхнє показує інтенсивність зв'язку (слабкий, помірний, суттєвий) між дисбалансами руху фінансових ресурсів та стійкістю фінансового сектору економіки у докризовий період, а нижнє – у посткризовий період. В комірках таблиці, де відсутні числові значення, поставлено прочерк, що пояснює неможливість з ряду причин здійснити кореляційний аналіз між досліджуваними показниками. Слід відзначити, що, наприклад, для США немає можливості встановити достовірну інтенсивність зв'язку між інтегральним показником дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці цієї країни та стійкістю її фінансового сектору. Це пояснюється тим, що ця країна характеризується критичним (найвищим) рівнем інтегрального показника дисбалансів руху фінансових ресурсів серед країн світу, що підтверджує

розраховане його значення на рівні одиниці (див. табл. 2.8) майже у всі роки протягом періоду дослідження. А це не дає змоги розрахувати коефіцієнт кореляції між інтегральним показником дисбалансів руху фінансових ресурсів та ІФС і Z-score, отримати адекватні результати. Поряд з цим, Азербайджан виключено з переліку країн для дослідження зв'язків між дисбалансами руху фінансових ресурсів в економіці цієї країни та ІФС через відсутність відкритої інформації щодо таких індикаторів в офіційних джерелах.

У контексті висунутої гіпотези щодо негативного впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на стійкість фінансового сектору незалежно від загальноекономічних умов розвитку країни для конкретного ІФС визначимо відповідний характер зв'язку (направленість та інтенсивність) з інтегральним показником дисбалансів руху фінансових ресурсів.

Відзначимо, що до переліку ІФС було включені такі, для яких інтенсивність зв'язку з інтегральними показниками дисбалансів руху фінансових ресурсів серед досліджуваних країн світу є помірною або суттєвою. Слабка інтенсивність зв'язків у контексті формалізації напрямів впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на стійкість фінансових секторів країн доводить правильність висновків стосовно підтвердження чи спростування висунутої гіпотези. Наприклад, наявність слабкої інтенсивності прямих зв'язків між дисбалансами руху фінансових ресурсів та окремими ІФС вказує, як правило, на необхідність підтвердження висунутої вище гіпотези.

Прогнозована направленість зв'язку між інтегральним показником дисбалансів руху фінансових ресурсів (*IR*) та окремими ІФС відповідно до висунутої гіпотези наведена у табл. 2.9.

Таблиця 2.9 – Прогнозована направленість зв'язку між інтегральним показником дисбалансів руху фінансових ресурсів та окремими ІФС відповідно до висунутої гіпотези

Індикатор фінансової стійкості	Направленість зв'язку
Депозитні корпорації	
Співвідношення регулятивного капіталу до зважених за ризиком активів	Обернений
Співвідношення регулятивного капіталу 1-го рівня до зважених за ризиком активів	Обернений
Співвідношення недіючих кредитів без урахування резервів до капіталу	Прямий
Співвідношення капіталу до активів	Обернений
Норма прибутку на капітал	Прямий
Співвідношення великих відкритих позицій до капіталу	Прямий
Співвідношення чистої відкритої позиції в іноземній валюті до капіталу	Прямий
Співвідношення валової позиції похідних фінансових інструментів в активах до капіталу	Прямий
Співвідношення валової позиції похідних фінансових інструментів у зобов'язаннях до капіталу	Прямий
Співвідношення ліквідних активів до сукупних активів	Неоднозначний
Співвідношення ліквідних активів до короткострокових зобов'язань	Неоднозначний
Співвідношення депозитів клієнтів до сукупних валових кредитів (крім міжбанківських)	Обернений
Норма прибутку на активи	Прямий
Співвідношення недіючих кредитів до сукупних валових кредитів	Прямий
Співвідношення кредитів на житлову нерухомість до сукупних валових кредитів	Неоднозначний
Співвідношення кредитів на комерційну нерухомість до сукупних валових кредитів	Неоднозначний
Співвідношення кредитів в іноземній валюті до сукупних валових кредитів	Прямий
Співвідношення зобов'язань в іноземній валюті до сукупних зобов'язань	Прямий
Співвідношення процентної маржі до валового доходу	Обернений
Співвідношення доходу від торговельних операцій до валового доходу	Прямий
Співвідношення непроцентних витрат до валового доходу	Прямий
Співвідношення витрат на утримання персоналу до непроцентних витрат	Прямий
Інші фінансові корпорації	
Співвідношення активів до сукупних активів фінансового сектору	Прямий
Співвідношення активів до валового внутрішнього продукту	Прямий
Z-score	Обернений

Примітка. Перелік індикаторів фінансової стійкості складено на основі [200; 249; 250; 253; 269; 436]

Проведений кореляційний аналіз зв'язків інтегральних показників дисбалансів руху фінансових ресурсів та ІФС для країн з різним рівнем економічного розвитку дав змогу зробити наступні висновки.

Дослідження зв'язків між *IR* та індикаторами співвідношення регулятивного капіталу до зважених за ризиком активів показує зміну тенденцій з позитивного впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на стійкість фінансових секторів економік у докризовий період на негативний у посткризові роки для більшості країн, що склали вибірку. Особливо яскраво позитивний вплив таких дисбалансів на співвідношення регулятивного капіталу до зважених за ризиком активів спостерігався у докризовий період в таких країнах, як Канада, Індонезія, Італія, Румунія, про що свідчить розрахований коефіцієнт кореляції на рівні 0,8–0,9. У посткризові роки ситуація дещо змінюється. Для десяти країн (Франція, Індія, Італія, Мексика, Філіппіни, Російська Федерація, Україна, Великобританія, Естонія, Болгарія) наявним є позитивний вплив дисбалансів руху фінансових ресурсів на стійкість фінансових секторів економік цих країн. В той же час дев'ять країн (Казахстан, Китай, Грузія, Індонезія, Японія, Південна Африка, Латвія, Чехія, Вірменія) показують зворотну ситуацію, що підтверджується відповідними коефіцієнтами кореляції на рівні більше 0,7. В цілому відзначимо, що для більшості країн розраховані коефіцієнти кореляції показують помірні або суттєві за інтенсивністю зв'язки між досліджуваними величинами. Коефіцієнти кореляції між інтегральними показниками дисбалансів руху фінансових ресурсів та індикаторами співвідношення регулятивного капіталу 1-го рівня до зважених за ризиком активів для досліджуваних країн показують схожі результати розрахунків, як і з ІФС, описаними вище. У посткризовий період 18 з 31 країни мають від'ємні значення коефіцієнтів кореляції, при цьому 10 з них (Австралія, Казахстан, Грузія, Індонезія, Японія, Південна Африка, Румунія, Латвія, Естонія, Чехія) засвідчують помірні або суттєві за інтенсивністю зв'язки між досліджуваними величинами. В той же час 8 країн (Франція, Індія, Італія, Мексика, Філіппіни, Російська Федерація, Україна, Великобританія)

демонструють наявність позитивного впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на зростання співвідношення регулятивного капіталу 1-го рівня до зважених за ризиком активів у посткризові роки.

Поряд з дослідженням зв'язків між дисбалансами руху фінансових ресурсів та співвідношенням регулятивного капіталу до зважених за ризиком активів, слід відзначити негативний вплив таких дисбалансів на співвідношення недіючих кредитів до капіталу та сукупних валових кредитів. Одразу відзначимо, що в докризовий період дисбаланси руху фінансових ресурсів майже у всіх досліджуваних країнах сприяли зменшенню обсягів недіючих кредитів по відношенню до капіталу та сукупних валових кредитів, що продемонстрували отримані від'ємні коефіцієнти кореляції між відповідними показниками. В посткризовий період дисбаланси руху фінансових ресурсів майже у всіх країнах, що формують вибірку, окрім Казахстану, Грузії, Індонезії, Мексики, Філіппін, України, Румунії, Угорщини та Болгарії, стали причиною зростання обсягів недіючих кредитів по відношенню до капіталу та сукупних валових кредитів, що підтверджується високими позитивними коефіцієнтами кореляції. Відзначимо, що перелік країн, які показують прямі помірні або суттєві за інтенсивністю зв'язки між досліджуваними показниками у посткризові роки, складають, як правило, країни з економіками, що розвиваються. Тому навіть в умовах зростання обсягів недіючих кредитів по відношенню до капіталу чи сукупних валових кредитів в кожній окремій країні, починаючи з 2009–2010 рр., причинами таких тенденцій можуть виступати інші фактори поряд з випереджаючим розвитком фінансового сектору економіки країни над реальним. Як і у випадку з попередніми двома індикаторами, аналізуючи результати кореляційного аналізу між IR та нормами прибутку на активи чи капітал, можемо стверджувати про переважання негативного впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на показники прибутковості діяльності депозитних корпорацій в більшості обраних для дослідження країн. Таке твердження ґрунтується на тому, що для ряду країн, окрім Канади, Грузії, Кореї, Великобританії, Угорщини, Чехії та Болгарії, розраховані коефіцієнти

кореляції є від'ємними та свідчать про помірні або суттєві за інтенсивністю зв'язки у більшості випадків. Тобто, в умовах надмірного збільшення обсягів фінансових потоків та одночасного поширення фінансових операцій в країні депозитні корпорації мають можливість отримувати надприбутки, зокрема часто застосовуючи в своїй діяльності похідні фінансові інструменти. Отже, за нормальних економічних умов та не перевищенні певного рівня розвитку фінансового сектору економіки в країні порівняно з реальним, дисбаланси руху фінансових ресурсів можуть обумовлювати отримання стабільного розміру прибутків, що відобразатиметься на показниках прибутковості. В той же час при фінансових колапсах світового масштабу ситуація різко змінюється на протилежну, що неодмінно відображається на рівні прибутковості корпорацій, зокрема депозитних. За таких умов розладнаний фінансовий сектор економіки країни суттєво обмежує можливості для отримання «легких» прибутків від інвестування коштів у фінансові активи та інструменти. А це, в свою чергу, негативно відображається на стійкості фінансового сектору економіки будь-якої країни.

Стосовно зв'язків між інтегральними показниками дисбалансів руху фінансових ресурсів та індикаторами співвідношення капіталу до активів відзначимо, що 7 країн (Франція, Італія, Мексика, Філіппіни, Російська Федерація, Болгарія) у посткризовий період демонструють наявність прямих суттєвих або помірних за інтенсивністю зв'язків, в той час як для 9 країн (Казахстан, Грузія, Південна Африка, Україна, Латвія, Литва, Естонія, Чехія) коефіцієнти кореляції показують наявність обернених зв'язків. Щодо зв'язків між IR та індикаторами співвідношення процентної маржі до валового доходу зазначимо, що у докризовому періоді тільки стосовно Канади, Німеччини, Індонезії, Італії та Румунії коефіцієнти кореляції демонструють суттєві або помірні за інтенсивністю зв'язки між цими показниками. При цьому ці зв'язки у ряді країн свідчать про пряму залежність між досліджуваними показниками, а відтак про позитивний вплив дисбалансів руху фінансових ресурсів до моменту подій світової фінансової кризи 2007–2008 рр. на ІФС. На противагу

докризовому періоду, у посткризові роки більшість досліджуваних країн демонструють суттєві або помірні за інтенсивністю зв'язки між *IR* та індикаторами співвідношення процентної маржі до валового доходу. До того ж майже у всіх з цієї більшості країн, окрім Китаю, Мексики, України, Малайзії, Латвії, Литви та Болгарії, спостерігається негативний вплив дисбалансів руху фінансових ресурсів на ІФС. Тобто, дисбаланси руху фінансових ресурсів, більшою мірою, в економічно розвинутих країнах чинять негативний вплив на частку чистого процентного прибутку у валових доходах. У цьому аспекті відзначимо, що в умовах фінансіалізації основним джерелом прибутку мають виступати не процентні доходи, а доходи, отримані шляхом операцій з основними та похідними фінансовими інструментами. Зазначений вище ІФС певною мірою пов'язаний з розглянутими вище показниками прибутковості, оскільки скорочення чистого процентного прибутку як основної складової загального прибутку призводить до зменшення останнього, що відповідно обумовлює зменшення рівня прибутковості депозитних корпорацій. Тому, можемо стверджувати про негативний вплив дисбалансів руху фінансових ресурсів на такі ІФС, як норми прибутку на активи чи капітал, співвідношення процентної маржі до валового доходу. Це підтверджують розраховані коефіцієнти кореляції між *IR* та трьома окресленими вище ІФС для ряду країн. Наприклад, Австралії (-0,813; -0,789; -0,952), Італії (-0,576; -0,550; -0,891), Південної Африки (-0,841; -0,827; -0,937), Молдови (-0,856; -0,837; -0,854), Естонії (-0,993; -0,981; -0,888).

У той же час результати проведеного кореляційного аналізу для посткризового періоду між *IR* та індикаторами співвідношення непроцентних витрат до валового доходу не дали змоги виявити однозначні тенденції для досліджуваних країн. Наприклад, 10 країн з вибірки (Австралія, Бразилія, Китай, Німеччина, Індія, Італія, Мексика, Румунія, Литва, Естонія) показують наявність прямих суттєвих або помірних за інтенсивністю зв'язків між зазначеними показниками, в той час як інші 10 країн (Казахстан, Грузія, Японія, Корея, Філіппіни, Південна Африка, Малайзія, Чехія, Болгарія, Вірменія) також

демонструють наявність подібних за інтенсивністю зв'язків між показниками, проте оберненої направленості. Стосовно питання стійкості фінансових секторів економік, дисбаланси руху фінансових ресурсів в другій групі з 10 країн розцінюються як позитивне явище, оскільки вони приводять до скорочення обсягу адміністративних витрат по відношенню до валового доходу, що позитивно відображається на зростанні обсягів останнього. Тобто можемо підсумувати, що для другої групи з 10 країн підвищення рівня дисбалансів руху фінансових ресурсів позитивно впливає на стійкість їх фінансових секторів. Разом з цим, отримані результати для першої групи з 10 країн підтверджують висунуту гіпотезу про негативний вплив дисбалансів руху фінансових ресурсів на стійкість фінансових секторів їх економік.

Із розглянутим вище індикатором певною мірою пов'язаний показник співвідношення витрат на утримання персоналу до непроцентних витрат. Проведений кореляційний аналіз між *IR* та індикаторами співвідношення витрат на утримання персоналу до непроцентних витрат демонструє розподіл країн вибірки на дві групи: перша включає країни, для яких спостерігаються прямі зв'язки між показниками (Бразилія, Німеччина, Корея, Польща, Вірменія), друга – обернені (Австралія, Індонезія, Італія, Південна Африка, Румунія, Литва, Естонія). Для обох груп країн коефіцієнти кореляції засвідчують помірні або суттєві за інтенсивністю зв'язки між показниками саме у посткризовий період. У цьому випадку не можна одностайно стверджувати про позитивний чи негативний вплив дисбалансів руху фінансових ресурсів на скорочення витрат на утримання персоналу до непроцентних витрат відповідно до конкретної із сформованих груп країн. З одного боку, дисбаланси руху фінансових ресурсів в першій групі країн на противагу другій можуть розцінюватися з позитивної сторони, оскільки поступове накопичення таких дисбалансів приводить до збільшення частки працевлаштованих у фінансовому секторі, що спричинює підвищення заробітних плат, а відтак веде до покращення добробуту населення в країні. З іншого боку, для другої групи країн при зростанні рівня дисбалансів руху фінансових ресурсів

співвідношення витрат на утримання персоналу до непроцентних витрат скорочується, що є позитивним з точки зору забезпечення стійкості фінансових секторів економік цих країн, проте є негативним з позиції забезпечення їх соціального розвитку.

Окремого значення набуває виявлення зв'язків між *IR* та індикаторами співвідношення доходу від торговельних операцій до валового доходу у досліджуваних країнах. Так, результати проведеного кореляційного аналізу свідчать про прямі помірні та суттєві за інтенсивністю зв'язки, так і обернені зв'язки подібної інтенсивності для країн, що склали вибірку. Наприклад, прямі зв'язки між показниками спостерігаються у Німеччини, Італії, Філіппін, Польщі, Південної Африки, Латвії, Естонії, Чехії, що характерно саме для посткризового періоду. В той же час від'ємні коефіцієнти кореляції у посткризовий період притаманні для таких країн, як Австралія, Казахстан, Мексика, Україна, Великобританія, Молдова та Болгарія. Так само, як і у випадку з попереднім ІФС, результати дослідження зв'язків між *IR* та показниками співвідношення ліквідних активів до сукупних активів демонструють розподіл країн на дві майже рівні групи. У першій групі країн (Бразилія, Китай, Грузія, Німеччина, Індія, Італія, Філіппіни, Польща, Російська Федерація, Малайзія, Словаччина, Вірменія), дисбаланси руху фінансових ресурсів позитивно впливають на зростання співвідношення ліквідних активів до сукупних активів. До другої групи країн, в яких дисбаланси руху фінансових ресурсів призводять до зменшення співвідношення ліквідних активів до сукупних активів, належать: Австралія, Індонезія, Японія, Корея, Південна Африка, Україна, Латвія, Литва, Естонія, Чехія та Болгарія. Такі висновки підтверджуються помірними або суттєвими за інтенсивністю зв'язками для зазначених країн, враховуючи той факт, що через відсутність даних аналіз здійснено переважно для докризового періоду розвитку світового господарства. Схожу ситуацію демонструють розраховані коефіцієнти кореляції між інтегральним показником дисбалансів руху фінансових ресурсів та індикатором співвідношення ліквідних активів до короткострокових зобов'язань. Так, 8

країн демонструють прямі помірні або суттєві за інтенсивністю зв'язки між показниками, в той час 11 країн показують обернені зв'язки подібної інтенсивності. У межах двох індикаторів, проаналізованих вище, зауважимо, що не можна однозначно стверджувати про позитивний чи негативний вплив дисбалансів руху фінансових ресурсів на співвідношення ліквідних активів до сукупних активів чи короткострокових зобов'язань. Таке твердження ґрунтується на тому, що наразі невідомими є складові ліквідних активів кожної окремої країни, які включаються до розрахунку відповідних ІФС, оскільки відповідно до рівнів ліквідності кошти можуть вкладатися як у високоліквідні активи (наприклад, державні цінні папери), так і в низьколіквідні активи (наприклад, нерухомість). А це в аспекті дисбалансів руху фінансових ресурсів, спричинених фінансіалізацією, має досить важливе значення з позиції їх впливу на стійкість фінансового сектору країни.

Результати кореляційного аналізу між інтегральними показниками дисбалансів руху фінансових ресурсів та індикаторами співвідношення депозитів клієнтів до сукупних валових кредитів (крім міжбанківських) демонструють наявність обернених помірних або суттєвих за інтенсивністю зв'язків між ними для 11 з 31 країни як у докризовий, так і в посткризовий період. Така ситуація свідчить про те, що підвищення рівня дисбалансів руху фінансових ресурсів призводить до скорочення співвідношення «стабільної» депозитної бази до сукупних валових кредитів, що може розцінюватися як негативний вплив таких дисбалансів на стійкість фінансового сектору економіки кожної окремої країни.

Важливого значення набуває дослідження зв'язків між дисбалансами руху фінансових ресурсів та ІФС, що пов'язані з кредитним і валютним ризиками. В цьому аспекті кореляційний аналіз у посткризовий період між інтегральними показниками дисбалансів руху фінансових ресурсів та індикаторами співвідношення чистої відкритої позиції в іноземній валюті до капіталу дозволив зробити висновок, що серед країн, які склали вибірку, переважають такі, в яких при підвищенні рівня дисбалансів руху фінансових

ресурсів зменшується співвідношення чистої відкритої позиції в іноземній валюті до капіталу (Казахстан, Індонезія, Італія, Південна Африка, Румунія, Угорщина), тобто відповідні дисбаланси дозволяють зменшити валютний ризик. Проте в таких країнах, як Китай, Грузія, Україна, Великобританія, Естонія коефіцієнти кореляції демонструють прямі помірні або суттєві за інтенсивністю зв'язки між досліджуваними показниками. А це свідчить про те, що дисбаланси руху фінансових ресурсів обумовлюють зростання валютних ризиків у фінансовому секторі економіки окремої країни, що розцінюється з негативного боку. Порівняно з результатами дослідження зв'язків дисбалансів руху фінансових ресурсів та валютних ризиків в країні, кореляційний аналіз між *IR* та ІФС, що пов'язані з кредитним ризиком, показав схожі тенденції як у докризовий, так і в посткризовий період, для переважної більшості країн. Так, 9 країн (Австралія, Франція, Індонезія, Польща, Російська Федерація, Україна, Латвія, Естонія, Болгарія) демонструють від'ємні коефіцієнти кореляції між інтегральними показниками дисбалансів руху фінансових ресурсів та співвідношенням великих відкритих позицій до капіталу. Це дало змогу стверджувати про позитивний вплив дисбалансів руху фінансових ресурсів, спричинених фінансіалізацією, на зниження кредитних ризиків в цих країнах. В аспекті дослідження впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на виникнення валютних ризиків у фінансовому секторі економіки окремої країни також важливим є аналіз зв'язків між інтегральним показником таких дисбалансів та наступними двома індикаторами: співвідношення кредитів в іноземній валюті до сукупних валових кредитів та співвідношення зобов'язань в іноземній валюті до сукупних зобов'язань. У випадку дослідження зв'язків інтегральних показників дисбалансів руху фінансових ресурсів з індикаторами співвідношення кредитів в іноземній валюті до сукупних валових кредитів відзначимо, що коефіцієнти кореляції між ними є додатними в обидва періоди (докризовий, посткризовий) для таких країн, як Україна, Румунія та Німеччина. В той же час у посткризовий період до цього переліку країн також долучаються Казахстан, Канада, Латвія, Литва, Естонія, Словаччина. Для цих країн зв'язки

між інтегральними показниками дисбалансів руху фінансових ресурсів та індикаторами співвідношення кредитів в іноземній валюті до сукупних валових кредитів є прямими. Поряд з цим обернені зв'язки у посткризовий період характерні для Франції, Грузії, Італії, Південної Африки, Чехії та Болгарії. Щодо такого індикатора фінансової стійкості, як співвідношення зобов'язань в іноземній валюті до сукупних зобов'язань відзначимо, що у посткризовому періоді спостерігається розходження результатів кореляційного аналізу: прямі помірні або суттєві за інтенсивністю зв'язки між показниками притаманні для Казахстану, Німеччини, Російської Федерації, Молдови, Литви та Болгарії, обернені – для Італії, Чехії та Вірменії. У той же час обернені зв'язки між показниками демонструють від'ємні коефіцієнти кореляції одночасно в докризовому та посткризовому періодах в таких країнах, як Канада, Грузія, Індонезія та Румунія. Слід відзначити, що в умовах фінансіалізації збільшення розглянутих вище двох показників є неминучим, проте надмірне зростання валютної складової в сукупному обсязі кредитів та відповідно насичення економіки фінансовими ресурсами підвищує валютний ризик у країні та наражає депозитні корпорації на супутні ризики. Тому позитивні тенденції в цьому аспекті демонструють країни, які засвідчили наявність обернених зв'язків між інтегральними показниками дисбалансів руху фінансових ресурсів та окресленими ІФС, в той час як вплив таких дисбалансів на зростання валютного ризику спостерігається у країнах, що демонструють додатні коефіцієнти кореляції.

Індикатори співвідношення валових позицій похідних фінансових інструментів в активах та зобов'язаннях до капіталу мають на меті сформулювати уявлення про схильність до ризику позиції депозитної корпорації за деривативами відносно капіталу. Результати кореляційного аналізу між інтегральними показниками дисбалансів руху фінансових ресурсів та цими індикаторами для більшості країн у докризовий та посткризовий періоди демонструють обернені помірні або суттєві за інтенсивністю зв'язки. Тобто для таких країн, як Австралія, Франція, Індонезія, Мексика, Польща, Україна,

Естонія та Болгарія при підвищенні рівня дисбалансів руху фінансових ресурсів співвідношення валової позиції похідних фінансових інструментів в активах та зобов'язаннях до капіталу зменшується. Це свідчить про те, що дисбаланси руху фінансових ресурсів в умовах фінансіалізації для зазначених країн спричиняють зниження ризиків депозитних корпорацій щодо операцій з похідними фінансовими інструментами. Проте у випадку Казахстану, Японії, Великобританії, Латвії та Словаччини коефіцієнти кореляції є додатними та демонструють прямі помірні або суттєві за інтенсивністю зв'язки між досліджуваними показниками.

Проведений вище аналіз здійснено для переважної більшості ІФС, які стосуються виключно депозитних корпорацій. Разом з цим необхідним є виявлення зв'язків між інтегральними показниками дисбалансів руху фінансових ресурсів та ІФС таких суб'єктів економіки, як інші фінансові корпорації, нефінансові корпорації, домогосподарства тощо.

Одним з важливих індикаторів, який характеризує інші фінансові корпорації в аспекті впливу на стійкість фінансового сектору економіки окремої країни, виступає співвідношення активів цих суб'єктів до сукупних активів фінансового сектору. Поряд з цим слід виділити також індикатор, що характеризує співвідношення активів інших фінансових корпорацій до валового внутрішнього продукту. Дисбаланси руху фінансових ресурсів, спричинені фінансіалізацією, впливають на зростання зазначених ІФС інших фінансових корпорацій поряд з депозитними корпораціями. Це підтверджується проведеним кореляційним аналізом, результати якого демонструють додатні коефіцієнти кореляції між інтегральним показником дисбалансів руху фінансових ресурсів та окресленими ІФС. Зокрема, позитивний вплив дисбалансів руху фінансових ресурсів на ІФС інших фінансових корпорацій спостерігається в обидва періоди (докризовий, посткризовий) в таких країнах, як Австралія, Канада, Франція, Індонезія. Проте Молдова та Словаччина демонструють зовсім протилежні тенденції.

Відповідно до визначених Міжнародним валютним фондом ІФС ринки нерухомості характеризують два показники: співвідношення кредитів на житлову нерухомість до сукупних валових кредитів та співвідношення кредитів на комерційну нерухомість до сукупних валових кредитів. Відзначимо, що результати кореляційного аналізу між інтегральними показниками дисбалансів руху фінансових ресурсів та зазначеними ІФС засвідчують певні розбіжності у зв'язках між ними для ряду країн. В той же час робити однозначні висновки за цими ІФС в аспекті впливу на них дисбалансів руху фінансових ресурсів є проблематичним. З одного боку, в умовах фінансіалізації повинен активно розвиватись ринок як житлової, так і комерційної нерухомості; з іншого боку, операції фінансових посередників, пов'язані з бумом іпотечного кредитування, стали причиною недавньої світової фінансової кризи 2007–2008 рр. та її негативних наслідків для багатьох країн світу. Так, у докризовий період для ряду країн коефіцієнти кореляції переважно демонструють обернені помірні або суттєві за інтенсивністю зв'язки між інтегральними показниками дисбалансів руху фінансових ресурсів та індикаторами співвідношення кредитів як на житлову, так і на комерційну нерухомість, до сукупних валових кредитів. У посткризові роки ситуація змінюється. Зокрема, між інтегральними показниками дисбалансів руху фінансових ресурсів та індикаторами співвідношення кредитів на житлову нерухомість до сукупних валових кредитів для таких країн як Німеччина, Індонезія, Італія, Південна Африка, Україна, Великобританія встановлено прямі зв'язки, в той час як для Австралії, Румунії та Словенії – обернені. Такі ж самі розбіжності для ряду країн простежуються й у зв'язках між інтегральними показниками дисбалансів руху фінансових ресурсів та індикаторами співвідношення кредитів на комерційну нерухомість до сукупних валових кредитів. Так, в Австралії, Німеччині, Філіппінах та Україні встановлено прямі зв'язки між досліджуваними показниками, а для Грузії, Італії, Великобританії та Румунії – обернені.

В цілому, на основі проведеного для ряду країн кореляційного аналізу між інтегральними показниками дисбалансів руху фінансових ресурсів та зазначеними вище індикаторами фінансової стійкості отримано результати, які дають змогу стверджувати про прямі чи обернені зв'язки між такими дисбалансами та стійкістю фінансових секторів економік країн. В даному дослідженні не було проаналізовано зв'язки інтегрального показника дисбалансів руху фінансових ресурсів та індикаторів фінансової стійкості, які стосуються співвідношення кредитів за секторами економіки окремої країни до сукупних валових кредитів та співвідношення кредитів за географічним розподілом до сукупних валових кредитів, оскільки вони мають досліджуватись з урахуванням особливостей конкретної країни, що не дає змоги сформулювати висновки стосовно групи країн.

Отже, на першому етапі було формалізовано напрями впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на стійкість фінансових секторів економік ряду країн на основі аналізу зв'язків *IR* та ІФС Міжнародного валютного фонду. На другому етапі було проведено інше дослідження, яке полягало у виявленні зв'язків інтегральних показників дисбалансів руху фінансових ресурсів та індикаторів *Z-score* (ризиковості результатів функціонування фінансового сектору) для ряду країн з метою подальшого порівняння отриманих результатів за двома етапами. У цьому випадку для формалізації напрямів впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на стійкість фінансових секторів економік було використано дані індикаторів *Z-score* для 32 країн, включаючи Азербайджан, а також дані табл. 2.8.

Результати розрахунків коефіцієнтів кореляції між інтегральними показниками дисбалансів руху фінансових ресурсів та індикаторами *Z-score* у розрізі досліджуваних країн відображено графічно окремо для докризового (рис. 2.5(а)) та посткризового періодів (рис. 2.5(б)).

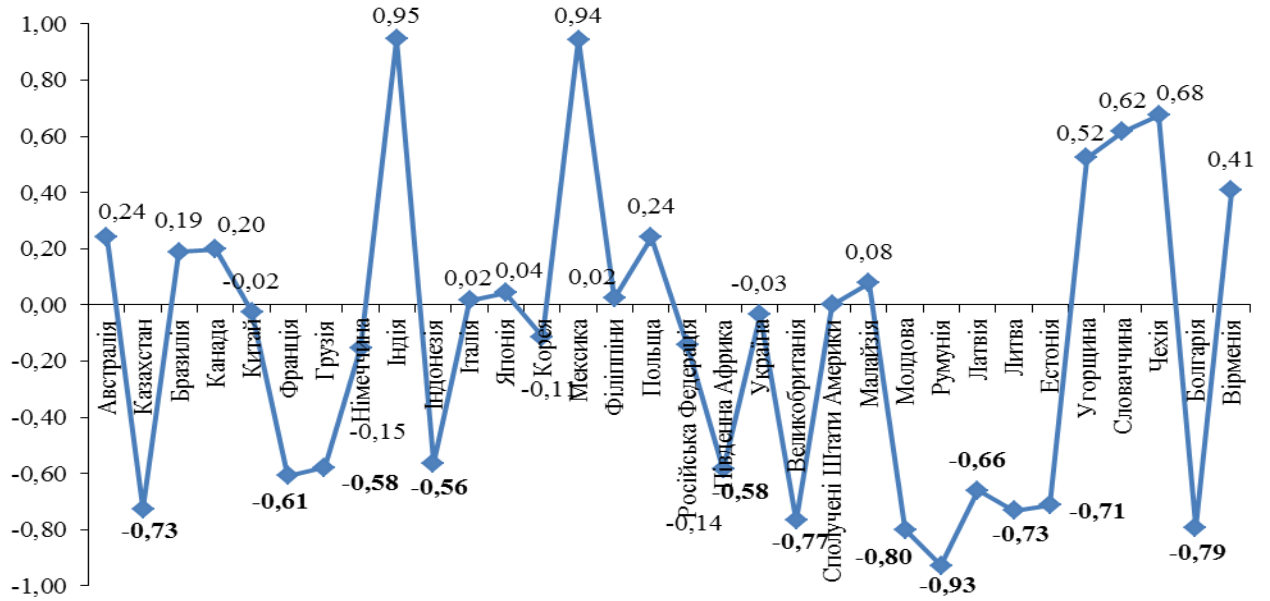


Рисунок 2.5 (а) – Коефіцієнти кореляції між інтегральними показниками дисбалансів руху фінансових ресурсів та індикаторами Z-score у розрізі країн (докризовий період)

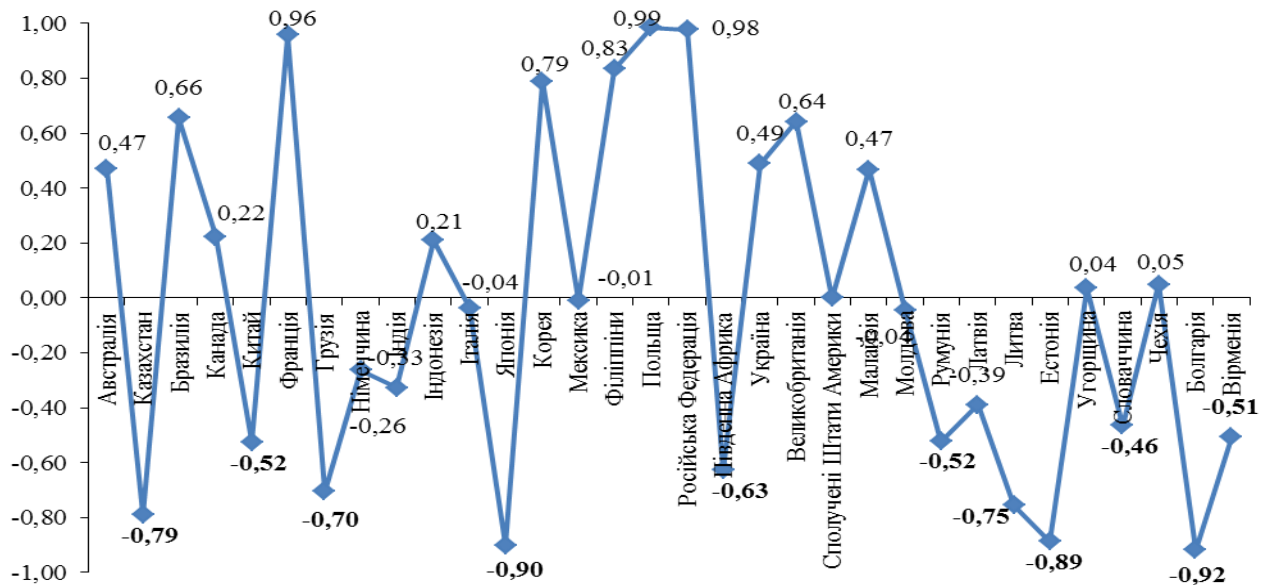


Рисунок 2.5 (б) – Коефіцієнти кореляції між інтегральними показниками дисбалансів руху фінансових ресурсів та індикаторами Z-score у розрізі країн (посткризовий період)

Як видно з рис. 2.5 (а), прями помірні або суттєві за інтенсивністю зв'язки між *IR* та індикаторами Z-score підтверджуються відповідними коефіцієнтами

кореляції для таких країн, як Індія (0,95), Мексика (0,94), Угорщина (0,52), Словаччина (0,62) та Чехія (0,68). У той же для більшості країн, що склали вибірку, виявлено обернені помірні або суттєві за інтенсивністю зв'язки між *IR* та індикаторами *Z-score*. Зокрема, до таких країн належать: Казахстан (-0,73), Франція (-0,61), Грузія (-0,58), Індонезія (-0,56), Південна Африка (-0,58), Великобританія (-0,77), Молдова (-0,80), Румунія (-0,93), Латвія (-0,66), Литва (-0,73), Естонія (-0,71), Болгарія (-0,79). Така ситуація говорить про те, що у докризовий період серед досліджуваних країн прослідковується тенденція, в якій при підвищенні рівня дисбалансів руху фінансових ресурсів стійкість фінансових секторів цих країн знижується. Це свідчить про негативний вплив дисбалансів руху фінансових ресурсів, спричинених фінансіалізацією, на стійкість фінансового сектору та дає змогу підтвердити висунуту вище гіпотезу. Відмітимо, що події недавньої світової фінансової кризи 2007–2008 рр. змінили існуючі тенденції впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на стійкість фінансових секторів економік окремих країн, що демонструє рис. 2.5(б). Порівнюючи дані рис. 2.5(а) та 2.5(б), можемо підсумувати, що після світової фінансової кризи для окремих країн вплив дисбалансів руху фінансових ресурсів на стійкість фінансових секторів їх економік змінився з негативного на позитивний, що підтверджують відповідні коефіцієнти кореляції. Так, зв'язки між досліджуваними показниками з прямих на обернені змінилися у Франції, Індонезії, Кореї, Російській Федерації, Великобританії. Поряд з цим у деяких країнах в посткризовий період обернені зв'язки збереглися та в окремих випадках навіть посилились за інтенсивністю. Зокрема, до таких країн належать: Казахстан, Китай, Грузія, Німеччина, Південна Африка, Молдова, Румунія, Латвія, Литва, Естонія, Болгарія. Окрема група країн, до якої увійшли Індія та Словаччина, демонструє протилежні зміни порівняно із зазначеними вище.

На рис. 2.6 представлено країни, в яких у посткризовий період спостерігалось посилення обернених зв'язків між дисбалансами руху фінансових ресурсів та стійкістю фінансових секторів економік цих країн, в той

час як у докризовий період коефіцієнти кореляції вже демонстрували помірні або суттєві за інтенсивністю зв'язки між *IR* та індикаторами *Z-score*. Відзначимо, що відображені на рис. 2.6 країни (Болгарія, Естонія, Литва, Південна Африка, Грузія, Казахстан) мають фінансові сектори банкоцентричного типу [221], а тому можемо стверджувати, що події недавньої світової фінансової кризи 2007–2008 рр. негативно вплинули на ці сектори. Це дало змогу засвідчити зростаючий негативний вплив дисбалансів руху фінансових ресурсів на стійкість фінансових секторів економік цих країн.

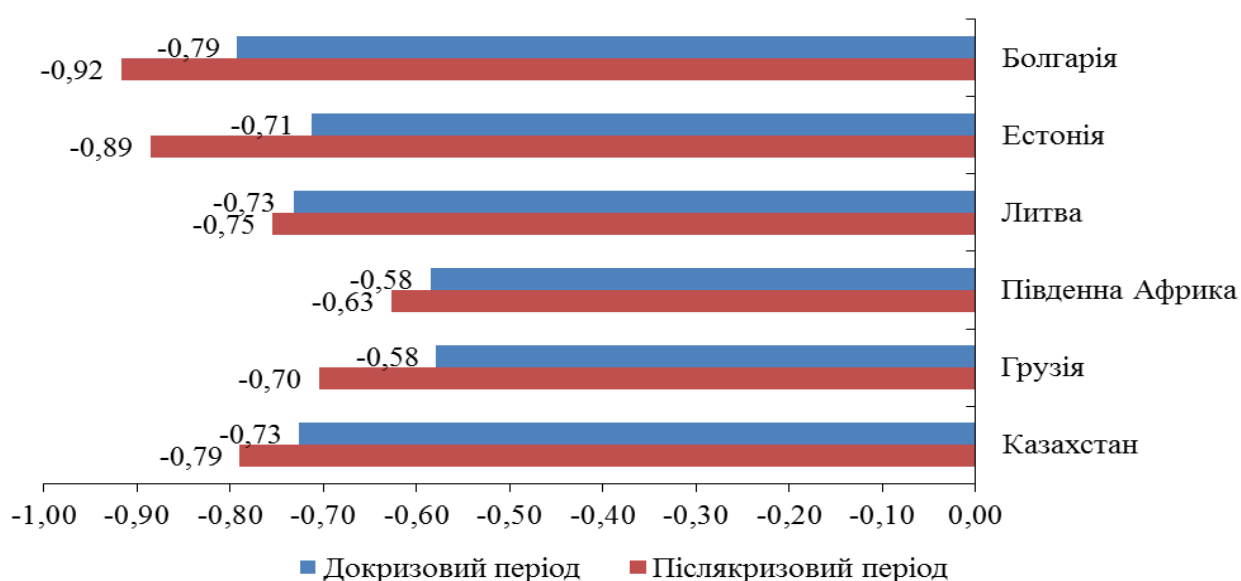


Рисунок 2.6 – Динаміка коефіцієнтів кореляції за країнами, що демонструють посилення обернених зв'язків між інтегральними показниками дисбалансів руху фінансових ресурсів та індикаторами *Z-score*

На основі проведеного кореляційного аналізу між інтегральними показниками дисбалансів руху фінансових ресурсів та індикаторами фінансової стійкості для ряду країн світу можемо сформулювати основні аспекти позитивного чи негативного впливу таких дисбалансів, спричинених фінансiалiзацiєю, на стiйкiсть фiнансових секторiв економiк цих країн, що дасть змогу пiдтвердити чи спростувати висунуту вище гiпотезу (табл. 2.10).

Таблиця 2.10 – Результати формалізації напрямів впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на стійкість фінансових секторів країн

Індикатор фінансової стійкості	Направленість зв'язку відповідно до висунутої гіпотези	Розвинуті країни	Країни з перехідною економікою	Країни, що розвиваються
Індикатори фінансової стійкості на базі капіталу (депозитні корпорації)				
Співвідношення регулятивного капіталу до зважених за ризиком активів	Обернений	Прямий / обернений		
Співвідношення регулятивного капіталу 1-го рівня до зважених за ризиком активів	Обернений	Прямий / обернений → Обернений	Прямий / обернений	
Співвідношення недіючих кредитів без урахування резервів до капіталу	Прямий	Обернений → Прямий	Прямий	Прямий / обернений
Співвідношення капіталу до активів	Обернений	Прямий / обернений	Обернений	Прямий
Норма прибутку на капітал	Прямий	Прямий / обернений	Обернений	Прямий → Обернений
Співвідношення великих відкритих позицій до капіталу	Прямий	Обернений	Прямий / обернений	Обернений (Індонезія)
Співвідношення чистої відкритої позиції в іноземній валюті до капіталу	Прямий	Прямий / обернений	Прямий / обернений → Прямий	Обернений
Співвідношення валової позиції похідних фінансових інструментів в активах до капіталу	Прямий	Прямий / обернений	Обернений	
Співвідношення валової позиції похідних фінансових інструментів у зобов'язаннях до капіталу	Прямий	Прямий / обернений		Обернений
Індикатори фінансової стійкості на базі активів				
Співвідношення ліквідних активів до сукупних активів	Неоднозначний	Обернений	Обернений → Прямий	Прямий / обернений
Співвідношення ліквідних активів до короткострокових зобов'язань	Неоднозначний	Обернений	Прямий	Прямий / обернений
Співвідношення депозитів клієнтів до сукупних валових кредитів (крім міжбанківських)	Обернений	Обернений	Обернений → Прямий / обернений	Обернений
Норма прибутку на активи	Прямий	Прямий / обернений	Обернений	Прямий → Прямий / обернений
Співвідношення недіючих кредитів до сукупних валових кредитів	Прямий	Обернений → Прямий	Прямий / обернений	
Співвідношення кредитів на житлову нерухомість до сукупних валових кредитів	Неоднозначний	Прямий / обернений	Прямий (Україна)	Прямий
Співвідношення кредитів на комерційну нерухомість до сукупних валових кредитів	Неоднозначний	Прямий / обернений	Прямий → Обернений	Прямий (Філіппіни)
Співвідношення кредитів в іноземній валюті до сукупних валових кредитів	Прямий	Прямий	Прямий / обернений → Прямий	Прямий

Продовження табл. 2.10

Індикатор фінансової стійкості	Направленість зв'язку відповідно до висунутої гіпотези	Розвинуті країни	Країни з перехідною економікою	Країни, що розвиваються
Індикатори фінансової стійкості на базі активів (депозитні корпорації)				
Співвідношення зобов'язань в іноземній валюті до сукупних зобов'язань	Прямий	Прямий / обернений	Прямий	Обернений (Індонезія)
Індикатори фінансової стійкості на базі доходів та витрат				
Співвідношення процентної маржі до валового доходу	Обернений	Прямий → Прямий / обернений	Прямий / обернений	
Співвідношення доходу від торговельних операцій до валового доходу	Прямий	Прямий / обернений	Обернений	Прямий
Співвідношення непроцентних витрат до валового доходу	Прямий	Прямий / обернений	Обернений	Прямий
Співвідношення витрат на утримання персоналу до непроцентних витрат	Прямий	Обернений	Прямий (Вірменія)	Обернений
Індикатори фінансової стійкості інших фінансових корпорацій				
Співвідношення активів до сукупних активів фінансового сектору	Прямий	Прямий	Обернений (Молдова)	Прямий / обернений
Співвідношення активів до валового внутрішнього продукту	Прямий	Прямий		Прямий → Прямий / обернений
Показник Z-score	Обернений	Обернений	Обернений	Прямий / обернений
Висновок щодо гіпотези	-	Підтверджена	Підтверджена	Спростована

Примітки:

Прямий / обернений – помірний або суттєвий за інтенсивністю зв'язок, визначити однозначні тенденції щодо направленості зв'язку неможливо;

Прямий – помірний або суттєвий прямий зв'язок, що спостерігається у переважній більшості країн з групи для обох періодів (докризовий, посткризовий);

Обернений – помірний або суттєвий обернений зв'язок, що спостерігається у переважній більшості країн з групи для обох періодів (докризовий, посткризовий);

Прямий → Обернений / Обернений → Прямий – протягом докризового та посткризового періодів відбувається зміна направленості зв'язку між показниками;

Прямий / обернений (Україна) – середній або сильний зв'язок, що характерний для однієї країни (наприклад, України).

Перелік індикаторів фінансової стійкості складено на основі [200; 249; 250; 253; 269; 436]

Таблиця 2.11 – Найбільш ймовірна інтенсивність зв'язку між дисбалансами руху фінансових ресурсів та окремими індикаторами фінансової стійкості

Індикатор фінансової стійкості	Розвинуті країни	Країни, що розвиваються	Країни з перехідною економікою
	Інтенсивність зв'язку		
Індикатори фінансової стійкості на базі капіталу, активів, доходів та витрат (депозитні корпорації)			
Співвідношення регулятивного капіталу до зважених за ризиком активів	помірний	помірний	помірний
Співвідношення регулятивного капіталу 1-го рівня до зважених за ризиком активів	суттєвий	слабкий	помірний
Співвідношення недіючих кредитів без урахування резервів до капіталу	помірний	помірний	слабкий
Співвідношення капіталу до активів	помірний	помірний	помірний
Норма прибутку на капітал	помірний	помірний	помірний
Співвідношення великих відкритих позицій до капіталу	суттєвий	слабкий	помірний
Співвідношення чистої відкритої позиції в іноземній валюті до капіталу	помірний	слабкий	помірний
Співвідношення валової позиції похідних фінансових інструментів в активах до капіталу	помірний	помірний	помірний
Співвідношення валової позиції похідних фінансових інструментів у зобов'язаннях до капіталу	помірний	помірний	помірний
Співвідношення ліквідних активів до сукупних активів	помірний	суттєвий	помірний
Співвідношення ліквідних активів до короткострокових зобов'язань	помірний	помірний	слабкий
Співвідношення депозитів клієнтів до сукупних валових кредитів (крім міжбанківських)	помірний	помірний	помірний
Норма прибутку на активи	помірний	помірний	помірний
Співвідношення недіючих кредитів до сукупних валових кредитів	помірний	помірний	помірний
Співвідношення кредитів на житлову нерухомість до сукупних валових кредитів	помірний	помірний	помірний
Співвідношення кредитів на комерційну нерухомість до сукупних валових кредитів	помірний	помірний	помірний
Співвідношення кредитів в іноземній валюті до сукупних валових кредитів	помірний	помірний	помірний
Співвідношення зобов'язань в іноземній валюті до сукупних зобов'язань	помірний	помірний	суттєвий
Співвідношення процентної маржі до валового доходу	помірний	слабкий	помірний
Співвідношення доходу від торговельних операцій до валового доходу	помірний	помірний	помірний
Співвідношення непроцентних витрат до валового доходу	суттєвий	помірний	помірний
Співвідношення витрат на утримання персоналу до непроцентних витрат	помірний	слабкий	слабкий
Індикатори фінансової стійкості інших фінансових корпорацій			
Співвідношення активів до сукупних активів фінансового сектору	помірний	слабкий	слабкий
Співвідношення активів до валового внутрішнього продукту	помірний	помірний	помірний
Z-score	помірний	помірний	помірний

Примітка. Перелік індикаторів фінансової стійкості складено на основі [200; 249; 250; 253; 269; 436]

Для формулювання висновків пропонуємо розділити країни, що склали вибірку, на три групи відповідно до класифікації Організації Об'єднаних Націй (ООН): розвинуті країни (Австралія, Канада, Франція, Німеччина, Італія, Японія, Польща, Великобританія, Румунія, Латвія, Литва, Естонія, Угорщина, Чехія, Болгарія); країни з перехідною економікою (Казахстан, Грузія, Російська Федерація, Молдова, Україна, Вірменія); країни, що розвиваються (Бразилія, Китай, Індія, Індонезія, Корея, Мексика, Філіппіни, Південна Африка, Малайзія, Словаччина).

Відповідно до кожної з трьох вищенаведених груп країн сформулюємо висновки стосовно підтвердження чи спростування гіпотези щодо негативного впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на стійкість фінансових секторів їх економік.

Для групи розвинутих країн результати проведеної вище формалізації дозволили стверджувати про направленість зв'язку між досліджуваними показниками відповідно до висунутої гіпотези. Це дало змогу її підтвердити. Аналогічні результати формалізації напрямів впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на стійкість фінансових секторів країн з перехідною економікою дали змогу також підтвердити висунуту вище гіпотезу. Всупереч отриманим висновкам для розвинутих країн та країн з перехідною економікою, результати проведеної формалізації для країн, що розвиваються, дозволили стверджувати про позитивний вплив на стійкість їх фінансових секторів дисбалансів руху фінансових ресурсів. Тобто для групи країн, що розвиваються, висунута гіпотеза була спростована. Такі висновки ґрунтуються на тому, що тільки меншість індикаторів фінансової стійкості відповідають направленості зв'язку між досліджуваними показниками відповідно до висунутої гіпотези, в той час як більшість з них демонструють протилежні тенденції.

Для окремих індикаторів фінансової стійкості отримано однакову відповідність зв'язків з інтегральними показниками дисбалансів руху фінансових ресурсів для всіх трьох груп країн. У контексті негативного впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на стійкість фінансового сектору для зв'язку інтегрального показника таких дисбалансів та індикатора співвідношення регулятивного капіталу до зважених за ризиком активів визначено обернену направленість. Для трьох груп досліджуваних країн (розвинутих, з перехідною економікою та тих, що розвиваються) спостерігається однакова ситуація, в якій немає можливості визначити однозначні тенденції для кожної групи – половина країн демонструє прямі зв'язки, в той час як інша половина – обернені. У межах дослідження зв'язків інтегральних показників дисбалансів руху фінансових ресурсів та індикаторів співвідношення депозитів клієнтів до сукупних валових кредитів (крім міжбанківських) висунута гіпотеза підтверджується для всіх вищезазначених груп країн. У цілому така ситуація підтверджує той факт, що випереджаючий розвиток фінансового сектору порівняно з реальним супроводжується темпами зростання кредитів поряд з депозитами.

Слід відзначити, що негативний вплив дисбалансів руху фінансових ресурсів на стійкість фінансових секторів економік розвинутих країн та країн з перехідною економікою, поряд із отриманими вище результатами розрахунків, підтверджується й на основі проведеного кореляційного аналізу між *IR* та показником *Z-score*.

У цілому можна зробити висновок про переважання негативного впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів, спричинених фінансіалізацією, на стійкість фінансових секторів економік для більшості країн світу, виключення з яких складають країни, що розвиваються. Тобто для переважної більшості досліджуваних країн висунута нами раніше гіпотеза є підтвердженою. Це пояснюється наступними твердженнями.

По-перше, аналізуючи зв'язки між дисбалансами руху фінансових ресурсів та стійкістю фінансових секторів економік розвинутих країн, слід підкреслити, що ці країни на момент дослідження вже характеризувались значним рівнем їх розвитку. Це, у свою чергу, негативно відобразилось на реальних секторах економік цих країн, які демонстрували відставання від фінансових секторів. В той же час країни, що розвиваються, ще не досягли критичного (найвищого) рівня дисбалансів руху фінансових ресурсів, що на певний період часу стримує виникнення деструктивних явищ у реальних секторах економік цих країн та надмірне переважання в них фінансових секторів.

По-друге, розвинуті країни світу мають ефективні та високотехнологічні реальні сектори, що добре функціонують і забезпечують потреби населення, в той же час, не даючи тих прибутків, які можливо отримати від здійснення операцій у фінансових секторах. Останні характеризуються значним рівнем розвитку, про що свідчать величезні обсяги фінансових потоків та укладання угод, операцій з деривативами тощо. В кінцевому результаті це призводить до відволікання ресурсів з реальних секторів у фінансові, що має відповідні негативні наслідки для розвинутих країн.

По-третє, країни з перехідною економікою знаходяться на етапі перебудови реальних і фінансових секторів. В цих країнах реальні сектори потребують значних фінансових інвестицій для оновлення фондів та впровадження інновацій. В той же час фінансові сектори економік цих країн є нестабільними: відбувається реорганізація банківських установ, ринки цінних паперів майже не розвинуті, досить поширеними є спекулятивні операції та операції, які здійснюються з порушенням або обходженням законодавства та ін. За таких умов не має реально існуючого потоку необхідних грошових коштів з фінансових секторів економік країн у їх реальні сектори. До того ж фінансові інвестори та інститути, як і у випадку розвинутих країн, більше зосереджені на отриманні значних прибутків від фінансових операцій, аніж на вкладенні коштів у реальні сектори економік. Все це призводить до невідворотних

негативних наслідків, зокрема щодо стійкості фінансових секторів економік країн цієї групи.

По-четверте, країни, що розвиваються, демонструють динамічні темпи економічного зростання. В цих країнах одночасно розвиваються реальні і фінансові сектори. Вплив дисбалансів руху фінансових ресурсів на стійкість фінансових секторів країн, що розвиваються, не настільки негативний, як в інших групах країн. Це пояснюється тим, що такі сектори не повністю «відволікають» грошові кошти з реальних секторів. Ринки похідних фінансових інструментів в цих країнах ще не досягли того рівня, як у розвинутих країнах. Загалом, незважаючи на високий (помірний) рівень дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіках країн, що розвиваються, необхідний обсяг відповідних ресурсів надходить до їх реальних секторів, що забезпечує високі темпи економічного зростання.

Таким чином, було формалізовано напрями впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на стійкість фінансових секторів на основі аналізу зв'язків інтегрального показника таких дисбалансів та індикаторів фінансової стійкості Міжнародного валютного фонду і Світового банку для країн з різним рівнем економічного розвитку. Для переважної більшості досліджуваних країн підтверджено висунуту гіпотезу щодо негативного впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на стійкість їх фінансових секторів незалежно від загальноекономічних умов розвитку. Водночас таку гіпотезу було спростовано для групи країн, що розвиваються. Визначено умови-дестабілізатори стійкості фінансових секторів країн під впливом фінансіалізації їх економік, які слід вважати об'єктом застосування регуляторних заходів на фінансових ринках. До їх складу віднесено: рівень інтегрованості ринків у світовий фінансовий простір, що визначає схильність до трансмісії системних ризиків; ступінь розвитку ринків, який впливає на їх волатильність.

2.3 Дослідження впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на конвергентні процеси у фінансовому та реальному секторах економіки

Процес стрімкого розширення частки фінансового сектору в економіці країни обумовлений перетіканням капіталу з реального сектору у фінансовий, швидкими темпами впровадження фінансових інновацій тощо. В цьому аспекті виникає питання про конвергенцію реального та фінансового секторів, оскільки переважання останнього в країні створює всі умови для виникнення деструктивних явищ у галузях промисловості, що в кінцевому випадку порушує загальний стан економіки та соціальний добробут населення (рис. 2.7).

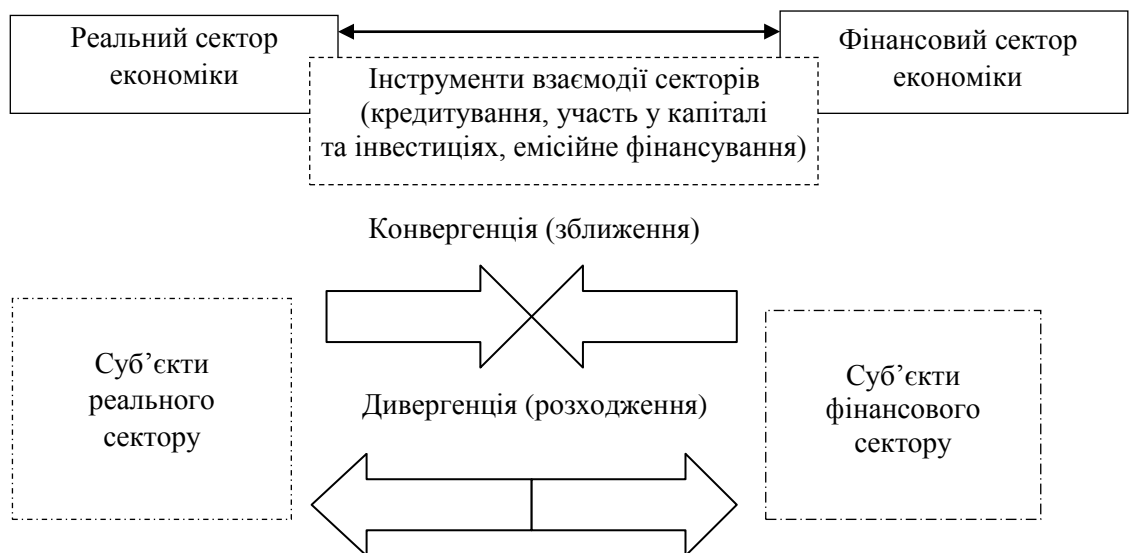


Рисунок 2.7 – Фінансовий та реальний сектори економіки: взаємодія, конвергенція та дивергенція

Г. Барсегов [23], І. Ломачинська та А. Кравцова [193, с. 141] та інші визначають різноманітні базові та додаткові причини конвергенції фінансового і реального секторів, які є поширеними серед економістів та дослідників. Разом з цим, ряд вчених приділяють увагу питанням дивергенції секторів економіки: І. Богушов [30], Е. Галімова [58; 59], І. Левіна [185], З. Луцишин [198], Х. Мінські [571], С. Міщенко [221; 235], С. Науменкова [235], А. Пархоменко

[255], Дж. Стігліц [563] та інші. Питанням інтеграції суб'єктів фінансового сектору приділено увагу у наукових працях [4; 11; 12; 13; 14] тощо.

У той же час дисбаланси руху фінансових ресурсів внаслідок фінансіалізації спричиняють конвергентні процеси всередині самого фінансового сектору країни, що характеризується зближенням діяльності різних фінансових посередників. Так, велика кількість фінансових інститутів починає дублювати діяльність банківських установ, в той час як останні активно здійснюють інвестиційні операції та займають позиції на ринках цінних паперів. Більше того, банківські установи, страхові та фінансові компанії, інститути спільного інвестування та інші фінансові посередники створюють складні інтеграційні об'єднання, такі як фінансові групи (ФГ) та ін. Поряд з фінансовими групами поширеним є створення й фінансово-промислових груп (ФПГ) або промислово-фінансових груп (ПФГ), до складу яких, окрім фінансових інститутів, включаються й суб'єкти реального сектору.

Отже, існують два важливі напрямки дослідження дисбалансів руху фінансових ресурсів, спричинених фінансіалізацією, у контексті конвергентних процесів: на рівні зближення реального та фінансового секторів; на рівні виключно фінансового сектору країни, що складається з різного роду фінансових посередників та інститутів.

Нижче розглянемо кожен напрямок окремо, зокрема передумови до виникнення конвергенції та існуючі підходи до оцінювання її рівня в країні.

В науковій літературі відсутній єдиний підхід до оцінювання конвергенції. Нижче буде розглянуто окремі різновиди конвергенції. « β -конвергенція» введена Р. Барро та Х. Сала-і-Мартін [385]. Вони трактували таку конвергенцію як від'ємну залежність темпів зростання від початкового рівня [322, с. 194; 385]. Досліджуючи конвергенцію сільськогосподарського виробництва на регіональному рівні М. Толмачов [322] використав саме β -конвергенцію. Це дало змогу науковцю отримати певні результати та сформулювати ґрунтовні висновки.

Розрізняють абсолютну та умовну β -конвергенцію. Перша з них передбачає зближення об'єктів у часі без врахування додаткових умов (факторних змінних) щодо цього процесу. Виходячи з цього, отримані результати можуть бути зміщені в бік дивергенції. Така ситуація часто пояснюється відсутністю змінних, які характеризують відмінності окремих параметрів, що впливають на темпи зростання кінцевого показника. В цьому випадку перевіряється гіпотеза умовної β -конвергенції, відповідно до якої враховуються додаткові факторні змінні. « σ -конвергенція» визначається як зменшення у часі варіації рівнів досліджуваних ознак. Для перевірки гіпотези про наявність такої конвергенції найчастіше використовуються показники варіації, а рідше – індекси Херфіндаля-Хіршмана, Тейла тощо [322, с. 194–195].

Як і у випадку М. Толмачова [322, с. 193–199], який оцінював рівень конвергенції сільськогосподарського виробництва регіонів у Російській Федерації на основі концепцій бета- (β) і сигма-конвергенції (σ), М. Пагано та ін. [374] в межах свого дослідження щодо оцінювання ступеня фінансової інтеграції країн ЄС також спираються на ці дві концепції. Так, М. Пагано та ін. [374] зазначають, що фінансові ринки є інтегрованими, коли має місце закон єдиної ціни. Тобто активи, що генерують подібні грошові потоки, забезпечують такий же рівень дохідності незалежно від місцезнаходження емітента та утримувача цих активів. З урахуванням цього ступінь інтеграції фінансового ринку може бути вимірний за допомогою порівняння прибутковості активів, які випускаються в різних країнах та створюють у них подібні грошові потоки. Для оцінювання ступеня фінансової інтеграції науковці пропонують розглядати необхідні індикатори відповідно до чотирьох груп, які відображені у табл. 2.12 [374].

Таблиця 2.12 – Індикатори оцінювання ступеня фінансової інтеграції
(складено на основі [374, с. 1–5])

Назва групи індикаторів	Індикатори, що входять до групи
Індикатори інтеграції ринку кредитів	Індикатори, що ґрунтуються на основі розбіжностей у процентних ставках Індикатори, отримані на основі даних структури міжнародних портфелів інституційних інвесторів Індикатори, отримані на основі розбіжностей окремих параметрів розвитку ринку кредитів Індикатори важливості окремих суб'єктів ринку кредитів
Індикатори інтеграції, що ґрунтуються на економічних рішеннях домогосподарств та фірм	Індикатор зв'язку між заощадженнями та інвестиціями. Індикатор зв'язку між темпами приросту споживання
Індикатори інституційних розбіжностей, що приводять до сегментації фінансового ринку	Індекс регулювання процесу вирішення суперечок. Індекс очікуваної тривалості
Індикатори інтеграції ринку цінних паперів	Індикатори, що ґрунтуються на дохідності цінних паперів. Індикатори, що ґрунтуються на міжнародній інвестиційній стратегії фондів окремих цінних паперів

Подібні з наведеними вище підходи до оцінювання рівня конвергенції в країні можемо спостерігати і на прикладі роботи К. Дворокової та ін. [427], які досліджували вплив фінансової кризи на конвергенцію економік Чехії та єврозони за період 1990–2009 рр. Використовуючи концепції бета- і сигма-конвергенції, науковці побудували регресію з фіксованими ефектами. Результати розрахунків К. Дворокової та ін. [427] дали змогу отримати відповідь на питання, чи повинна Чехія приєднуватись до єврозони та впроваджувати єдину валюту. Так, до регресійної моделі було включено три основні індикатори: валовий внутрішній продукт на душу населення в постійних цінах 2005 р. у дол. США, рівень інвестицій та показник відкритості економіки. Як залежну змінну було обрано індикатор валового внутрішнього продукту, як пояснюючі змінні – рівень інвестицій та показник відкритості економіки. Поряд з цим побудована вченими регресійна модель характеризувала залежності змінних на досить короткому часовому проміжку: 20 спостережень за період 1990–2009 рр. Відзначимо, що обмеження стосовно

короткого періоду дослідження науковцями було нівельовано за допомогою використання панельної регресії, а також включення фіктивних змінних для моніторингу можливої конвергенції чи дивергенції серед досліджуваних країн. Результати моделювання К. Дворокової та ін. [427] доводять присутність низького ступеня залежності між середнім економічним рівнем єврозони та незалежними змінними (рівень інвестицій та показник відкритості економіки). В той же час дослідники стверджували, що рівень інвестицій негативно впливає на економіку, а такий показник як відношення суми експорту та імпорту до валового внутрішнього продукту демонструє позитивний вплив. Подібний вплив на економіку здійснює також такий індикатор як валовий внутрішній продукт на душу населення в постійних цінах 2005 р. у дол. США. Поряд з цим світова фінансова криза 2007–2008 рр. майже не вплинула на конвергенцію досліджуваних економік. Таку ситуацію науковці пояснили зниженням економічного рівня розвитку кожної країни індивідуально. Останнє в кінцевому результаті призвело до зниження середнього економічного рівня єврозони в цілому [427, с. 136–145].

Досліджуючи проблеми економічної та інституційної конвергенції та дивергенції у пострадянському просторі як фактору регіональної економічної інтеграції, А. Лібман [190] також звертається до описаних вище підходів оцінювання її рівня. Так, науковець на основі отриманих результатів дослідження доходить висновку, що рівень різномірності пострадянського простору, що відображається сигма-конвергенцією, за 15 років підвищився, що ускладнює реалізацію можливої інтеграції. В той же час для всіх статистично значущих показників пострадянський простір характеризувався бета-конвергенцією. Отже, неформальна інтеграція пострадянського простору, пов'язана з міграційними потоками та переміщенням капіталів, не призвела до формування ефективного ринку, навпаки, вона сприяла збереженню різких розбіжностей між країнами [190, с. 58–71].

Особливий інтерес у контексті дослідження впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на конвергентні процеси у реальному та фінансовому секторах викликає робота Б. Бахадира та Н. Валєва [383]. Науковці досліджували процес конвергенції фінансового розвитку різних країн. У своїй роботі вони визначили декілька підходів до оцінювання фінансового розвитку, проте головна їх увага зосереджувалась на показнику відношення обсягів кредитів приватному сектору до валового внутрішнього продукту [383]. Останній показник широко використовується в науковій літературі, присвяченій дослідженням фінансового розвитку [390, с. 27–49; 420, с. 299–329]. Він показує відношення обсягів кредитів домогосподарствам та фірмам, що надані банками та іншими фінансовими інститутами, до валового внутрішнього продукту. У той же час науковці у власній роботі використовували показники: 1) відношення обсягів кредитів, що надаються суто банками приватному сектору до валового внутрішнього продукту; 2) відношення ліквідних зобов'язань до валового внутрішнього продукту. Для проведення розрахунків Б. Бахадир та Н. Валєв [383] застосували панельну регресію, що ґрунтується на вимірюванні бета-конвергенції. На початковому етапі вчені оцінили рівень конвергенції без врахування будь-яких характеристик окремої країни. Тому в подальших розрахунках вони поступово додавали контрольні змінні для врахування макроекономічних характеристик розвитку окремих країн. Для базового контролю дослідники включили наступні показники: валовий внутрішній продукт на душу населення, рівень інфляції, державні витрати та відкритість торгівлі. При цьому в межах дослідження Б. Бахадиром та Н. Валєвим [383] було обґрунтовано вибір кожної контрольної змінної для включення її у регресійну модель. Після цього до рівняння також було включено інституційні змінні відповідно до даних Міжнародного керівництва з ризиків країни (МКРК): показники виконання правових норм, корупції, ефективності бюрократії. Окремо дослідниками було включено контрольні змінні щодо ефективності діяльності фінансових інститутів, такі як: чиста процентна маржа, показники витрат та рентабельності активів. У

результаті розрахунків, проведених для груп країн, Б. Бахадир та Н. Валєв [383] довели, що країни з нижчим початковим рівнем фінансового розвитку демонструють більш стрімке економічне зростання. Науковці також відзначили, що конвергенція спостерігається і у випадку включення контрольних змінних до регресійної моделі, зокрема тих, що характеризують інституційні відмінності [383, с. 2–17]. Отже, всі розглянуті вище підходи до оцінювання конвергенції реального або фінансового сектору чи обох секторів між собою ґрунтуються на визначенні рівня зближення окремих складових кожного сектору.

Фінансовий сектор України характеризується власними специфічними особливостями. Хоча в Україні й присутні інтеграційні об'єднання за участю різних фінансових посередників, проте досить часто вони є неформальними та не реєструються як такі, що функціонують, у відповідних органах держави. Внаслідок цього досить складно оцінити рівень конвергенції та інтеграції фінансового сектору України, оскільки інформація про об'єднання інститутів такого сектору та інтеграційні зв'язки між ними часто не публікується або є неповною. Незважаючи на те, що фінансовий сектор України є банкоцентричним [221], що говорить про зосередження основного обсягу фінансових активів країни у банках, використати дані лише банківської статистики для оцінювання рівня конвергенції вітчизняного фінансового сектору є недоцільним через присутність також і страхових компаній, інститутів спільного інвестування та інших посередників на ринку. До того ж зазначимо, що поряд з майже відсутністю офіційно зареєстрованих ФГ, в Україні також відсутні формально існуючі об'єднання типу ПФГ/ФПГ, що також ускладнює оцінювання рівня конвергенції як самого фінансового сектору, так і фінансового та реального секторів економіки між собою. Відзначимо, що в Україні до 2011 р. діяв закон, що передбачав створення ПФГ у різних галузях реального сектору, ініціювання чого здійснювалося державними органами країни з метою реалізації відповідних програм розвитку пріоритетних галузей виробництва й структурної перебудови економіки.

Незважаючи на присутність у науковій літературі широкого кола підходів до оцінювання конвергентних процесів у реальному та фінансовому секторах економіки, на жаль, не здійснено ґрунтовних досліджень впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів, спричинених фінансіалізацією, на ці процеси у різних країнах світу. Зважаючи на це, вважаємо за доцільне висунути гіпотезу щодо прямого впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на конвергентні процеси у фінансовому та реальному секторах економіки. З метою її перевірки запропоновано науково-методичний інструментарій, який базується на врахуванні активів нефінансових корпорацій як основного індикатора розвитку реального сектору. Це дозволить оцінити вплив фінансового сектору на рівень економічної активності у реальному секторі, та, як наслідок, – динаміку валового внутрішнього продукту країни.

Перевірка висунутої гіпотези була здійснена для однорідних за організаційно-економічними та інституційними умовами країн. У відповідності до цього, було проведено комплексні розрахунки для країн Європи, які подібні за рівнем економічного розвитку з Україною та демонструють наявність схожих проблем у контексті конвергентних процесів у їх реальних та фінансових секторах. До цього переліку країн, включаючи Україну, ввійшли такі країни Європи: Польща, Латвія, Литва, Естонія, Угорщина, Словаччина, Чехія та Болгарія. У цьому аспекті, як вже зазначалось вище, для характеристики реального сектору економіки країни було використано показник активів нефінансових корпорацій (*NFAs*), а фінансового сектору – активів фінансових корпорацій (*FAs*). Відзначимо, що зазначені показники (індикатори) відображають чисті придбані активи протягом визначеного періоду у кожній окремій країні. Для приведення цих індикаторів до порівнянного вигляду було проведено їх співвідношення з показником валового внутрішнього продукту країни. Враховуючи описані вище підходи до оцінювання рівня конвергенції секторів економіки та показники, що в них використовуються, в аспекті дослідження впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів виключно на конвергентні процеси у фінансовому та реальному

секторах обрані вище індикатори найповніше відповідають поставленим завданням. Відзначимо, що як залежну змінну у контексті дослідження недоцільно використовувати показник валового внутрішнього продукту, оскільки він є досить комплексним та не надає окремої характеристики реального сектору економіки країни. Тому як залежну змінну у регресійній моделі для характеристики реального сектору обрано показник, що розраховується як відношення обсягу активів нефінансових корпорацій до валового внутрішнього продукту. Отже, побудована регресійна модель для оцінювання впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на конвергентні процеси у фінансовому та реальному секторах економіки має вигляд (2.3):

$$NFAs = \alpha FAs + \beta_i CV_i + \varepsilon \quad (2.3)$$

де $NFAs$ – активи нефінансових корпорацій до валового внутрішнього продукту;

FAs – активи фінансових корпорацій до валового внутрішнього продукту;

α – коефіцієнт, що показує відсоткову зміну активів нефінансових корпорацій при зміні активів фінансових корпорацій на 1 %;

CV_i – набір контрольних змінних, які дозволяють врахувати макроекономічні характеристики кожної окремої країни;

β – коефіцієнт, що показує відсоткову зміну активів нефінансових корпорацій при зміні i -ї контрольної змінної на 1 %;

ε – постійна величина (constanta), що відображає рівень активів нефінансових корпорацій при нульовому темпі приросту активів фінансових корпорацій та контрольних змінних.

Слід додатково зазначити, що параметр FAs , використаний у моделі (2.3), виступає індикатором дисбалансів руху фінансових ресурсів, спричинених фінансіалізацією.

Для оцінювання зв'язку між зазначеними вище показниками скористаємося програмним забезпеченням STATA. Відзначимо, що для оцінювання конвергенції реального та фінансового секторів економіки України з інструментарію програмного забезпечення STATA було обрано регресію з фіксованими ефектами (fixed-effects regression), оскільки вона відповідає цілям дослідження та демонструє широке застосування серед зарубіжних науковців і практиків. Регресія з фіксованими ефектами використовується для аналізу лонгітюдних даних з повторюваними вимірами як незалежних, так і залежних змінних. Вона дає змогу визначити чистий ефект впливу обраної факторної ознаки на залежну змінну. У той же час розрахунки було здійснено на основі лонгітюдних даних, які формуються на базі агрегування інформації про всі країни, що склали вибірку. Як контрольні змінні, що дозволять врахувати макроекономічні характеристики кожної окремої країни, зважаючи на присутність негативних наслідків недавньої світової фінансової кризи 2007–2008 рр., було обрано: обсяг прямих іноземних інвестицій (FDI – foreign direct investments), показник інфляції (CCP – consumer prices) та відсоток у валовому внутрішньому продукті доданої вартості, створеної у виробництві (MnF – manufacturing).

Прямі іноземні інвестиції складаються з акціонерного капіталу, реінвестування доходів, іншого капіталу (довгострокового, короткострокового), що відображається у платіжному балансі. Показник FDI відображає чисті притоки (нові інвестиційні надходження за мінусом скорочення капіталовкладень) у звітній країні від іноземних інвесторів та поділений на значення валового внутрішнього продукту країни [253]. Відзначимо, що в умовах конвергенції фінансового та реального секторів економіки обсяг прямих іноземних інвестицій повинен зростати. Передумовою для чого додатково виступає лібералізація міжнародних фінансових ринків та збільшення обсягів фінансових потоків між країнами у світі. Внаслідок цього спрямування іноземних фінансових ресурсів на будівництво нових компаній, придбання вже діючих призведе до зростання індикатора активів нефінансових корпорацій,

який характеризує реальний сектор економіки. Тому показник обсягу прямих іноземних інвестицій включено в модель як контрольну змінну. Щодо показника інфляції, то слід відзначити, що він є обов'язковою макроекономічною характеристикою для врахування як контрольної змінної. Це пояснюється тим, що будь-які коливання рівня інфляції обов'язково відображаються на стані реального сектору економіки країни, зокрема на зростанні цін на реалізацію продукції, поставках сировини, а відтак на їх обсягах тощо. Оскільки реальний сектор економіки включає в себе значну кількість галузей видобувної, обробної та інших різновидів промисловості, то логічно буде припустити, що зростання обсягів виробництва призведе до збільшення активів нефінансових корпорацій. Тому включення до моделі показника, який розраховується як відсоток у валовому внутрішньому продукті доданої вартості, створеної у виробництві як контрольної змінної, є необхідним. Нижче перейдемо до безпосередньої перевірки висунутої гіпотези щодо прямого впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на конвергентні процеси у фінансовому та реальному секторах економіки. Для цього побудуємо ряд регресійних моделей (табл. 2.13–2.16) з урахуванням індивідуальних відмінностей лонгітюдних даних із повторюваними вимірами.

У табл. 2.13 відображено результати оцінювання впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на конвергентні процеси у фінансовому та реальному секторах (регресійна модель без врахування контрольних змінних).

Таблиця 2.13 – Результати оцінювання впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на конвергентні процеси у фінансовому та реальному секторах (регресійна модель без врахування контрольних змінних)

Параметри	Коефіцієнти	Стандартна похибка	t	$P > t $	Довірчий інтервал (ймовірність 95 %)	
FAs	0,497708	0,0868354	5,73	0,000	0,3249001	0,670516
Постійна величина	10,32348	2,434959	4,24	0,000	5,477754	15,1692

З табл. 2.13 бачимо, що значення t-статистики для незалежної змінної (відношення обсягу активів фінансових корпорацій до валового внутрішнього продукту) більше 1,96 (довірча ймовірність 95 %). Це дозволяє стверджувати про значущість впливу незалежної змінної на залежну (відношення обсягу активів нефінансових корпорацій до валового внутрішнього продукту). Адекватність регресійної моделі підтверджується перевищенням фактичного значення критерію Фішера над критичним. До того ж коефіцієнт детермінації склав 0,7087, що дозволяє розглядати побудовану регресійну модель як прийнятну та підтвердити її адекватність.

Проте, незважаючи на отримані результати, які демонструють прямий суттєвий вплив дисбалансів руху фінансових ресурсів на конвергентні процеси у фінансовому та реальному секторах, необхідним є включення до регресійної моделі ряду контрольних змінних для врахування стану макроекономічного середовища країни. Перш за все, до регресійної моделі було включено таку контрольну змінну, як «обсяг прямих іноземних інвестицій» (*FDI*), що дало змогу отримати результати, які наведено у табл. 2.14.

Таблиця 2.14 – Результати оцінювання впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на конвергентні процеси у фінансовому та реальному секторах (регресійна модель з включенням контрольної змінної «обсяг прямих іноземних інвестицій»)

Параметри	Коефіцієнти	Стандартна похибка	t	P> t	Довірчий інтервал (ймовірність 95 %)	
FAs	0,3769687	0,0852818	4,42	0,000	0,2072197	0,5467178
FDI	0,9110495	0,2284564	3,99	0,000	0,4563184	1,365781
Постійна величина	6,43771	2,438735	2,64	0,010	1,583529	11,29189

Отримана регресійна модель є адекватною, що підтверджується перевищенням фактичного значення критерію Фішера над критичним. При цьому слід відзначити значущість впливу обох факторних ознак на залежну

змінну (відношення обсягу активів нефінансових корпорацій до валового внутрішнього продукту), оскільки значення t-статистики більше необхідного рівня 1,96. У той же час коефіцієнт детермінації побудованої моделі склав 0,7575, що дозволяє стверджувати про прийнятність побудованої регресійної моделі та підтвердити її адекватність. Загалом, слід зазначити, що введення однієї з трьох контрольних змінних несуттєво позначилося на значущості результатів та доводить прямий вплив дисбалансів руху фінансових ресурсів на конвергентні процеси у фінансовому та реальному секторах. Незважаючи на це, перейдемо до наступного етапу дослідження. На цьому етапі поряд з контрольною змінною «обсяг прямих іноземних інвестицій» додатково включимо до моделі контрольну змінну – показник інфляції (ССР).

Результати побудови регресійної моделі з урахуванням нової контрольної змінної відображено у табл. 2.15. З табл. 2.15 видно, що вплив обраних факторних ознак на залежну змінну є значущим, в той час як регресійна модель, як і попередня, є прийнятною та адекватною (коефіцієнт детермінації склав 0,7828, фактичне значення критерію Фішера більше табличного, значення t-статистики більше необхідного рівня 1,96).

Таблиця 2.15 – Результати оцінювання впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на конвергентні процеси у фінансовому та реальному секторах (регресійна модель з включенням контрольних змінних «обсяг прямих іноземних інвестицій», «показник інфляції»)

Параметри	Коефіцієнти	Стандартна похибка	t	P> t	Довірчий інтервал (ймовірність 95 %)	
FAs	0,2437308	0,0924702	2,64	0,010	0,0596368	0,4278249
FDI	0,8829103	0,2177888	4,05	0,000	0,4493261	1,316495
ССР	1,718235	0,5699474	3,01	0,003	0,5835572	2,852914
Постійна величина	0,6449381	3,014495	0,21	0,831	-5,35646	6,646336

Разом з цим введення такої додаткової контрольної змінної як «показник інфляції» призвело до посилення значущості змінної «обсяг прямих іноземних інвестицій» у регресійній моделі (табл. 2.15). Це спричинило несуттєве скорочення значущості показника відношення активів фінансових корпорацій до валового внутрішнього продукту.

Введемо у регресійну модель третю контрольну змінну – відсоток у валовому внутрішньому продукті доданої вартості, створеної у виробництві (*MnF*) (табл. 2.16).

Таблиця 2.16 – Результати оцінювання впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на конвергентні процеси у фінансовому та реальному секторах (регресійна модель з включенням контрольних змінних «обсяг прямих іноземних інвестицій», «показник інфляції», «відсоток у валовому внутрішньому продукті доданої вартості, створеної у виробництві»)

Параметри	Коефіцієнти	Стандартна похибка	t	P> t	Довірчий інтервал (ймовірність 95 %)	
FAs	0,3303121	0,0900635	3,67	0,000	0,1509728	0,5096513
FDI	0,8142946	0,2047818	3,98	0,000	0,4065219	1,222067
ССР	1,63522	0,5339423	3,06	0,003	0,5720074	2,698437
MnF	-3,697559	1,065055	-3,47	0,001	-5,818354	-1,576764
Постійна величина	69,41164	20,00765	3,47	0,001	29,57132	109,252

Представимо побудовану вище регресійну модель з включенням усіх контрольних змінних «обсяг прямих іноземних інвестицій», «показник інфляції», «відсоток у валовому внутрішньому продукті доданої вартості, створеної у виробництві» у вигляді:

$$NFAs = 69,41 + 0,33FAs + 0,81FDI + 1,63CCP - 3,70MnF \quad (2.4)$$

Оцінка значення коефіцієнта детермінації, який склав 0,8122, перевірка за критерієм Фішера дали змогу підтвердити високий рівень адекватності

побудованої моделі. Статистично підтверджено значущість обраних незалежних змінних моделі. Виявлено тісний та різновекторний зв'язок між контрольними та залежною змінними. Збільшення обсягів активів фінансового сектору на 1 % обумовлює зростання активів реального сектору на 0,33 млн дол. США. Це дало змогу підтвердити гіпотезу щодо прямого впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на конвергентні процеси у фінансовому та реальному секторах економік досліджуваних країн. Слід також відзначити, що врахування у регресійній моделі всіх контрольних змінних (табл. 2.16) одночасно не позначилося на значущості впливу показника відношення активів фінансових корпорацій до валового внутрішнього продукту на показник відношення активів нефінансових корпорацій до валового внутрішнього продукту. Зауважимо, що між контрольними змінними («обсяг прямих іноземних інвестицій», «показник інфляції») та залежною (відношення обсягу активів нефінансових корпорацій до валового внутрішнього продукту) спостерігаються прямі суттєві за інтенсивністю зв'язки. В той час як збільшення такої контрольної змінної як «відсоток у валовому внутрішньому продукті доданої вартості, створеної у виробництві» призводить до скорочення показника відношення активів нефінансових корпорацій до валового внутрішнього продукту. Результати проведеного вище дослідження дозволяють стверджувати про те, що зростання рівня дисбалансів руху фінансових ресурсів в країнах Європи, які є близькими за економічним розвитком до України, приводить до підвищення рівня конвергенції секторів економік цих країн. Отримані результати узгоджуються з попередніми висновками щодо невисокого рівня дисбалансів руху фінансових ресурсів цих країн та слугуватимуть подальшій розбудові їх фінансових секторів в напрямку підвищення якості та доступності фінансових послуг з метою забезпечення позитивного впливу на ділову активність нефінансових корпорацій та валовий внутрішній продукт.

На рис. 2.8 представлено структурно-логічну схему оцінки впливу фінансового сектору на рівень економічної активності у реальному секторі та динаміку валового внутрішнього продукту країни.

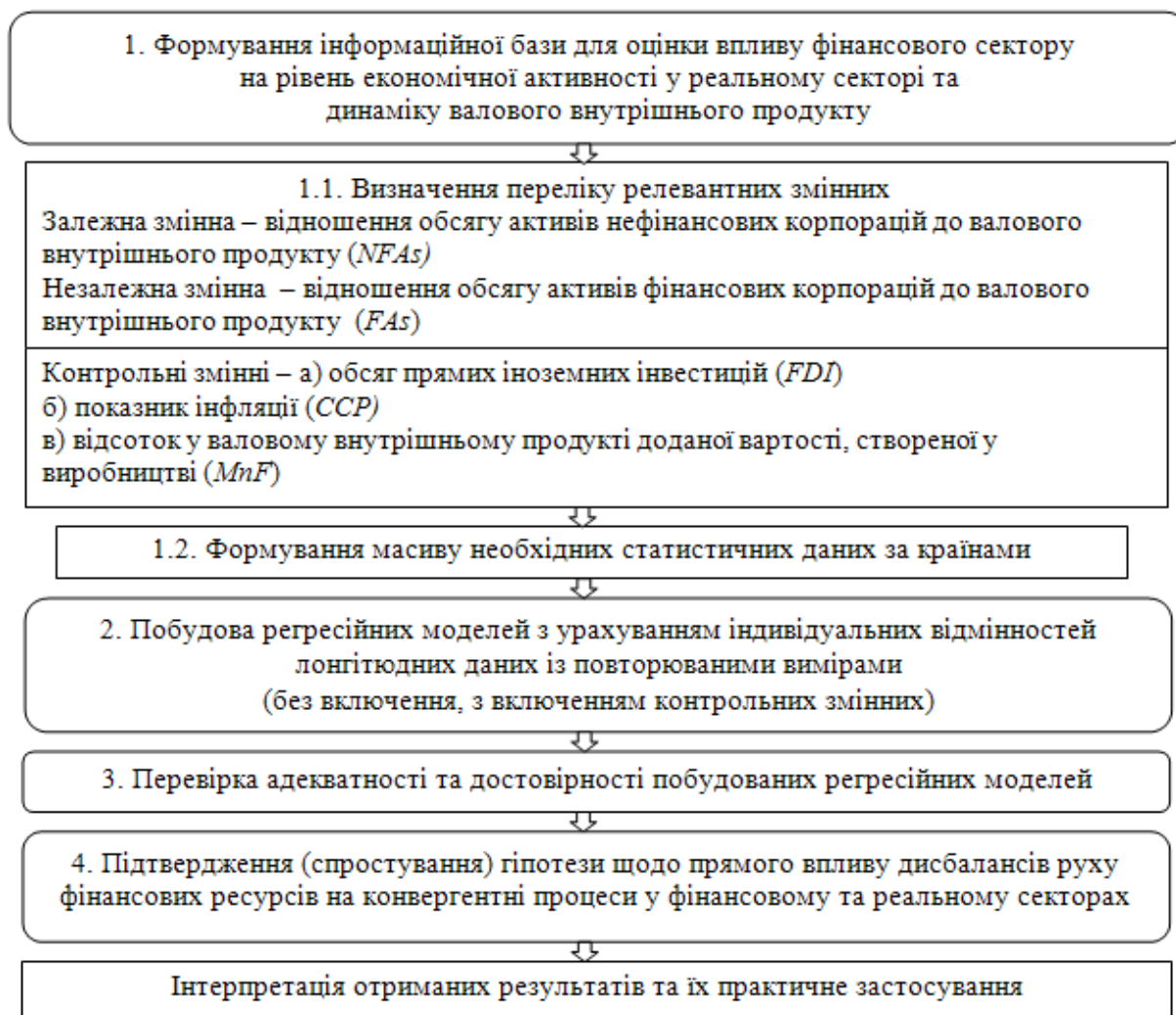


Рисунок 2.8 – Структурно-логічна схема оцінки впливу фінансового сектору на рівень економічної активності у реальному секторі та динаміку валового внутрішнього продукту країни

Таким чином, за результатами підрозділу було удосконалено науково-методичне забезпечення оцінки впливу фінансового сектору на рівень економічної активності у реальному секторі та динаміку валового внутрішнього продукту країни, що здійснено шляхом підтвердження гіпотези щодо прямого впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на конвергентні процеси у цих секторах економіки. Отримані результати слугуватимуть подальшій розбудові фінансового сектору.

Висновки до другого розділу

У другому розділі дисертації розроблено науково-методичний підхід до оцінювання залежності дисбалансів руху фінансових ресурсів від процесів фінансіалізації, формалізовано напрями впливу таких дисбалансів на стійкість фінансових секторів країн, досліджено вплив дисбалансів руху фінансових ресурсів на конвергентні процеси у фінансовому та реальному секторах економіки та здійснено апробацію розробленого інструментарію.

За результатами розділу зроблено наступні висновки:

1. Узагальнення світового досвіду щодо науково-методичних підходів до оцінювання різних проявів та наслідків фінансіалізації дозволило виокремити індикатори її впливу на економічний розвиток.

2. Оцінювання дисбалансів руху фінансових ресурсів проведено на основі індикаторів, що характеризують фінансіалізацію. Сформовано інтегральний показник дисбалансів руху фінансових ресурсів на основі методу головних компонент, що дозволив з'ясувати вагомості індикаторів, що характеризують фінансіалізацію, в межах виокремлених компонент

3. Розрахунок інтегрального показника дисбалансів руху фінансових ресурсів, який характеризує їх рівень, для ряду країн світу засвідчив наявність тенденцій до його зростання/зниження у докризовий/посткризовий періоди розвитку світової економіки відповідно. Підтверджено пропорційну залежність рівнів економічного розвитку країн та дисбалансів руху фінансових ресурсів – масштабність за обсягами та структурою фінансових секторів економічно розвинутих країн суттєво підвищує ймовірність виникнення «фінансових бульбашок» та дифузії наслідків дисбалансів руху фінансових ресурсів у реальні сектори економік. Незважаючи на виявлений низький рівень дисбалансів руху фінансових ресурсів для економіки України (у 2013 р. його значення склало 18,4 %), особливої уваги потребують його стрімкі динамічні зміни. За 1991–2013 рр. рівень таких дисбалансів збільшився у 52 рази

(аналогічна ситуація спостерігається в Російській Федерації та Литві), в той час як для інших досліджуваних країн – у 2–3 рази.

4. Висунуто гіпотезу щодо негативного впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на стійкість фінансового сектору незалежно від загальноекономічних умов розвитку країни. Для розвинутих країн такий стан речей пояснюється високим рівнем інтегрованості їх фінансових ринків у світовий фінансовий простір, у тому числі доступу до різноманітних фінансових інструментів, та, як наслідок, підвищених системних ризиків. У країнах, що розвиваються, та країнах з перехідною економікою негативний вплив дисбалансів руху фінансових ресурсів внаслідок фінансіалізації їх економік на стійкість фінансових секторів пов'язаний з недостатнім розвитком фінансових ринків, та, як наслідок, підвищеним рівнем їх волатильності. Для перевірки гіпотези проведено аналіз зв'язку між запропонованим інтегральним показником дисбалансів руху фінансових ресурсів та індикаторами фінансової стійкості, розробленими експертами Міжнародного валютного фонду та Світового банку. Підтверджено гіпотезу лише для розвинутих країн та країн з перехідною економікою за результатами формалізації напрямів впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на стійкість фінансових секторів цих груп країн.

5. Незважаючи на виявлення неоднозначних тенденцій при дослідженні зв'язків між дисбалансами руху фінансових ресурсів та індикаторами фінансової стійкості для зазначених країн, переважна більшість отриманих даних вказує на негативний вплив таких дисбалансів на стійкість фінансових секторів. Водночас підтверджено позитивний вплив дисбалансів руху фінансових ресурсів на стійкість фінансових секторів країн, що розвиваються, завдяки сталій динаміці розвитку реальних секторів їх економік, відсутності суттєвого розриву між рухом реальних та фінансових потоків, та, як наслідок, відносній стабільності та прогнозованості кон'юнктури фінансових ринків цих країн.

6. Формалізація напрямів впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на стійкість фінансових секторів країн дала змогу визначити умови-

дестабілізатори такої стійкості під впливом фінансiалiзацiї їх економiк, якi можна вважати об'єктом застосування регуляторних заходiв на фiнансових ринках.

7. Висунуто гiпотезу щодо прямого впливу дисбалансiв руху фiнансових ресурсiв на конвергентнi процеси у фiнансовому та реальному секторах економiки. З метою її перевiрки запропоновано науково-методичний iнструментарiй, який базується на врахуваннi активiв нефiнансових корпорацiй як основного iндикатора розвитку реального сектору. Це дозволить оцiнити вплив фiнансового сектору на рiвень економiчної активностi у реальному секторi, та, як наслiдок, – динамiку валового внутрiшнього продукту краiни. Перевiрку гiпотези здiйснено для однорiдних за органiзацiйно-економiчними та iнституцiйними умовами краiн, зокрема Украiни, Польщi, Латвiї, Литви, Естонiї, Угорщини, Словаччини, Чехiї та Болгарiї з урахуванням таких контрольних змiнних, як обсяг прямих iноземних iнвестицiй, показник iнфляцiї та вiдсоток у валовому внутрiшньому продуктi доданої вартостi, створеної у виробництвi.

8. Доведено, що збiльшення обсягiв активiв фiнансового сектору на 1 % обумовлює зростання активiв реального сектору на 0,33 млн дол. США. Це дало змогу пiдтвердити гiпотезу щодо прямого впливу дисбалансiв руху фiнансових ресурсiв на конвергентнi процеси у фiнансовому та реальному секторах економiк дослiджуваних краiн. Отриманi результати слугуватимуть подальшiй розбудовi фiнансових секторiв краiн в напрямку пiдвищення якостi та доступностi фiнансових послуг з метою забезпечення позитивного впливу на дiлову активнiсть нефiнансових корпорацiй та валовий внутрiшнiй продукт.

Основнi положення даного роздiлу дисертацiйної роботи опублiковано в роботах [140; 143; 147; 148; 152; 154; 155; 160; 164; 167; 197; 475; 476; 484; 509; 510].

РОЗДІЛ 3

НАУКОВО-МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ ОЦІНЮВАННЯ ВПЛИВУ ДИСБАЛАНСІВ РУХУ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ НА ЕКОНОМІЧНИЙ РОЗВИТОК

3.1 Світовий досвід вивчення зв'язків між фінансіалізацією та економічним зростанням країн

У зв'язку з інтенсифікацією глобалізаційних та інтеграційних процесів особливої актуальності набувають питання дослідження впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів, спричинених фінансіалізацією, на економічне зростання. Таке дослідження має важливе значення ще й тому, що серед науковців дотепер не існує єдиної точки зору щодо сили та напрямку зв'язків між фінансіалізацією та економічним зростанням. Надалі буде узагальнено світовий досвід вивчення зв'язків між фінансіалізацією та економічним зростанням країн.

Питання залежності між фінансіалізацією та темпами економічного розвитку є об'єктом наукових досліджень досить давно. Зокрема, окремі аспекти аналізу означеної проблематики можна відмітити у працях Й. Шумпетера (1911), який стверджував, базуючись на гіпотезі про первинну роль пропозиції у ринкових процесах, що технологічні інновації є джерелом довгострокового економічного зростання, а, у свою чергу, саме динамічний розвиток фінансового сектору і, насамперед, його здатність ефективно перерозподіляти фінансові ресурси між суб'єктами-донорами та реципієнтами, сприяють активізації інноваційної активності компаній [455, с. 163–164]. Отже, Й. Шумпетер відзначав позитивну залежність між рівнем розвитку фінансового сектору та економічним зростанням [455]. Також можна відзначити дослідження Р. Маккінона [513], який здійснив аналіз залежності рівня

розвитку економіки від розвиненості фінансового сектору у післявоєнний період для таких країн як Аргентина, Бразилія, Чилі, Німеччина, Індонезія, Корея та Тайвань. На основі проведеного дослідження науковець виявив, що для тих країн, де фінансовий сектор функціонує краще, притаманні швидші темпи економічного зростання. Причини такого явища, за Р. Маккіноном, наступні: лібералізація фінансових ринків обумовлює зростання рівня фінансової глибини, що, у свою чергу, приводить до більш інтенсивного використання послуг фінансових посередників різними групами економічних суб'єктів. Останнє дозволяє ефективно перерозподіляти фінансові потоки в економіці, тобто стимулювати перетік інвестиційних ресурсів з менш продуктивних до більш продуктивних сфер діяльності [513].

На особливу увагу серед відносно сучасних досліджень стосовно даної проблематики заслуговують праці Р. Левіна, Р. Кінга, С. Зервос [473; 504], які здійснили досить ґрунтовні розрахунки та отримали цікаві результати. Р. Кінг та Р. Левін [473] здійснили власне дослідження на основі вибірки з 77 країн за період 1960–1989 рр. з метою виявити чи впливає рівень розвитку фінансового сектору на довгострокове економічне зростання. З метою характеристики змінних, що ілюструють ступінь розвитку фінансового сектору, науковцями було відібрано наступні індикатори: фінансова глибина (Depth), для характеристики якої було використано показник співвідношення грошового агрегату М3 до валового внутрішнього продукту; показник, що характеризує можливості комерційних банків та центрального банку надавати кредитні ресурси і розраховується як відношення вартості кредитів, наданих банками, до суми банківських кредитів та внутрішніх активів центрального банку (Bank); показник, який відображає частку кредитів, наданих приватному сектору, у валовому внутрішньому продукті (Privy). Як індикатори, що характеризують економічне зростання, науковцями було обрано наступні: середній рівень приросту валового внутрішнього продукту на душу населення, середній рівень приросту капіталу на душу населення, приріст загальної продуктивності. До моделі дослідниками було також включено контрольні змінні: дохід на душу

населення, рівень освіченості населення, ступінь політичної стабільності, динаміку валютних курсів, показник відношення сумарного обсягу експорту та імпорту товарів і послуг до валового внутрішнього продукту. Усі описані індикатори було усереднено за всією вибіркою та оцінено їх зв'язок на основі регресійної залежності (3.1):

$$G(j) = \alpha + \beta F(i) + \gamma X + \varepsilon \quad (3.1)$$

де $F(i)$ – значення i -го індикатора розвитку фінансового сектора у середньому за період 1960–1989 рр.;

$G(j)$ – значення j -го індикатора економічного зростання у середньому за період 1960–1989 рр.;

X – матриця контрольних змінних, пов'язаних з економічним зростанням [473, с. 717–735].

Результати дослідження зв'язку між рівнем розвитку фінансового сектору та економічним зростанням за Р. Кінгом та Р. Левіном представлено у табл. 3.1.

Таблиця 3.1 – Результати дослідження за Р. Кінгом та Р. Левіном [473, с. 727]

Показник	Depth	Bank	Privy
Приріст реального валового внутрішнього продукту на душу населення	2,4 (0,007)	3,2 (0,005)	3,2 (0,002)
Коефіцієнт детермінації R^2	0,50	0,50	0,52
Приріст капіталу на душу населення	2,2 (0,006)	2,2 (0,008)	2,5 (0,007)
Коефіцієнт детермінації R^2	0,65	0,62	0,64
Приріст загальної продуктивності	1,8 (0,026)	2,6 (0,010)	2,5 (0,006)
Коефіцієнт детермінації R^2	0,42	0,43	0,44

Примітка. В дужках представлено стандартну похибку надійності

Результати, представлені у табл. 3.1, дозволили Р. Кінгу та Р. Левіну [473] зробити висновок, що існує прямий зв'язок між кожним з індикаторів розвитку фінансового сектору та економічного зростання. Коефіцієнти побудованої

вченими моделі є значущими. Науковці відзначили, що збільшення індикатора глибини фінансового сектору від значення, яке характеризує квартиль країн з найповільнішими темпами економічного зростання (0,2) до значення, що притаманне для квартиля країн з найшвидшими темпами такого зростання (0,6), обумовлює приріст валового внутрішнього продукту на душу населення майже на 1 % щороку. Так, різниця у прирості між квартилями країн з найповільнішим та найшвидшим темпами економічного зростання становить майже 5 % на рік протягом досліджуваного тридцятирічного періоду, тоді як лише збільшення індикатора фінансової глибини дозволяє усунути близько 20 % такої диспропорції [473]. У подальших працях Р. Левіна та Р. Кінга ці результати було підтверджено з використанням альтернативних економіко-статистичних методів. Оскільки представлене вище дослідження вчених стосувалося лише банкоцентричного фінансового сектору [221], то виникла необхідність аналізу впливу також і фондового ринку на динаміку показників економічного зростання, що було реалізовано у роботі Р. Левіна та С. Зервос [504]. У рамках цього дослідження індикаторами економічного зростання було обрано аналогічні до попередньої роботи [473], а рівня розвитку фінансового сектору – частку банківських кредитів приватному сектору у валовому внутрішньому продукті (Bank credit). Для характеристики фондового ринку вченими було використано показник, що розраховується як відношення загальної вартості торгів акціями до ринкової капіталізації (Turnover). Зазначений останній показник не є прямим індикатором торгових витрат або можливостей торгівлі цінними паперами, проте він відображає розмір фондового ринку, оскільки дозволяє зробити висновок про обсяг укладених угод. На основі даного показника можна відмітити значний рівень диспропорцій у ступенях розвитку фондових ринків між країнами. Так, для високорозвинених фондових ринків таких країн, як Японія та США, протягом 1976–1993 рр. зазначений показник був на рівні 0,5, тоді як для нерозвинених – 0,06 і менше (Бангладеш, Чилі, і Єгипет). Як контрольні змінні Р. Левінін та С. Зервос було обрано дохід на душу населення, рівень освіченості населення, індекс інфляції, обсяг державних

витрат, динаміку валютних курсів та ступінь політичної стабільності [504, с. 537–556].

Результати дослідження зв'язків між рівнем розвитку фінансового сектору, фондового ринку та економічним зростанням за Р. Левіном та С. Зервос представлені у табл. 3.2.

Таблиця 3.2 – Результати дослідження за Р. Левіном та С. Зервос [504, с. 546]

Показник	Bank credit	Turnover	Коефіцієнт детермінації R ²
Приріст реального валового внутрішнього продукту на душу населення	1,31 (0,022)	2,69 (0,005)	0,50
Приріст капіталу на душу населення	1,48 (0,025)	2,22 (0,024)	0,51
Приріст загальної продуктивності	1,11 (0,020)	2,01 (0,029)	0,40

Примітка. В дужках представлено стандартну похибку надійності

На основі отриманих результатів дослідження вчені відзначили, що факторні показники мають прямий вплив на індикатори економічного зростання. Коефіцієнти побудованої вченими моделі є значущими. Науковці встановили, що: 1) збільшення ліквідності фондового ринку на одне стандартне відхилення приведе до зростання темпів приросту валового внутрішнього продукту на душу населення; 2) підвищення показника, що розраховується як частка банківських кредитів приватному сектору у валовому внутрішньому продукті, на одне стандартне відхилення обумовить пришвидшення темпів економічного зростання. Отже, в цілому науковці встановили, що зростання факторних показників на одне стандартне відхилення дозволило б за вісімнадцять років збільшити реальний валовий внутрішній продукт на душу населення на 30 % [504].

Цікавим є також дослідження, реалізоване М. Кханом та А. Сенхаджи [472], з позиції вибору індикаторів рівня розвитку фінансового сектору. Вибірка країн, сформована науковцями, охоплює 159 держав, серед яких є як високорозвинені, так і ті, що розвиваються. Статистичні дані сформовано на часовому проміжку 1960–1999 рр. Дослідження вченими було реалізовано як з використанням усереднених за весь часовий проміжок статистичних даних, так і на основі середніх значень за п'ятирічний період. Як індикатори рівня розвитку фінансового сектору науковцями було обрано наступні:

– fd_1 – показник, що розраховується як відношення вартості кредитів, наданих приватному сектору, до валового внутрішнього продукту;

– fd_2 – показник, що розраховується як відношення суми fd_1 та капіталізації фондового ринку до валового внутрішнього продукту;

– fd_3 – показник, що розраховується як відношення суми fd_2 та капіталізації фондового ринку (на основі торгів за державними та приватними облігаціями) до валового внутрішнього продукту;

– $stockc$ – капіталізація фондового ринку [472, с. 8].

З позиції науковців, індикатор fd_3 найбільш повно відображає глибину фінансового сектору, що ототожнюється з рівнем його розвитку, проте зазначений показник можна розрахувати переважно для розвинутих економік і на досить незначному часовому проміжку. Індикатор fd_1 , на думку вчених, є менш інформативним. Також зазначимо, що дослідники до набору контрольних змінних включили такі статистичні індикатори: питома вага обсягу інвестицій у валовому внутрішньому продукті, приріст населення та обсягів торгівлі, логарифм реального доходу на душу населення (у цінах 1987 року) [472, с. 8].

Побудована М. Кханом та А. Сенхаджи кореляційна матриця між факторними показниками представлена у табл. 3.3.

Таблиця 3.3 – Кореляційна матриця між індикаторами рівня розвитку фінансового сектору за М. Кханом та А. Сенхаджи [472, с.19]

Індикатор	fd ₁	fd ₂	fd ₃
fd ₁	1,00		
fd ₂	0,85	1,00	
fd ₃	0,82	0,91	1,00

На основі побудованої кореляційної матриці (табл. 3.3) науковці виявили прямі суттєві або помірні за інтенсивністю зв'язки між індикаторами рівня розвитку фінансового сектору (fd₁, fd₂, fd₃). Це дозволило їм зробити висновок про однонаправленість зміни індикаторів рівня розвитку фінансового сектору. Однак, як справедливо відзначають дослідники, такі коефіцієнти кореляції (табл. 3.3) можуть бути обумовлені специфікою формування набору змінних (індикаторів рівня розвитку фінансового сектору). Тому М. Кханом та А. Сенхаджи додатково було проведено аналіз зв'язків між індивідуальними складовими індикаторів рівня розвитку фінансового сектору. Цілком очікувано, що виявлені вченими зв'язки між окремими індивідуальними складовими індикаторів fd₁, fd₂, fd₃ характеризувалися значно меншою інтенсивністю. Так, зокрема, індикатор капіталізації фондового ринку на основі торгівлі облігаціями має: 1) слабкий за інтенсивністю зв'язок з показником відношення обсягу внутрішніх кредитів приватному сектору до валового внутрішнього продукту; 2) практично відсутній зв'язок з показником загальної капіталізації фондового ринку. Виходячи з цього, М. Кхан та А. Сенхаджи дійшли висновку, що індивідуальні складові індикаторів рівня розвитку фінансового сектору відображають лише певну частину економічних відносин у такому секторі, а тому спиратися у розрахунках на окремий з приведених показників є недоцільним, адже це може призвести до отримання неадекватних результатів. Саме тому М. Кханом та А. Сенхаджи було використано у побудованій регресійній моделі агреговані індикатори рівня розвитку фінансового сектору. У свою чергу, як результуючий індикатор науковцями було обрано приріст реального валового внутрішнього продукту. У загальному вигляді регресійна

модель, використана у роботі М. Кхана та А. Сенхаджи, мала наступний вигляд (3.2):

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 FD_i + \beta_2 igdp_i + \beta_3 d \log(pop_i) + \beta_4 d \log(tot_i) + \beta_5 ly_{0i} + e_i \quad (3.2)$$

- де Y_i – приріст реального валового внутрішнього продукту;
 FD_i – індикатор рівня розвитку фінансового сектору;
 $igdp_i$ – питома вага обсягу інвестицій у валовому внутрішньому продукті;
 $d \log(pop_i)$ – приріст чисельності населення;
 $d \log(tot_i)$ – приріст обсягів торгівлі;
 ly_0 – логарифм реального доходу на душу населення (у цінах 1987 р.);
 e_i – похибка [472, с. 8–9].

Результати дослідження за М. Кханом та А. Сенхаджи наведено у табл.

3.4.

Таблиця 3.4 – Результати дослідження за М. Кханом та А. Сенхаджи [472, с. 20]

Незалежні змінні	Еталонна оцінка	fd ₁	fd ₂	fd ₃	stockc
FD _i		0,027 (5,31)	0,009 (3,88)	0,004 (2,90)	0,016 (3,80)
igdp	0,047 (3,05)	0,04 (2,80)	0,098 (3,53)	0,136 (3,54)	0,102 (3,53)
dlog(pop)	0,302 (3,04)	0,427 (4,52)	0,398 (2,80)	0,679 (2,81)	0,347 (2,30)
dlog(tot)	0,109 (1,67)	0,119 (1,84)	0,156 (1,55)	0,376 (1,89)	0,145 (1,40)
ly ₀	-0,319 (-2,7)	-0,639 (-5,13)	-0,867 (-4,83)	-1,239 (-5,04)	-0,789 (-4,34)
Коефіцієнт детермінації R ²	0,15	0,28	0,46	0,8	0,4

Як можна бачити з табл. 3.4, еталонна оцінка відсутня за індикаторами рівня розвитку фінансового сектору. Отримані науковцями коефіцієнти побудованої регресійної моделі є значущими. У останніх чотирьох стовпцях табл. 3.4 наведено коефіцієнти цієї моделі, які відповідають індикаторам рівня розвитку фінансового сектору. На підставі результатів проведеного дослідження вченими виявлено прямий зв'язок між рівнем розвитку фінансового сектору та економічним зростанням. Крім того, науковцями було відмічено, що імплементація додаткових змінних, які характеризують рівень розвитку фінансового сектору, дозволяє поліпшити адекватність регресійної моделі. Зокрема, застосування індикатора fd_1 приводить до майже двократного зростання коефіцієнта детермінації R^2 . Використання індикаторів fd_2 та fd_3 дає можливість отримати ще кращі результати. Отже, М. Кхан та А. Сенхаджи дійшли висновку, що окремі зміни значень індикаторів рівня розвитку фінансового сектору є однією з базових причин диспропорцій у економічному зростанні [472, с. 9–14]. Результати даного дослідження науковців є подібними до охарактеризованих раніше.

М. Тіель [573], на основі вибірки з 22 промислово розвинутих країн з використанням OLS регресії також здійснив дослідження зв'язків між фінансіалізацією та економічним зростанням. Як незалежні змінні вченим було обрано наступні: питома вага кредитів, наданих приватному сектору, у валовому внутрішньому продукті (1); відношення рівня капіталізації фондового ринку до валового внутрішнього продукту (2); сума показників (1) та (2). До залежних змінних М. Тіелем було віднесено індикатори: приріст валового внутрішнього продукту, приріст реальних інвестицій, питома вага інвестицій у валовому внутрішньому продукті, рентабельність капіталу. Контрольними змінними у дослідженні науковця виступили: рівень валового внутрішнього продукту та зайнятості [573, с. 24–25].

Результати дослідження М. Тіеля представлено у табл. 3.5.

Таблиця 3.5 – Результати дослідження за М. Тіелем [573, с. 25]

Показник	Кредити приватному сектору / Валовий внутрішній продукт (1)	Капіталізація фондового ринку / Валовий внутрішній продукт (2)	Сума показників (1) і (2)
Приріст валового внутрішнього продукту	Негативний, нс	Позитивний	Позитивний
Приріст реальних інвестицій	Позитивний, нс	Позитивний	Позитивний
Інвестиції / валовий внутрішній продукт	Позитивний,	Негативний	Позитивний
Рентабельність капіталу	Негативний, нс	Позитивний	Негативний

Примітка: нс – зв'язок за інтенсивністю несуттєвий

На основі результатів дослідження М. Тіелем було зроблено висновки, що розширення обсягів кредитування приватного сектору обумовлює зростання питомої ваги інвестицій у валовому внутрішньому продукті; збільшення рівня капіталізації фондового ринку позитивно впливає на економічне зростання, розширення інвестиційної активності та рентабельність капіталу; сумарне значення обох факторних індикаторів має позитивний ефект на приріст реальних інвестицій. Отже, М. Тіель встановив, що у забезпеченні економічного зростання високорозвинених країн важливе значення має розвиток їх фондових ринків [573, с. 7–45].

Серед більш сучасних досліджень характеру зв'язків між фінансіалізацією та економічним зростанням можна відзначити роботу Р. Сова, А. Сова та ін.. [403]. Для проведення дослідження цими науковцями було використано панельні дані, що сформовані для 10 країн Центральної та Східної Європи (Болгарія, Чехія, Латвія, Литва, Естонія, Угорщина, Польща, Румунія, Словаччина, Словенія) з перехідною економікою на часовому проміжку 1994–2007 рр. [403, с. 5–10, 14]. Для ідентифікації параметрів розвитку фінансового сектору у рамках дослідження Р. Сова, А. Сова та ін.. [403] було використано наступні індикатори:

– відношення обсягу кредитів приватному сектору до валового внутрішнього продукту (*DCPS*). Використовується як індикатор глибини та рівня розвитку фінансового сектору;

– відношення ринкової вартості акцій, що знаходяться у лістингу, до валового внутрішнього продукту (*STMC*). Використовується як індикатор розміру фінансового сектору;

– відношення вартості ліквідних зобов'язань фінансового сектору до валового внутрішнього продукту (*LLG*). Використовується як індикатор загального розміру фінансового сектору;

– процентна маржа (*INT*), що відображає різницю між рівнем процентних ставок за депозитами та кредитами. Використовується як індикатор для ідентифікації ефективності роботи фінансового сектору [403, с. 11–14].

Як індикатор економічного зростання Р. Сова, А. Сова та ін.. [403] було використано показник приросту реального валового внутрішнього продукту на душу населення. Матриця контрольних змінних включала: реальний дохід на душу населення, середній рівень освіченості населення, показник політичної стабільності, обсяг державних витрат, відкритість торгівлі та динаміку інфляційних процесів. Загальний вигляд регресійної моделі, на основі якої проводилось дослідження вченими, є таким (3.3):

$$RGDPC_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 RGDPC_{i,t-1} + \beta_2 INV_{i,t} + \beta_3 TOP_{i,t} + \beta_4 INFL_{i,t} + \beta_5 GVE_{i,t} + \beta_6 HC_{i,t} + \beta_7 DCPC_{i,t} + \beta_8 STMC_{i,t} + \beta_9 LLG_{i,t} + \beta_{10} RI_{i,t} + \beta_{11} INT_{i,t} + u_i + \varepsilon_{i,t} \quad (3.3)$$

де *RGDPC* – приріст реального валового внутрішнього продукту на душу населення;

*RGDPC*_{*i,t-1*} – реальний дохід на душу населення;

INV – питома вага інвестицій у валовому внутрішньому продукті;

TOP – відношення сумарного обсягу експорту та імпорту товарів і послуг до валового внутрішнього продукту;

INFL – середній індекс споживчих цін;

- GVE* – відношення державних витрат до валового внутрішнього продукту;
- HC* – середній рівень освіченості населення;
- STMC* – відношення ринкової вартості акцій, що знаходяться у лістингу, до валового внутрішнього продукту;
- LLG* – відношення вартості ліквідних зобов'язань фінансового сектору до валового внутрішнього продукту;
- RI* – індекс реформування фінансового сектору;
- INT* – процента маржа [403, с. 11–14].

Математичною базою дослідження науковців Р. Сова, А. Сова та ін. [403] був узагальнений метод моментів (GMM), застосування якого обумовлено стаціонарністю часових рядів. Результати даного дослідження вчених представлені у табл. 3.6. Регресійна модель (1) являє собою стандартне рівняння з показником приросту реального валового внутрішнього продукту на душу населення (ендогенна змінна). Виходячи з цієї моделі, науковці дійшли висновку, що збільшення нагромадження капіталу, тобто інвестицій, є найбільш значущим чинником, що визначає економічне зростання. Показник відкритості торгівлі, за результатами досліджень вчених, здійснює прямий вплив на економічне зростання (за рахунок посилення конкуренції і технічного прогресу). Для аналізу зв'язків між фінансіалізацією та економічним зростанням до стандартного рівняння регресії Р. Сова, А. Сова та ін. [403] було додано індикатори: 1) *DCPS*; 2) *STMC*; 3) *LLG*; 4) *RI*; 5) *INT*. Це дало змогу вченим побудувати регресійну модель (2) та зробити висновок, що розширення масштабів кредитування приватного сектору має позитивний, але незначний вплив на економічне зростання, що може бути результатом численних банківських криз, які, у свою чергу, викликані великою часткою проблемних кредитів на початку перехідного етапу в досліджуваних країнах [403, с. 14–30].

Таблиця 3.6 – Результати дослідження за Р.Сова, А.Сова та ін. [403, с. 16]

Змінна	Модель 1	Модель 2
RGDPC	0,229 (3,40)	0,201 (4,62)
INV	0,292 (4,50)	0,342 (5,50)
TOP	0,015 (2,21)	0,011 (2,33)
INFL	-0,008 (3,59)	-0,006 (4,01)
GVE	-0,057 (2,56)	-0,066 (5,66)
HC	0,018 (3,61)	0,020 (3,61)
DCPS		0,007 (0,23)
STMC		0,004 (2,95)
LLG		0,013 (2,42)
RI		0,493 (1,82)
INT		-0,027 (5,64)

Примітка. В дужках представлено показник t-статистики, значення якого по модулю на рівні 1,96 свідчить про значущість впливу факторної ознаки на залежну змінну (довірча ймовірність 95 %)

Однак, як зазначають науковці, кредитування приватного сектору має важливе значення для фінансування інвестиційних проектів, що, у свою чергу, у довгостроковій перспективі позитивно вплине на економічне зростання [403, с. 17–18, 20–23]. Крім того, вчені встановили позитивний, але незначний вплив на економічне зростання показника відношення ринкової вартості акцій, що знаходяться у лістингу, до валового внутрішнього продукту. Незважаючи на тенденцію до зростання цього показника у досліджуваних країнах Центральної та Східної Європи протягом аналізованого періоду, їх фондові ринки мають невеликий розмір. Поряд з цим науковці виявили, що грошова маса сприяє активізації економічного зростання. Як вже зазначалось вище, до регресійної

моделі (2) науковцями було додано такі індикатори, як процентна маржа та індекс реформування фінансового сектору. Обидва індикатори є значущими. Вчені встановили, що: 1) процентна маржа негативно впливає на економічне зростання; 2) індекс реформування фінансового сектору має позитивний вплив на економічне зростання [403, с. 15–23].

У той час як значна кількість наукових досліджень дозволяє зробити висновок про існування прямих суттєвих або помірних за інтенсивністю зв'язків між фінансіалізацією та економічним зростанням, деякі вчені відзначають, що існують особливі умови, за яких рівень розвитку фінансового сектору буде позитивно впливати на економічну динаміку в країні.

П. Руссо та П. Вахтель [549], використовуючи регресійну модель з фіксованими ефектами для панельних даних, виявили, що в країнах з високим рівнем інфляції розвиток фінансового сектора не стимулює активізацію економічного зростання [549, с.781–788]. Також вченими було встановлено, що в країнах з річними темпами інфляції менше 8 % вплив фінансіалізації на економічний розвиток є позитивним, тоді як у випадку, коли щорічні темпи інфляції вище 13 %, такий вплив нівелюється [549, с. 779–780,788–792].

Ф. Ріоха та Н. Валев [544] виявили, що міра впливу фінансіалізації на економічне зростання залежить від стадії розвитку держави на етапі здійснення реформ. Використовуючи узагальнений метод моментів (GMM), дослідники розподілили вибірку з 74 країн на три групи залежно від їх початкового рівня розвитку фінансового сектору. Отримані науковцями результати показали, що фінансіалізація має суттєвий вплив на країни з високим рівнем економічного розвитку. При цьому Ф. Ріоха та Н. Валев довели, що зв'язки між фінансіалізацією та економічним зростанням є неоднозначними для країн з низьким рівнем розвитку [544, с. 430–446]. Подібні результати було виявлено Л. Дієддою та Б. Фаттухом [416]. Дослідження цими вченими було проведено на основі вибірки з 80 країн, проранжованих з використанням як індикатора градації показника доходу на душу населення. Л. Дієддою та Б. Фаттухом було виявлено, що існує позитивний вплив фінансіалізації на темпи економічного

зростання. Проте значущі зв'язки між фінансіалізацією та економічним зростанням є лише для країн з високим рівнем доходу. Ці результати доводять, що фінансіалізація не завжди забезпечує високі темпи економічного розвитку. Слід підкреслити, що існують певні обставини, при яких випереджаючий розвиток фінансового сектору в економіці дозволяє отримати додаткові переваги, а також передумови, коли позитивний ефект не може бути реалізований [416, с. 339–345].

Ф. Коріцеллі, А. Мастен та І. Мастен [409] здійснили дослідження впливу фінансової інтеграції на економічне зростання, при цьому ними було сформовано вибірку показників для 31 європейської країни (у тому числі України) у часовому діапазоні 1996–2004 рр. Науковцями було виявлено, що фінансова інтеграція має позитивний вплив на економічне зростання у випадку, коли рівень розвитку фінансового сектору (відношення суми капіталізації фондового ринку та обсягу внутрішніх кредитів, наданих приватному сектору, до валового внутрішнього продукту) знаходиться у діапазоні 90–160 % від валового внутрішнього продукту, або на проміжку 60–150 % від валового внутрішнього продукту (у цьому випадку показником рівня розвитку фінансового сектору виступала питома вага внутрішніх кредитів приватному сектору у валовому внутрішньому продукті) [409, с. 295–313].

Дж.-Л. Арканд, Е. Беркс та Ю. Паніцца [378] здійснили ґрунтовне дослідження щодо виявлення зв'язків між фінансіалізацією та економічним зростанням. У ході дослідження вчені акцентували увагу на ідентифікації порогового значення рівня фінансіалізації, після якого вплив на економічну динаміку стає негативним. У рамках даного дослідження було використано різні математичні методи оцінювання означеного типу зв'язку, а також різні способи агрегування даних. У першому випадку дані було усереднено за країнами, застосовуючи для розрахунку результатів OLS-регресію. Факторною ознакою було обрано показник питомої ваги кредитів, наданих приватному сектору, у валовому внутрішньому продукті, результативною – приріст валового внутрішнього продукту на душу населення. Матриця контрольних

змінних включала середній рівень освіченості населення, показник відношення державних витрат до валового внутрішнього продукту, відкритість торгівлі та інфляцію. У рамках даного дослідження науковцями було виявлено, що у часовому діапазоні 1970–2000 рр. існують позитивні значущі зв'язки між фінансіалізацією та динамікою валового внутрішнього продукту. У цьому ж часовому діапазоні було визначено, що зростання питомої ваги кредитів, наданих приватному сектору, у валовому внутрішньому продукті понад 83 % призводить до негативної економічної динаміки. У часовому діапазоні 1970–2005 рр. зв'язки між факторною та результативною ознакою залишилися позитивними і значущими, проте їх інтенсивність стала дещо слабшою, порівняно з попередніми результатами. Разом з тим для даного часового діапазону зменшився також і поріг, при якому економічна динаміка стає негативною, що становить 82 %. На часовому проміжку 1970–2010 рр. інтенсивність позитивних зв'язків дещо підвищилася, при цьому також зріс і поріг, після якого характер зв'язків стає негативним – 88 % [378, с. 9–24]. Графічно залежність між рівнем розвитку фінансового сектору та економічним зростанням представлена у роботі Дж.-Л. Арканда, Е. Беркса та Ю. Паніцца [378, с. 42].

У часовому діапазоні 1980–2010 рр. Дж.-Л. Арканд, Е. Беркс та Ю. Паніцца виявили позитивні значущі зв'язки між факторною та результативною ознаками, тоді як поріг, при якому економічна динаміка стає негативною, збільшується до 100 %. У свою чергу, дослідження вченими цієї ж залежності протягом 1990–2010 рр. призвело до того, що коефіцієнти регресійної моделі стали незначущими. Аналізуючи панельні дані за допомогою узагальненого методу моментів (GMM), науковцями було отримано наступні результати: протягом періоду 1960–1995 рр., а також 1960–2000 рр. виявлено позитивні і значущі зв'язки між фінансіалізацією та динамікою економічного зростання; зв'язки між факторною та результативною ознаками у часових діапазонах 1960–2005 рр. та 1960–2010 рр. перестали бути значущими; починаючи з 1990-х рр., зв'язки між фінансіалізацією та економічним

зростанням стали менш суттєвими за інтенсивністю; на діапазонах 1960–1995 рр. та 1960–2000 рр. поріг питомої ваги кредитів приватному сектору у валовому внутрішньому продукті, після якого наступає економічний спад, становив 140 %; для діапазону 1960–2005 рр. такий поріг склав 100 %, а для 1960–2010 рр. – 90 % [378, с. 9–24]. Загалом, Дж.-Л. Арканд, Е. Беркс та Ю. Паніцца за результатами проведеного дослідження встановили, що приріст реального валового внутрішнього продукту на душу населення починає набувати негативного значення, коли рівень питомої ваги обсягу кредитів, наданих приватному сектору, у валовому внутрішньому продукті, перевищує поріг 80–100 % [378].

У роботі [557] було ідентифіковано, що характер зв'язків між фінансіалізацією та економічним зростанням має вигляд оберненої кривої U-подібної форми [557, с. 1907–1944].

Слід також відмітити, що окрема група дослідників виявила, що між фінансіалізацією та економічним зростанням зв'язки є негативними. Зокрема, Р. Рем, аналізуючи вибірку з 95 країн, дійшов висновку, що зв'язки між індикаторами фінансіалізації та економічного зростання є, як правило, оберненими і слабкими за інтенсивністю [540, с. 164–174].

Таким чином, виявлено неоднозначні щодо сили та напрямку зв'язки між фінансіалізацією та економічним зростанням. Світовий досвід вивчення зв'язків між фінансіалізацією та економічним зростанням вказав на відсутність уніфікованого алгоритму їх оцінювання. Це пов'язано, насамперед, з неоднозначністю вибору результуючої і факторних змінних та обумовило проведення авторського дослідження впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів, спричинених фінансіалізацією, на економічне зростання в окремих країнах.

3.2 Формалізація впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на економічне зростання

Проблематика впливу фінансіалізації на економічне зростання країн здебільшого є сферою наукових інтересів закордонних науковців. Останнє цілком закономірно обумовлює відсутність аналізу зв'язків між дисбалансами руху фінансових ресурсів, спричиненими фінансіалізацією, та економічним зростанням для України та деяких інших країн Європи. Виходячи з цього, формалізація впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів, спричинених фінансіалізацією, на економічне зростання набуває значного теоретичного та практичного значення.

Перш за все, слід відзначити, що з метою врахування поточного рівня і процесів накопичення дисбалансів руху фінансових ресурсів під час оцінювання впливу таких дисбалансів на економічне зростання використано авторегресійну модель з розподіленим лагом (ARDL – autoregressive distributed lag model), яка: 1) дозволяє врахувати часові лаги впливу факторних ознак на результативну; 2) дає можливість аналізувати досліджувані процеси у короткостроковій та довгостроковій перспективах. Поряд з цим ARDL передбачає застосування ряду методичних підходів до визначення її коефіцієнтів: PMG (pooled mean group), MG (mean group) та DFE (dynamic fixed effect), практична реалізація яких була здійснена на основі використання надбудови «xtpmg» програмного комплексу Stata/SE 12.0.

Вибір зазначених методичних підходів (PMG, MG, DFE) обумовлений наступними причинами:

- можливість застосування до лонгітюдних даних зі значним числом спостережень, що є вкрай важливим, враховуючи кількість країн, для яких проводиться формалізація впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів, спричинених фінансіалізацією, на економічне зростання, та часові періоди дослідження;

- можливість врахування впливу минулих значень індикаторів на їх поточне та майбутні значення;
- можливість врахування часових лагів реалізації дії факторних ознак на результативну;
- можливість порівнювати вплив незалежних змінних на залежну у короткостроковій та довгостроковій перспективах тощо.

Авторське дослідження впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів, спричинених фінансіалізацією, на економічне зростання охоплює вибірку з 15 країн, близьких за рівнем економічного розвитку до України, серед яких: Молдова, Румунія, Латвія, Литва, Естонія, Угорщина, Словаччина, Чехія, Болгарія, Вірменія, Азербайджан, Польща, Казахстан та Грузія. Масив необхідних вхідних статистичних даних для кожної з цих країн сформовано на часовому проміжку 1991–2013 рр. Статистичні індикатори є уніфікованими, оскільки систематизовані з єдиного джерела – офіційний сайт Світового банку [253].

Характеризуючи вхідні статистичні дані для побудови авторегресійної моделі з розподіленим лагом, доцільно зауважити, що як залежну (результативну) змінну, тобто показник, що відображає рівень економічного зростання в країні, цілком закономірно було обрано приріст валового внутрішнього продукту на душу населення (*GDPG*).

У свою чергу, до масиву контрольних змінних було включено наступні:

- показник відкритості економіки, який розраховується як відношення суми експорту та імпорту до валового внутрішнього продукту (*Trade*). Цей показник характеризує значимість впливу міжнародних факторів на економічну активність у країні;
- показник питомої ваги державних споживчих витрат у валовому внутрішньому продукті (*GCE*). Цей показник має суттєве значення при оцінці важливості фіскальної політики у забезпеченні суспільними товарами приватних осіб і бізнесу та дозволяє зробити висновок про те, чи призводить збільшення державних витрат до сповільнення темпів економічного зростання;

– частка валового нагромадження капіталу у валовому внутрішньому продукті (*GFCF*). Цей показник відібраний для характеристики активності інвестиційних процесів.

Процедура вибору незалежної (факторної) змінної є більш складною, оскільки на сьогоднішній день існує низка закордонних публікацій, які спрямовані на ідентифікацію найбільш оптимального індикатора фінансіалізації. У даному контексті слід відмітити, що фінансові послуги можуть надаватися різними групами фінансових посередників, а тому важливим є врахування діяльності як банківських, так і парабанківських фінансових установ, а також фондових бірж. Однак, враховуючи той факт, що для більшості з обраних для дослідження країн характерною є банкоцентрична модель організації фінансового сектору [221], а також недостатньо високий рівень розвитку фондового ринку, то доцільним є нехтування параметрами, що відображають діяльність на останньому. Крім того, для обраної групи країн було б досить складно сформувати адекватний масив відповідних статистичних індикаторів у межах визначеного часового проміжку.

Варто зауважити, що багато дослідників пропонують використовувати як індикатор глибини фінансового сектору показник, що розраховується як відношення окремих грошових агрегатів, таких як $M2$ та $M3$ до валового внутрішнього продукту. Однак М. Кхан та А. Сенхаджі [472] відзначають, що такий показник, як відношення грошового агрегату $M2$ до валового внутрішнього продукту, є недостатньо адекватним індикатором рівня розвитку фінансового сектору з наступних причин: 1) значна монетизація економіки може бути свідченням фінансової відсталості; 2) грошовий агрегат $M2$ переважно відображає здатність фінансового сектору надавати трансакційні послуги, ніж його здатність ефективно перерозподіляти фінансові ресурси між різними групами економічних агентів [472, с. 4–6]. Отже, такий показник, як відношення грошового агрегату $M3$ до валового внутрішнього продукту, є більш прийнятним, що також відзначається у роботах Т. Бека, Р. Левіна [391], Дж. Фаварри [434] та ін.

Наступним, досить поширеним індикатором рівня розвитку фінансового сектору є показник відношення обсягів кредитів, наданих приватному сектору, до валового внутрішнього продукту, що обґрунтовано у працях Т. Бека та Р. Левіна [391], Дж. Фаварри [434], Дж.-Л. Арканда, Е. Беркс і Ю. Паніцца [378] та ін. Відмітимо важливість даного показника для характеристики рівня дисбалансів руху фінансових ресурсів, спричинених фінансіалізацією. Це пояснюється тим, що кредити, які надані приватному сектору, сприяють ефективнішому використанню коштів та їх перерозподілу у більш продуктивні види діяльності.

Іншим, досить часто використовуваним індикатором, є показник відношення обсягу активів фінансового сектору до валового внутрішнього продукту [377]. Цей показник характеризує важливість фінансового сектору у забезпеченні економічного зростання.

У контексті формалізації впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів, спричинених фінансіалізацією, на економічне зростання запропоновано визначити індекс фінансіалізації (*IFD*). До його складу включено співвідношення:

1) грошового агрегату М3 до валового внутрішнього продукту (*BM*), що визначає глибину фінансового сектору та його здатність продукувати фінансові послуги;

2) обсягів кредитів приватному сектору до валового внутрішнього продукту (*DC*), що визначає спрямованість на стимулювання інвестиційних процесів у реальному секторі;

3) активів фінансового сектору до валового внутрішнього продукту (*FSAss*), що визначає забезпеченість економіки фінансовими ресурсами для генерування доданої вартості.

Агрегування вищезазначених індикаторів у єдиний було здійснено з використанням методу головних компонент. Застосування саме даного математичного інструментарію обумовлено наступними причинами: 1) між індикаторами, що характеризують рівень дисбалансів руху фінансових

ресурсів, спричинених фінансіалізацією, може існувати мультиколінеарність, що, у свою чергу, призведе до отримання неадекватних результатів. Метод головних компонент, власне, і дозволяє нівелювати означену проблему; 2) плюралізм наукових позицій щодо вирішення вищезазначеної проблематики не дозволяє обрати серед представленої сукупності індикаторів єдиний та найбільш адекватний, а тому доцільним є їх агрегування.

Використовуючи можливості програмного комплексу Stata/SE 12.0, було отримано наступні результати застосування методу головних компонент до представлених вище індикаторів (табл. 3.7).

Таблиця 3.7 – Результати використання методу головних компонент для визначення індексу фінансіалізації

Компонента	Власне значення (eigenvalue)	Різниця (difference)	Частка загальної дисперсії (proportion)	Кумулятивна дисперсія (cumulative)
Компонента 1	2,3025	1,8565	0,7675	0,7675
Компонента 2	0,4459	0,1945	0,1487	0,9162
Компонента 3	0,2515	0,0000	0,0838	1,0000

На основі даних табл. 3.7 можна відзначити, що проведений аналіз дозволив виділити три головні компоненти, які пояснюють всі 100 % загальної дисперсії ознак. Причому найбільш вагомою є саме перша головна компонента (значення частки загальної дисперсії становить 76,75 %). Наступною за рівнем вагомості є друга головна компонента, для якої відповідне значення частки загальної дисперсії складає 14,87 %. Як видно з табл. 3.7, найменшу частку загальної дисперсії ознак пояснює третя головна компонента (8,38 %).

Враховуючи значення першої головної компоненти (табл. 3.7), індекс фінансіалізації (*IFD*) буде побудовано з використанням її статистичних характеристик.

Графічна ілюстрація застосування методу головних компонент представлена на рис. 3.1.

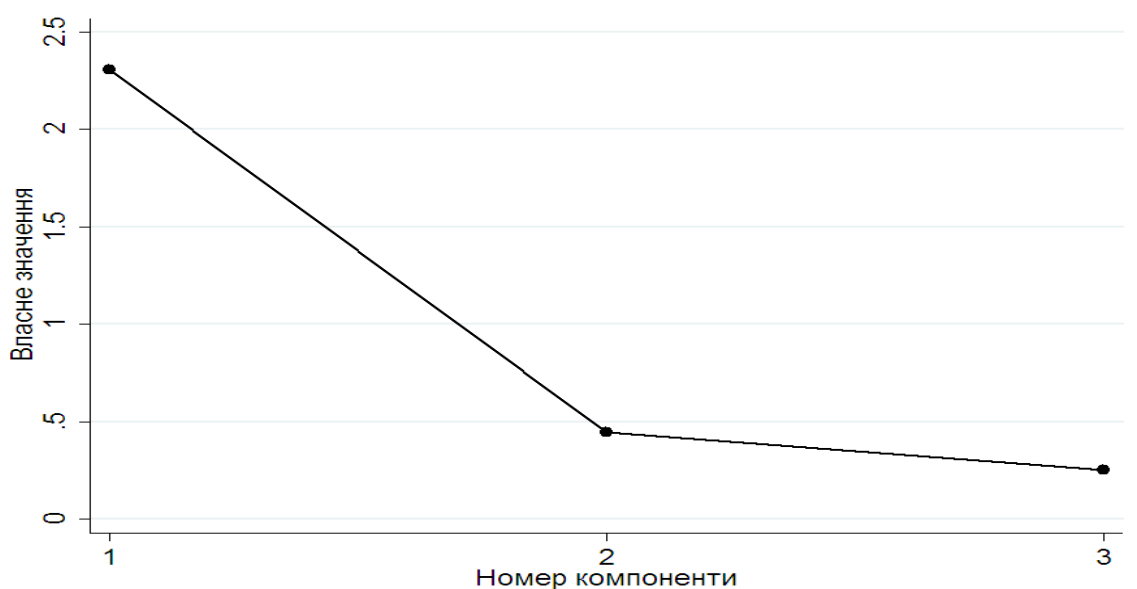


Рисунок 3.1 – Графічне відображення застосування методу головних компонент

Наступним етапом застосування методу головних компонент для визначення індексу фінансіалізації (*IFD*) є побудова матриці факторних навантажень (табл. 3.8).

Таблиця 3.8 – Матриця факторних навантажень головних компонент

Параметри	Компонента 1	Компонента 2	Компонента 3
BM	0,5985	-0,2656	-0,7558
DC	0,5841	-0,5010	0,6386
FSAss	0,5483	0,8237	0,1448

Отже, з урахуванням представлених раніше результатів можна зазначити, що для визначення індексу фінансіалізації (*IFD*) будуть використані факторні навантаження першої головної компоненти. При цьому справедливо буде відмітити, що обрана головна компонента є досить збалансованою, оскільки усі три змінні мають майже однакову питому вагу при її формуванні.

На основі даних табл. 3.8 для визначення індексу фінансіалізації (*IFD*) отримано наступне рівняння залежності:

$$IFD = 0,5985BM + 0,5841DC + 0,5483FSA_{ss} \quad (3.4)$$

де *IFD* – індекс фінансіалізації;

BM – відношення грошового агрегату М3 до валового внутрішнього продукту;

DC – відношення обсягів кредитів приватному сектору до валового внутрішнього продукту;

FSA_{ss} – відношення обсягу активів фінансового сектору до валового внутрішнього продукту.

Результати розрахунку індексу фінансіалізації (*IFD*) за період 1991–2013 рр. представлені у табл. 3.9.

На основі даних табл. 3.9 можна відмітити, що найменший індекс фінансіалізації (*IFD*) є характерним для Азербайджану та Грузії. Невисокі значення індексу також спостерігаються для таких країн, як Молдова та Вірменія, проте для зазначених держав притаманним є зростання рівня розвитку фінансового сектору протягом останніх років. Особливо високі значення індексу фінансіалізації (*IFD*) можна відзначити для таких країн як Естонія та Болгарія. У ряді країн можемо спостерігати неоднозначну динаміку розрахованого індексу фінансіалізації (*IFD*).

Аналізуючи динаміку індексу фінансіалізації (*IFD*) для України, варто зауважити, що протягом усього періоду дослідження спостерігався його поступовий ріст. Це призвело до збільшення рівня цього індексу порівняно з 1991 роком більше ніж у 6 разів.

Узагальнення змінних (залежної, незалежної, контрольних), які було використано для формалізації впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів, спричинених фінансіалізацією, на економічне зростання, представлено у табл. 3.10.

Таблиця 3.9 – Результати розрахунку індексу фінансіалізації (*IFD*) у розрізі країн за період 1991–2013 рр.

Рік	Молдова	Румунія	Латвія	Литва	Естонія	Угорщина	Словаччина	Чехія	Болгарія	Вірменія	Азербайджан	Україна	Польща	Казахстан	Грузія
1991	52,40	108,56	60,02	50,22	21,80	69,22	482,83	387,24	133,38	47,69	28,98	18,33	120,32	37,01	9,17
1992	36,70	107,63	60,85	52,24	47,06	69,35	439,41	351,08	141,33	78,40	44,66	42,80	125,07	40,81	9,40
1993	21,67	124,31	71,24	58,88	76,13	66,24	390,51	321,26	157,49	52,43	56,39	32,28	135,55	78,62	10,63
1994	19,18	107,94	72,99	81,92	96,97	62,03	315,53	295,82	163,26	21,90	54,03	44,34	130,17	58,26	12,05
1995	24,00	121,93	63,02	76,82	110,99	63,42	251,85	260,51	149,35	16,93	33,29	41,42	119,17	47,64	12,28
1996	26,58	132,98	66,52	77,64	127,11	60,97	238,81	241,43	197,65	16,57	42,26	42,31	114,73	48,01	10,32
1997	29,72	145,17	75,64	82,63	146,70	60,45	244,36	233,56	153,91	17,54	52,92	45,89	118,98	49,40	12,72
1998	32,49	191,95	70,53	90,07	154,92	62,49	223,33	243,99	164,95	19,52	61,13	52,20	130,06	50,79	13,86
1999	33,40	180,10	67,31	111,67	150,34	77,18	211,33	228,27	191,35	21,17	64,68	54,32	133,96	56,65	15,38
2000	36,72	173,63	75,48	116,08	159,92	99,10	211,13	239,65	204,21	24,18	69,31	58,96	139,74	61,15	18,23
2001	40,87	157,10	84,56	119,54	159,99	114,59	203,12	232,92	217,39	21,80	50,84	63,24	143,30	67,17	18,31
2002	46,69	147,07	92,03	131,79	189,08	112,83	214,38	229,55	227,92	23,33	49,24	76,98	157,04	72,48	19,92
2003	50,75	144,41	98,66	142,52	200,27	116,36	201,83	223,65	273,09	22,56	52,06	90,39	161,18	76,21	21,26
2004	57,19	153,43	115,67	159,15	238,58	113,27	199,95	227,17	305,12	23,66	69,46	94,45	182,23	94,60	24,52
2005	65,07	171,23	136,73	188,77	251,50	128,24	190,33	210,37	320,59	25,42	63,66	93,23	165,81	110,85	30,70
2006	70,11	186,38	162,01	207,20	306,46	151,61	207,89	230,46	330,79	27,36	29,01	96,19	190,20	149,95	40,30
2007	85,00	223,19	159,78	227,71	317,60	181,83	211,74	248,64	332,22	35,13	34,13	128,93	212,41	163,10	54,18
2008	85,52	228,90	156,66	216,59	305,16	191,28	205,74	217,97	348,62	39,95	36,07	143,80	175,55	145,67	59,06
2009	89,64	257,44	185,04	255,55	352,26	221,76	230,91	252,71	364,21	54,51	43,71	148,76	220,85	158,93	59,77
2010	82,55	229,87	190,05	252,83	326,55	209,31	229,07	254,76	374,57	58,49	42,94	137,48	218,75	129,77	65,21
2011	81,15	228,36	162,02	235,03	274,62	198,63	214,25	238,72	378,79	70,30	41,24	127,48	197,44	121,49	66,11
2012	92,11	226,45	143,35	230,24	300,04	209,15	234,46	275,83	378,12	81,29	48,33	115,33	222,03	123,04	69,74
2013	90,56	220,25	135,75	224,21	310,42	212,35	236,27	290,68	380,57	85,65	50,65	126,49	250,35	120,36	65,44

Таблиця 3.10 – Характеристика залежної, незалежної та контрольних змінних для формалізації впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на економічне зростання

Змінна	Назва показника	Характеристика показника	Джерело
<i>GDPG</i>	Показник приросту валового внутрішнього продукту на душу населення (GDP per capita growth)	Характеризує річний темп приросту валового внутрішнього продукту на душу населення (одиниця виміру – %)	Офіційний сайт Світового банку [253]
<i>GCE</i>	Показник питомої ваги державних споживчих витрат у валовому внутрішньому продукті (General government final consumption expenditure as % of GDP)	Державні споживчі витрати включають всі поточні витрати на закупівлю товарів і послуг (у тому числі оплата праці працівників) та враховують більшість витрат на національну безпеку та оборону за виключенням державних військових витрат	Офіційний сайт Світового банку [253]
<i>GFCF</i>	Частка валового нагромадження капіталу у валовому внутрішньому продукті	Показник відібраний для характеристики активності інвестиційних процесів.	Офіційний сайт Світового банку [253]
<i>Trade</i>	Показник відношення суми експорту та імпорту до валового внутрішнього продукту (Trade as % of GDP)	Розраховується як відношення суми вартості експорту та імпорту товарів і послуг до валового внутрішнього продукту	Офіційний сайт Світового банку [253]
<i>BM</i>	Показник відношення грошового агрегату М3 до валового внутрішнього продукту (Broad money as % of GDP)	Розраховується як відношення суми грошових коштів поза банками, депозитів до запитання, депозитів строкових, в іноземній валюті, цінних паперів до валового внутрішнього продукту	Офіційний сайт Світового банку [253]
<i>DC</i>	Показник відношення обсягів кредитів приватному сектору до валового внутрішнього продукту (Domestic credit to private sector as % of GDP)	Характеризує обсяг фінансових ресурсів, що надаються приватному сектору іншими депозитними корпораціями (наприклад, через споживчі, торгові кредити, придбання непайових цінних паперів тощо)	Офіційний сайт Світового банку [253]
<i>FSA_{ss}</i>	Показник відношення обсягу активів фінансового сектору до валового внутрішнього продукту	Розраховується як відношення обсягу активів фінансового сектору економіки (активи банків, страхових компаній тощо) до валового внутрішнього продукту	Офіційні дані Організації економічного співробітництва та розвитку

Продовження табл. 3.10

Змінна	Назва показника	Характеристика показника	Джерело
<i>IFD</i>	Індекс фінансіалізації	Агрегований за допомогою методу головних компонент. До складу цього індексу включено співвідношення: 1) грошового агрегату МЗ до валового внутрішнього продукту; 2) обсягів кредитів приватному сектору до валового внутрішнього продукту; 3) активів фінансового сектору до валового внутрішнього продукту	Авторська розробка

Після з'ясування ключових характеристик змінних (залежної, незалежної, контрольних) для формалізації впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів, спричинених фінансіалізацією, на економічне зростання, доцільно ідентифікувати оптимальну структуру часових лагів. Така ідентифікація обумовлена тим, що для визначення зв'язку між дисбалансами руху фінансових ресурсів, спричиненими фінансіалізацією, та економічним зростанням буде застосовано авторегресійну модель з розподіленим лагом. Реалізацію поставленого завдання проведено з використанням функції «varsoc» програмного комплексу Stata/SE 12.0.

У табл. 3.11 наведено результати ідентифікації оптимальної структури часових лагів для змінних авторегресійної моделі з розподіленим лагом за різними інформаційними критеріями. Символом «*» у табл. 3.11 позначено найбільш прийнятний часовий лаг для подальшої формалізації впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів, спричинених фінансіалізацією, на економічне зростання.

На основі представлених вище даних (табл. 3.11), можна зробити висновок, що найбільш оптимальним для обраного набору змінних є часовий лаг в 1 рік. Тобто структура лагів матиме вигляд ARDL (1;1;1;1;1) для відповідного порядку змінних: *GDPG*, *GCE*, *GFCF*, *FSAss* та *IFD*. Після з'ясування оптимальної структури часових лагів для змінних авторегресійної моделі, доцільно перейти до безпосереднього оцінювання характеру зв'язку у

коротко- та довгостроковій перспективі між дисбалансами руху фінансових ресурсів, спричиненими фінансіалізацією, та економічним зростанням за кожним із методичних підходів (PMG, MG, DFE), використовуючи функцію «xtprmg» програмного комплексу Stata/SE 12.0.

Таблиця 3.11 – Результати застосування VAR-тесту для ідентифікації оптимальної структури часових лагів для змінних авторегресійної моделі

Лаг	LL	LR	FPE	AIC	HQIC	SBIC
0	-56,961	-	58,070	6,884	6,918	7,131
1	-53,447	7,026*	44,430*	6,605*	6,646*	6,902*
2	-53,214	0,466	49,196	6,690	6,738	7,036
3	-52,049	2,330	49,445	6,672	6,726	7,067
4	-51,956	0,184	56,469	6,772	6,834	7,218

Результати застосування підходу PMG до визначення коротко- та довгострокових коефіцієнтів авторегресійної моделі залежності між дисбалансами руху фінансових ресурсів, спричиненими фінансіалізацією, та економічним зростанням для усієї вибірки досліджуваних країн на часовому діапазоні 1991–2013 рр. представлені у табл. 3.12. На основі отриманих результатів можна відмітити, що у довгостроковій перспективі між індексом фінансіалізації та економічним зростанням існує обернений слабкий за інтенсивністю значущий зв'язок (на довірчому інтервалі 99 %), тобто підвищення *IFD* сповільнює темпи приросту валового внутрішнього продукту на душу населення (табл. 3.12).

У свою чергу, варто зауважити, що за рештою показників, які виступали контрольними змінними, можна відзначити існування хоча і слабких за інтенсивністю, проте прямих зв'язків у довгостроковому періоді. Досліджуючи значення відповідних коефіцієнтів у короткостроковій перспективі, можна помітити, що зростання індексу фінансіалізації має негативний вплив на темпи економічного зростання (табл. 3.12), тоді як за *Trade* і *GCE* тенденція змінюється, зокрема спостерігається обернений зв'язок, на відміну від прямого

на більш значному часовому проміжку. Отже, отримані дані свідчать про обернено пропорційну залежність економічного зростання країни від дисбалансів руху фінансових ресурсів.

Таблиця 3.12 – Результати застосування підходу PMG до визначення коротко- та довгострокових коефіцієнтів авторегресійної моделі (для усієї вибірки досліджуваних країн)

Параметри	Значення коефіцієнта	Стандартна похибка	z	P> z
Коефіцієнти залежності у довгостроковій перспективі				
Trade	0,0246765	0,0144551	1,71	0,088
GCE	0,3074869	0,1498151	2,05	0,040
GFCF	0,1073232	0,0737391	1,46	0,146
IFD	-0,0153522	0,0056029	-2,74	0,006
Коефіцієнти залежності у короткостроковій перспективі				
Trade	-0,0230439	0,0362932	-0,63	0,525
GCE	-0,4336025	0,2619954	-1,66	0,098
GFCF	0,5561521	0,1443145	3,85	0,000
IFD	-0,0271977	0,0879842	-0,31	0,757
Постійна величина	-2,5680283	0,7873482	-3,26	0,001
Кількість країн	15	15	15	15
Кількість спостережень	330	330	330	330

Ідентифікувавши значення коефіцієнтів, які ілюструють інтенсивність та напрями зв'язків між результативною та факторними ознаками для усієї групи досліджуваних країн, особливого значення набуває порівняння отриманих результатів з аналогічними показниками виключно для України. Можливості методичного підходу PMG дозволяють провести відповідні порівняння лише на основі значень коефіцієнтів залежності між дисбалансами руху фінансових ресурсів, спричиненими фінансialізацією, та економічним зростанням в Україні у короткостроковій перспективі (табл. 3.13).

Таблиця 3.13 – Результати застосування підходу PMG до визначення короткострокових коефіцієнтів авторегресійної моделі (для України)

Параметри	Значення коефіцієнта	Стандартна похибка	z	$P > z $
Trade	0,0637806	0,1309214	0,49	0,626
GCE	-0,0777568	0,6141309	-0,13	0,899
GFCF	1,6678712	0,4822577	3,46	0,001
IFD	-0,2832975	0,1280534	-2,21	0,027
Постійна величина	-0,6454231	2,245998	-0,29	0,774

За даними табл. 3.13 можна відзначити, що для України залишається таким же як для групи аналізованих раніше держав характер зв'язків між темпами економічного зростання та *GCE*, а також індексом фінансіалізації. Слід зауважити, що підвищення *IFD* призводить до сповільнення темпів економічного зростання. Разом з тим значний позитивний ефект у короткостроковому періоді на активізацію темпів економічного зростання має підвищення показника *GFCF*. Також позитивний вплив на темпи економічного зростання здійснює збільшення *Trade*.

Наступним кроком є формалізація впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів, спричинених фінансіалізацією, на економічне зростання з використанням другого методичного підходу, а саме MG.

Результати застосування підходу MG до визначення коротко- та довгострокових коефіцієнтів авторегресійної моделі залежності між дисбалансами руху фінансових ресурсів, спричиненими фінансіалізацією, та економічним зростанням для усієї вибірки досліджуваних країн на часовому діапазоні 1991–2013 рр. представлені у табл. 3.14.

Таблиця 3.14 – Результати застосування підходу MG до визначення коротко- та довгострокових коефіцієнтів авторегресійної моделі (для усієї вибірки досліджуваних країн)

Параметри	Значення коефіцієнта	Стандартна похибка	z	P> z
Коефіцієнти залежності у довгостроковій перспективі				
Trade	-0,1764671	0,3036656	-0,58	0,561
GCE	2,6682213	2,5143287	1,06	0,289
GFCF	0,9354398	0,8435198	1,11	0,267
IFD	-0,3781076	0,3722795	-1,02	0,310
Коефіцієнти залежності у короткостроковій перспективі				
Trade	-0,0789767	0,0398492	-1,98	0,047
GCE	-0,4184082	0,3370143	-1,24	0,214
GFCF	0,5501100	0,1390603	3,96	0,000
IFD	-0,0120393	0,0728423	-0,17	0,869
Постійна величина	-12,7389800	12,5120400	-1,02	0,309
Кількість країн	15	15	15	15
Кількість спостережень	330	330	330	330

За результатами застосування підходу MG для усієї групи досліджуваних країн можна зробити наступні висновки:

– у довгостроковій перспективі збільшення індексу фінансіалізації негативно позначиться на динаміці темпів економічного зростання, а саме зростання факторного показника призведе до скорочення результативного; обернений зв'язок виявлено між показником приросту валового внутрішнього продукту на душу населення та *Trade*; позитивний характер залежності встановлено між збільшенням показника *GFCF* та індикатором *GDPG*; підвищення *GCE* приведе до пришвидшення темпів економічного зростання;

– у короткостроковій перспективі існує обернена залежність між результативною змінною та такими факторними ознаками як *IFD*, *GCE*, *Trade*, тоді як позитивний вплив на темпи економічного зростання має лише збільшення показника *GFCF*.

Надалі проведено порівняльну характеристику результатів застосування підходу MG для усієї обраної сукупності держав та України (табл. 3.15).

Таблиця 3.15 – Результати застосування підходу MG до визначення коротко- та довгострокових коефіцієнтів авторегресійної моделі (для України)

Параметри	Значення коефіцієнта	Стандартна похибка	z	$P> z $
Коефіцієнти залежності у довгостроковій перспективі				
Trade	0,4391074	0,1252565	3,51	0,000
GCE	1,0983110	1,2004840	0,91	0,360
GFCF	0,7099744	0,9730444	0,73	0,466
IFD	0,0120574	0,0509733	0,24	0,813
Коефіцієнти залежності у короткостроковій перспективі				
Trade	-0,1520805	0,1538811	-0,99	0,323
GCE	-0,9275201	0,5725976	-1,62	0,105
GFCF	1,5061260	0,4603416	3,27	0,001
IFD	-0,1192733	0,1407257	-0,85	0,397
Постійна величина	-54,103040	24,549730	-2,20	0,028

У довгостроковій перспективі для України є характерними прямі зв'язки між результативною та всіма факторними ознаками. Незначний вплив на темпи економічного зростання має зміна індексу фінансіалізації. Можна підсумувати, що напрям впливу за окремими факторними ознаками відрізняється для України та групи держав в цілому. У короткостроковій перспективі позитивний вплив на результативну змінну, цілком закономірно, має лише підвищення показника *GFCF*, що приводить до пришвидшення темпів економічного зростання. Решта незалежних змінних характеризуються оберненими зв'язками з результативною, причому найсильніший негативний ефект має збільшення *GCE* (табл. 3.15). Результати застосування підходу DFE до визначення коротко- та довгострокових коефіцієнтів авторегресійної моделі залежності між дисбалансами руху фінансових ресурсів, спричиненими фінансіалізацією, та економічним зростанням для усієї вибірки досліджуваних країн на часовому діапазоні 1991–2013 рр. представлені у табл. 3.16.

Таблиця 3.16 – Результати застосування підходу DFE до визначення коротко- та довгострокових коефіцієнтів авторегресійної моделі (для усієї вибірки досліджуваних країн)

Параметри	Значення коефіцієнта	Стандартна похибка	z	$P> z $
Коефіцієнти залежності у довгостроковій перспективі				
Trade	0,1501564	0,0562245	2,67	0,008
GCE	0,0010300	0,5618182	0,00	0,999
GFCF	0,2488019	0,2795586	0,89	0,373
IFD	-0,0329001	0,0182415	-1,80	0,071
Коефіцієнти залежності у короткостроковій перспективі				
Trade	-0,0755653	0,0381081	-1,98	0,047
GCE	-0,4958330	0,2345546	-2,11	0,035
GFCF	0,2966679	0,3193678	0,93	0,353
IFD	-0,1049616	0,0300373	-3,49	0,000
Постійна величина	-5,2647040	4,6768310	-1,13	0,260
Кількість країн	15	15	15	15
Кількість спостережень	330	330	330	330

У довгостроковій перспективі між усіма факторними показниками, окрім індексу фінансіалізації, та результативним встановлено прямі зв'язки. У короткостроковому періоді, традиційно, позитивний вплив на темпи економічного зростання країн має лише показник *GFCF*. Решта факторних ознак негативно впливають на *GDPG*. Отже, слід відмітити, що у короткостроковій перспективі зростання індексу фінансіалізації призводить до сповільнення темпів економічного розвитку; збільшення *GCE* обумовлює зменшення результативного показника; підвищення *Trade* виявляється у скороченні показника приросту валового внутрішнього продукту на душу населення (табл. 3.16).

Методичний підхід DFE не дозволяє здійснити деталізацію у розрізі кожної з країн, що увійшла до вибірки, тобто не існує можливості отримати аналогічні розрахунки для України.

Надалі доцільно перейти до реалізації наступного етапу дослідження впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на економічне зростання, а саме визначення найбільш ефективного з використаних вище методичних підходів (PMG, MG, DFE). Це передбачає попарне порівняння ефективності цих підходів на основі тесту Хаусмана. Результати порівняння таких підходів як PMG та MG відображені у табл. 3.17.

Таблиця 3.17 – Результати тесту Хаусмана для порівняння ефективності підходів PMG та MG

Параметри	Значення коефіцієнтів	
	MG	PMG
Trade	-0,1764671	0,0246765
GCE	2,6682213	0,3074869
GFCF	0,9354398	0,1073232
IFD	-0,3781076	-0,0153522
Prob>chi2 = 0,705		

На основі представлених у табл. 3.17 даних можна зазначити, що враховуючи досить високе значення показника «Prob>chi2», що складає 0,705 (максимально можливе значення дорівнює одиниці), більш ефективним методичним підходом до визначення коефіцієнтів авторегресійної моделі з розподіленим лагом є PMG. Результати для порівняння ефективності таких методичних підходів як PMG та DFE представлено у табл. 3.18.

Таблиця 3.18 – Результати тесту Хаусмана для порівняння ефективності підходів PMG та DFE

Параметри	Значення коефіцієнтів	
	DFE	PMG
Trade	0,1501564	0,0246765
GCE	0,0010300	0,3074869
GFCF	0,2488019	0,1073232
IFD	-0,0329001	-0,0153522
Prob>chi2 = 0,965		

Результати, наведені у табл. 3.18, також доводять, що найбільш ефективним є такий підхід до визначення коефіцієнтів авторегресійної моделі з розподіленням лагом, як PMG.

Отже, в цілому, можна підсумувати, що підхід PMG є найбільш ефективним порівняно з представленими вище підходами MG та DFE. Тому результати, отримані з використанням підходу PMG, мають бути основними. Враховуючи більш високу ефективність підходу PMG, далі проведено більш детальне дослідження залежності між показником економічного зростання та кожним окремим індикатором, включеним до індексу фінансіалізації. При цьому буде використано лише методичний підхід PMG до визначення коефіцієнтів авторегресійної моделі з розподіленням лагом. Результати відповідних розрахунків представлено у табл. 3.19–3.21.

Таблиця 3.19 – Результати застосування підходу PMG до визначення коротко- та довгострокових коефіцієнтів залежності між дисбалансами руху фінансових ресурсів (за індикатором *DC*) та економічним зростанням для усієї вибірки досліджуваних країн

Параметри	Значення коефіцієнта	Стандартна похибка	<i>z</i>	$P > z $
Коефіцієнти залежності у довгостроковій перспективі				
Trade	0,0283689	0,0122907	2,31	0,021
GCE	0,2573053	0,1371145	1,88	0,061
GFCF	0,1931520	0,0681913	2,83	0,005
DC	-0,0646818	0,0131107	-4,93	0,000
Коефіцієнти залежності у короткостроковій перспективі				
Trade	-0,0204249	0,0284229	-0,72	0,472
GCE	-0,06830362	0,2279992	-3,00	0,003
GFCF	0,60841180	0,1285135	4,73	0,000
DC	0,11706450	0,1061375	1,10	0,270

За даними табл. 3.19 можна зробити висновок про значущість такої факторної ознаки, як індикатор *DC*. Слід відмітити, що існує негативний зв'язок у довгостроковій перспективі між індикатором *DC* та показником

приросту валового внутрішнього продукту на душу населення. Тобто збільшення факторного показника обумовлює скорочення темпів економічного зростання. Решта факторних показників, у свою чергу, мають значущий позитивний ефект на економічне зростання у довгостроковому часовому діапазоні. У короткостроковій перспективі вплив на результативну змінну мають лише такі факторні індикатори, як *GCE* та *GFCF*, причому перший з них характеризується негативною залежністю, тоді як другий – відображає позитивний ефект на економічне зростання. За індикатором *DC* можна відмітити позитивну залежність (табл. 3.19), проте такий зв'язок є незначущим.

Результати застосування підходу PMG до визначення коротко- та довгострокових коефіцієнтів залежності між дисбалансами руху фінансових ресурсів (за індикатором *BM*), спричиненими фінансіалізацією, та економічним зростанням для усієї вибірки досліджуваних країн наведені у табл. 3.20.

Таблиця 3.20 – Результати застосування підходу PMG до визначення коротко- та довгострокових коефіцієнтів залежності між дисбалансами руху фінансових ресурсів (за індикатором *BM*) та економічним зростанням для усієї вибірки досліджуваних країн

Параметри	Значення коефіцієнта	Стандартна похибка	<i>z</i>	$P > z $
Коефіцієнти залежності у довгостроковій перспективі				
Trade	0,0438480	0,0122035	3,59	0,000
GCE	0,4088587	0,1281113	3,19	0,001
GFCF	0,1515939	0,0608929	2,49	0,013
BM	-0,1308529	0,0247157	-5,29	0,000
Коефіцієнти залежності у короткостроковій перспективі				
Trade	-0,0533026	0,0354217	-1,50	0,132
GCE	-0,4751986	0,2534311	-1,88	0,061
GFCF	0,6758134	0,1483603	4,56	0,000
BM	0,0184398	0,0968018	0,19	0,849

За даними табл. 3.20 можна зробити висновок, що коефіцієнти довгострокової еластичності результативної та факторних ознак значущі.

Деталізуючи вплив факторних ознак на результативну (табл. 3.20), доцільно зауважити, що між показником приросту валового внутрішнього продукту на душу населення та індикатором *VM* існує обернений зв'язок у довгостроковій перспективі. Тобто зростання показника відношення грошового агрегату *M3* до валового внутрішнього продукту обумовлює сповільнення темпів економічного зростання. Для решти факторних показників виявлено прямі зв'язки з результативним. Слід звернути увагу на залежність, яку можна відобразити наступним чином: зростання *GCE* приводить до інтенсифікації темпів економічного зростання. Коефіцієнти короткострокової еластичності є значущими. Зокрема, можна відмітити прямий суттєвий за інтенсивністю зв'язок між результуючим індикатором та показником *GFCF*. Зазначимо, що можна вважати значущим обернений зв'язок між економічним зростанням та *GCE*. Решта короткострокових коефіцієнтів залежності між дисбалансами руху фінансових ресурсів, спричиненими фінансіалізацією, та економічним зростанням є незначущими (табл. 3.20).

Результати застосування підходу *PMG* з використанням як головного факторного індикатора *FSAss*, тобто показника відношення обсягу активів фінансового сектору до валового внутрішнього продукту, відображені у табл. 3.21.

Аналізуючи дані табл. 3.21, можна відмітити, що застосування факторного показника *FSAss* передбачає отримання найменш значущих результатів. Так, у рамках дослідження коефіцієнтів залежності у довгостроковій перспективі слід відмітити значущість зв'язку лише між результативним показником та індикатором *GCE*. Зв'язки з рештою факторних ознак є незначущими. Більшість короткострокових коефіцієнтів залежності значущі. За результатами дослідження встановлено: 1) негативний вплив *GCE* на економічне зростання; 2) позитивний вплив показника *GFCF* на індикатор приросту валового внутрішнього продукту на душу населення.

Таблиця 3.21 – Результати застосування підходу PMG до визначення коротко- та довгострокових коефіцієнтів залежності між дисбалансами руху фінансових ресурсів (за індикатором *FSAss*) та економічним зростанням для усієї вибірки досліджуваних країн

Параметри	Значення коефіцієнта	Стандартна похибка	z	P> z
Коефіцієнти залежності у довгостроковій перспективі				
Trade	0,0012655	0,0145582	0,09	0,931
GCE	0,3536193	0,1555907	2,27	0,023
GFCF	0,0820398	0,0715512	1,15	0,252
FSAss	-0,0031640	0,0043185	-0,73	0,464
Коефіцієнти залежності у короткостроковій перспективі				
Trade	-0,0334508	0,0337727	-0,99	0,322
GCE	-0,5502894	0,2505416	-2,20	0,028
GFCF	0,6480215	0,1397330	4,64	0,000
FSAss	0,0101330	0,0488416	0,21	0,836

Підсумовуючи результати дослідження впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на економічне зростання, можна зробити висновок, що ідентифікований за тестом Хаусмана найбільш ефективний підхід PMG дозволяє отримати значущі на допустимих довірчих інтервалах результати, а саме:

- 1) позитивні довгострокові зв'язки між факторними показниками *Trade*, *GCE*, *GFCF* та результативною змінною;
- 2) негативну залежність індексу фінансіалізації та темпів економічного зростання.

Виходячи з наведеного вище, схему формалізації впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на економічне зростання країни проілюструємо на рис. 3.2. Як можна бачити з рис. 3.2, основними етапами такої формалізації виступають: формування інформаційної бази, ідентифікація оптимальної структури часових лагів для змінних авторегресійної моделі та вибір методичного підходу до визначення її коефіцієнтів, безпосереднє оцінювання

характеру впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на економічне зростання країни.

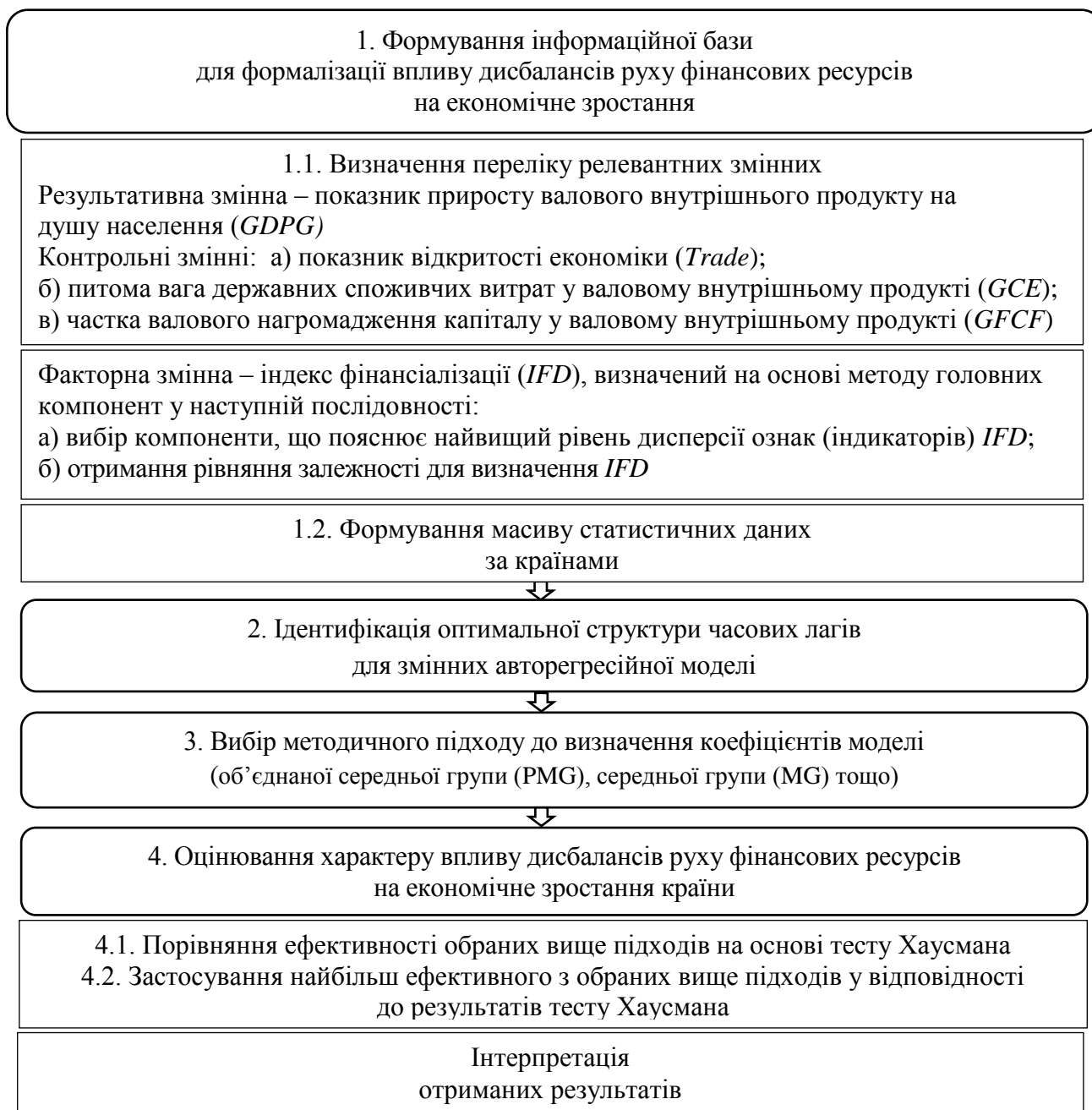


Рисунок 3.2 – Схема формалізації впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на економічне зростання країни

У короткостроковій перспективі залежність між дисбалансами руху фінансових ресурсів та економічним зростанням хоча і є обернено пропорційною, проте не може вважатися значущою, що цілком закономірно, адже на незначному часовому проміжку досить складно визначити адекватний

характер зв'язків, особливо з такою складною факторною змінною, як індекс фінансіалізації.

Слід відмітити, що усі побудовані моделі дозволяють ідентифікувати подібний характер довгострокової залежності, зокрема позитивний вплив на результуючий показник контрольних змінних та негативний ефект головної факторної ознаки. Значущим у короткостроковій перспективі є лише зв'язок показника *GFCE* та індикатора приросту валового внутрішнього продукту на душу населення.

Аналізуючи окремо вплив компонентів *IFD* на економічне зростання, доцільно зауважити, що напрями зв'язків між результативною та факторними ознаками (у тому числі контрольні змінні та головна незалежна змінна) є такими ж як для індексу фінансіалізації в цілому. Хоча значущими такі зв'язки є лише для індикаторів *DC* та *BM*. Це є цілком закономірним, оскільки саме два дані індикатори характеризують активність процесу фінансіалізації. Результати формалізації впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на економічне зростання України збігаються з такими ж по вибірці ряду країн Європи (Молдова, Румунія, Латвія, Литва, Естонія, Угорщина, Словаччина, Чехія, Болгарія, Вірменія, Азербайджан, Польща, Казахстан, Грузія).

Таким чином, вплив дисбалансів руху фінансових ресурсів, спричинених фінансіалізацією, на економічне зростання країн є негативним. Важливим є збалансований розвиток секторів економік досліджуваних країн. Зростання індексу фінансіалізації у досліджуваних країнах призводить до зниження темпів приросту валового внутрішнього продукту на душу населення у короткостроковій та довгостроковій перспективах. Підтверджено, що реалізація заходів, спрямованих на підвищення відкритості економіки, підтримання платоспроможного попиту, позитивно впливає на економічне зростання досліджуваних країн в умовах фінансіалізації їх економік лише в довгостроковому періоді, що вказує на важливість розробки комплексу заходів стратегічного характеру з регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів.

3.3 Узагальнення методичної бази щодо визначення зв'язків між фінансіалізацією та соціальним розвитком країн

Важливого значення набуває дослідження соціальних наслідків дисбалансів руху фінансових ресурсів. У контексті такого дослідження слід узагальнити світовий досвід вивчення зв'язків між фінансіалізацією та соціальним розвитком. Як свідчить цей досвід, такі зв'язки є доволі різновекторними. Вагомим аспектом при вивченні фінансіалізації світової та національних економік виступають особливості соціального розвитку, враховуючи той факт, що благоустрій суспільства виступає важливим індикатором будь-якої економічно розвинутої країни. Відзначимо, що питанням впливу фінансіалізації на соціальний розвиток присвячено праці багатьох зарубіжних вчених, у той час як вітчизняні науковці майже не приділяють уваги вивченню даної проблематики, що цілком закономірно, враховуючи низькі темпи розвитку фінансового сектору України порівняно з США та окремими країнами Європи. Проведені зарубіжними вченими дослідження довели існування зв'язків між фінансіалізацією та такими показниками соціального розвитку, як нерівномірність розподілу доходів населення, рівень безробіття та бідності тощо. На основі існуючих напрацювань зарубіжних науковців у контексті таких зв'язків, наприкінці цього підрозділу будуть зроблені висновки щодо ймовірних векторів впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів, спричинених фінансіалізацією, на показники соціального розвитку.

Відмітимо, що ряд зарубіжних вчених, встановлюючи зв'язки між фінансіалізацією та соціальним розвитком, зробили висновки про її позитивний вплив на рівень життя суспільства. Так, О. Галор і Д. Зейра зазначали, що ринкова недосконалість знижує ефективність перерозподілу капіталу та детермінує зростання нерівномірності розподілу доходів населення. При цьому фінансіалізація сприяє скороченню бідності та підвищенню рівномірності розподілу доходів населення [444, с. 35–51]. Даної позиції дотримуються також

М. Чапліцкі, П. Віпрзовскі, які довели, що фінансіалізація позитивно впливає на рівномірність розподілу доходів населення за рахунок розширення можливостей доступу до зовнішнього фінансування. При цьому науковці встановили, що фінансіалізація у період економічного спаду детермінує посилення нерівномірності розподілу доходів населення [411].

Д. Грінвуд та Б. Джовановіч розглядали зв'язки фінансіалізації та соціального розвитку у короткостроковій та довгостроковій перспективі. Вчені довели, що на окремих етапах розвитку фінансового сектору зв'язки між фінансіалізацією та економічним зростанням є прямими і суттєвими за інтенсивністю, що супроводжується посиленням нерівномірності розподілу доходів населення. Також науковці встановили, що на етапі досягнення фінансовим сектором високого рівня розвитку відбувається стабілізація розподілу доходів населення, що зумовлено спрощенням доступу до фінансових послуг [450, с. 1076–1106].

Варто відмітити також позицію іншої групи дослідників, які вважають, що фінансіалізація негативно впливає на індикатори соціального розвитку країн. Наприклад, А. Келлес-Вітанен негативний вплив фінансіалізації на рівномірність розподілу доходів населення та зайнятість пояснював скороченням частки компаній реального сектору. При цьому вчений стверджував, що зростання кількості суб'єктів фінансового сектору може викликати скорочення надходжень до бюджету держави через уникнення сплати ряду податків [469].

А. Єлдан пов'язував зростання нерівномірності розподілу доходів населення з відривом фінансового сектору економіки від її реального, отриманням доходів у вигляді фінансової ренти, обсяг яких не залежить від продуктивності праці [590, с. 1–24]. Зазначену тезу також підтвердили дослідження Е. Хайна, який розглядав вплив фінансіалізації на коефіцієнт Джині через канал розподілу. На думку Е. Хайна, фінансіалізація: 1) призводить до скорочення питомої ваги заробітної плати у доходах населення

порівняно з процентними та дивідендними виплатами; 2) є причиною підвищення нерівномірності розподілу доходів населення в країні [457, с. 2–31].

Негативний вплив фінансіалізації на рівномірність розподілу доходів населення довів також Б. Кус. Вчений у дослідженні наводив наступні аргументи, що пояснюють зв'язки між фінансіалізацією та соціальним розвитком: реструктуризація економіки спричиняє зміни у реальному секторі та, відповідно, скорочення чистої заробітної плати працівників його суб'єктів; домінування фінансового сектору над реальним послаблює дію інструментів, спрямованих на вирівнювання доходів населення; залежність нефінансових корпорацій від фінансових призводить до формування нової структури корпоративного управління, орієнтованої на створення системи винагород менеджерів, приймаючих ефективні управлінські рішення, за рахунок скорочення витрат на заробітну плату іншим працівникам; бурхливий розвиток ринку цінних паперів сприяє зростанню доходів групи найбільш багатого населення [494, с. 477–493].

Я. Асса [381] у власному дослідженні встановлював зв'язки між фінансіалізацією та показниками нерівномірності розподілу доходів населення і безробіття за період 1970–2008 рр. на прикладі ряду країн – членів ОЕСР. Вчений використовував два узагальнюючі індикатори фінансіалізації: 1) відношення обсягу доданої вартості, створеної у фінансовому секторі, до сукупної доданої вартості; 2) відношення працевлаштованих у фінансовому секторі до сукупного рівня працевлаштування в країні. Показниками соціального розвитку виступали: рівень безробіття, коефіцієнт Джині, що ілюструє нерівномірність розподілу доходів населення (до оподаткування) [381, с. 35–38].

Результати оцінювання вченим Я.Асса [381] зв'язків між фінансіалізацією та окремими показниками соціального розвитку наведено в табл. 3.22.

Таблиця 3.22 – Результати дослідження за Я. Асса [381, с. 38]

Показники	Коефіцієнт Джині	Відношення працевлаштованих у фінансовому секторі до сукупного рівня працевлаштування в країні	Рівень безробіття
Відношення обсягу доданої вартості, створеної у фінансовому секторі, до сукупної доданої вартості	0,537	0,745	0,144
Коефіцієнт Джині	1,000	0,264	0,331
Відношення працевлаштованих у фінансовому секторі до сукупного рівня працевлаштування в країні		1,000	-0,037

Отже, Я. Асса на основі проведеного дослідження встановив, що: 1) зв'язки між показником відношення обсягу доданої вартості, створеної у фінансовому секторі, до сукупної доданої вартості та нерівномірністю розподілу доходів населення (до оподаткування), рівнем безробіття є прямими; 2) зв'язок між показником відношення працевлаштованих у фінансовому секторі до сукупного рівня працевлаштування в країні та рівнем безробіття є оберненим і дуже слабким за інтенсивністю. В цілому, вченим було доведено негативний вплив фінансіалізації на соціальний розвиток досліджуваних країн [381, с. 35–38].

Оцінювання впливу фінансіалізації на соціальний розвиток зарубіжними науковцями проводиться у розрізі ряду показників, для чого використовуються економетричні моделі, що дозволяють виявити відповідні зв'язки на основі вибірки даних за групами країн.

У табл. 3.23 представлено основні характеристики методичних підходів, що були застосовані зарубіжними вченими при виявленні зв'язків між фінансіалізацією та нерівномірністю розподілу доходів населення.

Таблиця 3.23 – Характеристика методичних підходів до виявлення зв'язків між фінансіалізацією та нерівномірністю розподілу доходів населення на основі регресійних моделей (складено на основі [381; 389; 494])

Вчені, джерело	Період / Країни дослідження	Інструмен- тарій	Результативна ознака		Факторні ознаки	
			іденти- фікатор	значення	іденти- фікатор	значення
Т. Бек, Е. Деміргуч-Кунт, Р. Левін [389, с. 1–29]	1960– 1999 рр. / 52 країни	Ordinary Least Square (OLS) cross- country regression; Instrumen- tal Variable (IV) cross- country regression	Growth of Gini	Річне зростання коєфі- цієнта Джині (за період 1960– 1999 рр.)	Initial Gini	логарифм значення коєфіцієнта Джині у 1960 р.
					GDP per capita growth	темп приросту валового внутрішнього продукту (ВВП) на душу населення (за період 1960–1999 рр.)
					Private Credit	логарифм відношення кредитів, виданих фінансовим сектором приватним установам, до ВВП (у середньому за період 1960– 1999 рр.)
					Trade Openness*	логарифм відношення суми експорту та імпорту до ВВП (у середньому за період 1960– 1999 рр.)
					Inflation*	темп приросту дефлятора ВВП (за період 1960–1999 рр.)
					Schooling 1960*	логарифм середнього терміну шкільного навчання у 1960 р.
Б. Кус [494, с. 477–493]	1995– 2007 рр. / 20 країн- членів ОЕСР	Generalised Metod of Moments (GMM) estimator	GINI	Коефіцієнт Джині	Lag GINI	коєфіцієнт Джині у попередньому періоді
					Unemp- loiment*	рівень безробіття
					Female Labour*	частка жінок на ринку праці
					GDP Growth*	річний темп приросту ВВП
					Trade Openness*	відношення суми експорту та імпорту до ВВП
					Unions*	участь профспілок
					LGovern- ment*	питома вага лівих партій в уряді
					SSpendings*	відношення загальних соціальних витрат до ВВП
					Stock Traded	загальна вартість акцій, що торгуються на фондовому ринку, відсотків ВВП (I)
					Bank Income	доходи банків до оподатку- вання, відсотків ВВП (II)
					Securities	цінні папери в активах банків (III)
					FD Index	індекс фінансового розвитку, що узагальнює (I), (II), (III)

Продовження табл. 3.23

Вчені, джерело	Період / Країни дослідження	Інструмен- тарій	Результативна ознака		Факторні ознаки	
			іденти- фікатор	значення	іденти- фікатор	значення
Я. Асса [381, с. 36–38]	1970– 2008 рр. / 34 країни- члени ОЕСР	Fixed-effects panel regression (FEP)	Gini- Ante	Коефіцієнт Джині (до оподатку- вання)	FIRE_VA	відношення обсягу доданої вартості, створеної у фінансовому секторі, до сукупної доданої вартості
					Empl_FIRE	відношення працевлаштованих у фінансовому секторі до сукупного рівня працевлаштування в країні
					Per_Capita*	дохід на душу населення

* – контрольна змінна

Варто звернути увагу, що наведені у табл. 3.23 методичні підходи передбачають: 1) виявлення зв'язків між фінансіалізацією та нерівномірністю розподілу доходів населення у довгостроковому періоді (побудовані вченими регресійні моделі охоплюють значний часовий проміжок); 2) врахування статистичних даних за великою кількістю країн (20, 34 та 52 країни); 3) обґрунтування вибору математичного інструментарію для проведення дослідження.

Т. Бек, Е. Деміргуч-Кунт, Р. Левін [389] використовували у власному дослідженні метод найменших квадратів, який дав змогу визначити залежність між усередненими значеннями індикаторів за досліджуваний період у цілому між країнами. Використання такого математичного інструментарію, на думку вчених, дозволяє здійснювати оцінку зв'язків між результативною та факторними ознаками в умовах обмеженості статистичної інформації у розрізі періодів, а також нівелювати вплив чинників, які можуть детермінувати отримані результати у короткостроковому періоді. З метою встановлення причинно-наслідкових зв'язків між результативною та факторними ознаками науковці також використовували метод інструментальних змінних. Такий математичний інструментарій дав змогу науковцям виявити вплив фінансіалізації на нерівномірність розподілу доходів населення [389]. Б. Кус [494] у власному дослідженні використовував метод узагальнених моментів

(GMM) для оцінювання панельних даних. Вибір такого математичного інструментарію науковець обґрунтував наявністю незалежних змінних, які характеризуються гетероскедастичністю [494]. Дослідження Я. Асса базувались на виявленні зв'язків між результативною та факторними ознаками на основі застосування панельної регресії з фіксованими ефектами. Такий інструментарій, на думку науковця, дозволяє: 1) нівелювати специфічні макроекономічні особливості окремої країни; 2) встановити зв'язки між результативною та факторними змінними у контексті досліджуваної групи країн [381].

Т. Бек, Е. Деміргуч-Кунт, Р. Левін [389], Б. Кус [494], Я. Асса [381] в якості індикаторів нерівномірності розподілу доходів населення використовували абсолютні значення або темп приросту коефіцієнта Джині. У той час як для характеристики фінансіалізації дослідники обирали доволі різні індикатори: відношення кредитів, виданих фінансовим сектором приватним установам, до валового внутрішнього продукту (Т. Бек, Е. Деміргуч-Кунт, Р. Левін [389]); відношення обсягу доданої вартості, створеної у фінансовому секторі, до сукупної доданої вартості та відношення працевлаштованих у фінансовому секторі до сукупного рівня працевлаштування в країні (Я. Асса [381]); індекс фінансового розвитку, розрахований на основі усереднених значень трьох компонентів, які наведено у табл. 3.23 (Б. Кус [494]).

Окрім факторної ознаки, що характеризує відношення кредитів, виданих фінансовим сектором приватним установам, до валового внутрішнього продукту, Т. Бек, Е. Деміргуч-Кунт та Р. Левін [389] включили до регресійної моделі показники, що відображають значення залежної змінної на початок періоду. Також вчені використали набір контрольних змінних, що дозволило врахувати початковий запас людського капіталу в економіці (середній термін шкільного навчання у 1960 р.), стан макроекономічного середовища (зростання дефлятора валового внутрішнього продукту за досліджуваний період) та ступінь відкритості торгівлі (відношення сумарного обсягу експорту та імпорту товарів і послуг до валового внутрішнього продукту) [389]. Б. Кус досліджував

вплив фінансіалізації на нерівномірність розподілу доходів населення з урахуванням попереднього значення коефіцієнта Джині на щорічній основі, використовуючи комплекс контрольних змінних, що характеризують ринкові умови та інституційні особливості економіки – рівень безробіття, річний темп приросту валового внутрішнього продукту, відкритість торгівлі, частка жінок на ринку праці, участь профспілкових організацій, питома вага лівих партій в уряді, відношення загальних соціальних витрат до валового внутрішнього продукту [494]. Я. Асса у побудованій регресійній моделі ввів показник доходу на душу населення для врахування рівня розвитку кожної окремої з досліджуваних країн [381]. Результати оцінювання зв'язків між фінансіалізацією та нерівномірністю розподілу доходів населення, отримані науковцями, представлені у табл. 3.24–3.26.

Таблиця 3.24 – Результати оцінювання вченими впливу фінансіалізації на нерівномірність розподілу доходів населення (Т. Бек, Е. Деміргуч-Кунт, Р. Левін) [389, с. 39]

Параметри	OLS	IV			
Initial Gini	-0,013 (0,003)	-0,023 (0,007)	-0,023 (0,006)	-0,019 (0,006)	-0,020 (0,006)
GDP per capita growth	0,044 (0,051)	0,314 (0,135)	0,220 (0,100)	0,280 (0,128)	0,295 (0,138)
Private Credit	-0,004 (0,001)	-0,015 (0,005)	-0,013 (0,004)	-0,015 (0,005)	-0,015 (0,005)
Trade Openness			0,003 (0,02)		
Inflation				-0,002 (0,002)	
Schooling 1960					0,003 (0,002)
Постійна величина	0,041 (0,012)	0,063 (0,021)	0,053 (0,020)	0,053 (0,019)	0,053 (0,017)

Примітка. В дужках представлено стандартну похибку надійності

З даних табл. 3.24 можна бачити, що вченими використовувався різний математичний інструментарій для побудови регресійних моделей. Це дало їм можливість отримати майже подібні результати щодо ймовірного впливу фінансіалізації на нерівномірність розподілу доходів населення. Науковцями було виявлено значущий обернений зв'язок між показником відношення кредитів, виданих фінансовим сектором приватним установам, до валового внутрішнього продукту та коефіцієнтом Джині. Отже, вчені довели, що фінансіалізація скорочує нерівномірність розподілу доходів населення. Використання методу інструментальних змінних дозволило науковцям виявити значущий прямий зв'язок між темпом приросту валового внутрішнього продукту на душу населення та зростанням нерівномірності розподілу доходів населення. Поряд з цим, дослідниками також було побудовано регресійні моделі з включенням ряду контрольних змінних (табл. 3.24), що дало змогу їм стверджувати про негативний вплив фінансіалізації на соціальний розвиток. Врахування цих змінних у моделях вплинуло на інтенсивність зв'язків між фінансіалізацією та нерівномірністю розподілу доходів населення. Як приклад, врахування відкритості торгівлі (відношення сумарного обсягу експорту та імпорту товарів і послуг до валового внутрішнього продукту) у регресійній моделі детермінує послаблення зв'язків між фінансіалізацією та нерівномірністю розподілу доходів населення. Що стосується решти контрольних змінних, то можна звернути увагу тільки на значущий прямий зв'язок між індикатором, що характеризує термін шкільного навчання та нерівномірністю розподілу доходів населення [389].

Результати оцінювання впливу фінансіалізації на нерівномірність розподілу доходів населення, отримані за розрахунками Б. Куса, наведено у табл. 3.25.

Аналізуючи результати, отримані Б. Кусом при використанні методу узагальнених моментів (табл. 3.25), відмітимо існування значущих прямих зв'язків між фінансіалізацією та нерівномірністю розподілу доходів населення [494].

Таблиця 3.25 – Результати оцінювання вченим впливу фінансіалізації на нерівномірність розподілу доходів населення (Б. Кус) [494, с. 490]

Параметри	GMM			
Lag GINI	0,648 (0,083)	0,884 (0,052)	0,609 (0,068)	0,658 (0,063)
Unemployment (Unemployment Rate)	0,038 (0,041)	-0,002 (0,030)	0,045 (0,045)	0,021 (0,032)
Female Labour	-0,228 (0,088)	-0,043 (0,056)	-0,215 (0,088)	-0,208 (0,084)
GDP Growth	-0,028 (0,042)	-0,016 (0,043)	-0,042 (0,051)	0,019 (0,056)
Trade Openness	-0,006 (0,003)	-0,001 (0,001)	-0,011 (0,004)	-0,000 (0,066)
Unions	-0,003 (0,009)	-0,003 (0,005)	-0,011 (0,009)	-0,002 (0,010)
LGovernment (Left Government)	-0,024 (0,169)	0,001 (0,120)	-0,036 (0,212)	-0,150 (0,134)
SSpendings (Social Spendings)	-0,128 (0,042)	-0,045 (0,031)	-0,157 (0,046)	-0,105 (0,052)
Stock Traded		0,002 (0,001)		
Bank Income (Bank Income Before Tax)			0,290 (0,073)	
Securities (Securities Under Bank Assets)				0,555 (0,269)
FD Index	0,720 (0,217)			

Примітка. В дужках представлено стандартну похибку надійності

Зокрема, зростання значення компоненти Stock Traded індексу фінансового розвитку детермінує збільшення коефіцієнта Джині. Менш значне збільшення нерівномірності розподілу доходів населення відбувається при зростанні значень таких компонент індексу фінансового розвитку як Bank Income та Securities (табл. 3.23). При цьому сукупний ефект від фінансіалізації на соціальний розвиток, який ілюструє зв'язок індексу фінансового розвитку та коефіцієнта Джині, відображається збільшенням нерівномірності розподілу доходів населення. Аналізуючи вплив інших змінних, врахованих у представлених регресійних моделях (табл. 3.25), варто відмітити значущий

зв'язок між відкритістю торгівлі, відношенням загальних соціальних витрат до валового внутрішнього продукту та значенням коефіцієнта Джині [494]. Причому зростання кожної із зазначених контрольних змінних сприяє скороченню нерівномірності розподілу доходів населення. Зв'язки між результативною та рештою факторних ознак значущі, але при цьому вони не дають змоги формалізувати напрями впливу фінансіалізації на нерівномірність розподілу доходів населення. На основі отриманих результатів Б. Кус зробив загальний висновок про негативний вплив фінансіалізації на рівномірність розподілу доходів, який не може бути нівельований у результаті діяльності профспілкових організацій [494].

Результати оцінювання впливу фінансіалізації на нерівномірність розподілу доходів населення, отримані за розрахунками науковця Я. Асса, наведено у табл. 3.26.

Таблиця 3.26 – Результати оцінювання вченим впливу фінансіалізації на нерівномірність розподілу доходів населення (Я. Асса) [381,с.38]

Параметри	FEP			
FIRE_VA	0,57 (5,06)	0,49 (2,32)		
Empl_FIRE			0,73 (4,41)	0,81 (2,33)
Per_Capita		0,00 (0,46)		0,00 (-0,27)
Постійна величина	0,31 (12,15)	0,31 (12,14)	0,36 (21,20)	0,37 (12,44)
Кількість країн	17	17	16	16

Примітка. В дужках представлено показник t-статистики, значення якого по модулю на рівні 1,96 свідчить про значущість впливу факторної ознаки на залежну змінну (довірча ймовірність 95 %)

Оцінювання, проведене з використанням панельної регресії з фіксованими ефектами (табл. 3.26), дозволило Я.Асса виявити прямі суттєві за інтенсивністю зв'язки між індикаторами фінансіалізації та коефіцієнтом Джині. Зокрема, як видно з табл. 3.26, зростання показника відношення обсягу доданої

вартості, створеної у фінансовому секторі, до сукупної доданої вартості, детермінує збільшення нерівномірності розподілу доходів населення. Включення Я.Асса до регресійної моделі контрольної змінної (дохід на душу населення) дозволило зафіксувати певне зниження інтенсивності впливу показника відношення обсягу доданої вартості, створеної у фінансовому секторі, до сукупної доданої вартості та протилежну тенденцію стосовно факторної змінної, що визначається як відношення працевлаштованих у фінансовому секторі до сукупного рівня працевлаштування в країні [381, с. 36–38].

Підводячи підсумок щодо застосування зарубіжними вченими методичних підходів до виявлення зв'язків між фінансіалізацією та нерівномірністю розподілу доходів населення (табл. 3.23), відмітимо, що науковці не доходять однозначного висновку щодо їх сили та напрямку. Це може бути зумовлено відмінностями у виборі факторних змінних, країн та періоду дослідження, а також використовуваним математичним інструментарієм. Зокрема відзначимо, що позитивний вплив фінансіалізації на соціальний розвиток було виявлено вченими при аналізі періоду 1960–1999 рр.. У той час як у результаті досліджень, що включали 2000-ті роки, науковцями було зроблено висновок про зниження рівномірності розподілу доходів під впливом фінансіалізації.

Наступним важливим аспектом, що характеризує зв'язки фінансіалізації та соціального розвитку, виступає її вплив на рівень бідності населення. Дослідження, представлені у науковій літературі, свідчать у переважній більшості про прямі зв'язки між фінансіалізацією та темпами приросту валового внутрішнього продукту на душу населення. Однак, це не дає змогу стверджувати про позитивний вплив фінансіалізації на рівень бідності, оскільки зростання середнього доходу на душу населення може відбуватися переважно за рахунок його багатих верств. Саме тому увагу науковців привертає дослідження зв'язків, характеристика методичних підходів до виявлення яких на базі різних індикаторів бідності представлена в табл. 3.27.

Таблиця 3.27 – Характеристика методичних підходів до виявлення зв'язків між фінансіалізацією та показниками бідності населення на основі регресійних моделей (складено на основі [389; 468])

Вчені, джерело	Період/ Країни дослідження	Інстру- ментарій	Результативні ознаки		Факторні ознаки	
			іденти- фікатор	Значення	іденти- фікатор	значення
Т. Бек, Е. Деміргуч-Кунт, Р. Левін [389, с. 1–29]	1960– 1999 рр. / 52 країни	Ordinary Least Square (OLS) cross- country regres- sion; Instru- mental Variable (IV) cross- country regres- sion	Income Growth of the Poor	річне зростання доходу на душу населення найбіднішого квантиля (у серед- ньому за період 1960–1999 рр.)	Initial value	логарифм значення доходу на душу населення найбіднішого квантиля (1960 р.) / частки населення, що має дохід менше, ніж 1 дол. США на день, у загальній кількості населення (1980 р.) / глибини бідності (1980 р.)
					GDP per capita growth	темп приросту валового внутрішнь- ого продукту (ВВП) на душу населення (за період 1960–1999 рр.)
			Growth of Head- count	річне зростання частки населення, що має дохід мен- ше, ніж 1 дол.США на день, у загальній кількості населення (у середньому за період 1980– 1999 рр.)	Private Credit	логарифм відношення кредитів, виданих фінансовим сектором приватним установам, до ВВП (у середньому за період 1960–1999 рр.)
					Trade Openness*	логарифм відношення суми експорту та імпорту до ВВП (у середньому за період 1960–1999 рр.)
			Growth of Poverty Gap	річне зростання глибини бідності, що вимірюється як відхилення від межі бідності 1 дол. США на день (у середньому за пе- ріод 1980–1999 рр.)	Inflation*	темп приросту дефлятора ВВП (за період 1960–1999 рр.)
					Schooling 1960*	логарифм середнього терміну шкільного навчання у 1960 р.
С. Джиніней, К. Клодар [468, с. 3–20]	1966– 2000 рр. / 75 країн, що розви- вають- ся	Ordinary Least Square (OLS) estimator Dynamic panel Generalis ed Metod of Moments (System GMM)	The log of average income of the poorest	логарифм середнього доходу на душу населення найбіднішого квантиля (у цінах базового 1985 року)	Log of GDP per capita	логарифм ВВП на душу населення у цінах базового 1985 року
					M3/GDP	відношення грошового агрегату М3 до ВВП (Y)
					Instability of M3/GDP	стандартне відхилення залишків регресійної залежності поточного значення Y до його попереднього рівня
					Inflation*	темп приросту дефлятора ВВП
					Credit/GDP	відношення банківських кредитів приватним установам до ВВП (Z)
			Head- count index	частка населення, що має дохід менше, ніж 1 дол. США на день (проживає за межею бідності), у загальній кількості населення (у цінах базового 1993 року)	Instability of Credit/ GDP	стандартне відхилення залишків регресійної залежності поточного значення Z до його попереднього рівня
					Sd of the growth rate of GDP per capita*	стандартне відхилення залишків регресійної залежності поточного значення ВВП на душу населення до його попереднього рівня
					Trade openness*	відношення суми експорту та імпорту до ВВП
Government consumption / GDP*	відношення споживання уряду до ВВП					

* – контрольна змінна

Відмітимо, що Т. Бек, Е. Деміргуч-Кунт, Р. Левін [389], визначаючи вплив фінансіалізації на рівень бідності, використовували набір факторних ознак та математичний інструментарій наведений у табл. 3.27. Індикаторами бідності у дослідженні вчених виступали: зростання доходу на душу населення найбіднішого квантиля; зростання частки населення, що має дохід менше, ніж 1 дол. США на день, у загальній кількості населення; зростання глибини бідності, що вимірюється як відхилення від межі бідності 1 дол. США на день [389].

С. Джиніней та К. Кподар [468] оцінили вплив фінансіалізації на рівень бідності, використовуючи вибірку країн, що розвиваються. Як результативні змінні вченими було обрано середній дохід на душу населення найбіднішого квантиля у цінах базового 1985 року та частку населення, що має дохід менше ніж 1 дол. США на день, у загальній кількості населення у цінах базового 1993 року. Незалежними змінними, що характеризують фінансіалізацію, виступали: 1) відношення грошового агрегату М3 до валового внутрішнього продукту; 2) відношення банківських кредитів приватним установам до валового внутрішнього продукту. Відповідно перша змінна ілюструє здатність фінансового сектору надавати фінансові послуги та забезпечувати можливості для здійснення заощаджень, а друга відображає роль фінансових посередників у процесах перерозподілу вільних фінансових ресурсів. Вплив фінансіалізації на рівень бідності оцінювався дослідниками у контексті додаткових факторних ознак, які наведено у табл. 3.27. З метою оцінювання зв'язків між результативною та факторними ознаками вчені включили у моделі додаткові контрольні змінні, як інфляція, відкритість торгівлі, стандартне відхилення залишків регресійної залежності поточного значення валового внутрішнього продукту на душу населення до його попереднього рівня, відношення споживання уряду до валового внутрішнього продукту [468].

Результати оцінювання впливу фінансіалізації на показники бідності населення, отримані зарубіжними вченими, представлені у табл. 3.28–3.30.

Таблиця 3.28 – Результати оцінювання впливу фінансіалізації на показники бідності населення за Т. Бек, Е. Деміргуч-Кунт, Р. Левіна (складено на основі [389, с. 38–40])

Income Growth of the Poor		
Параметри	OLS	IV
Initial value	-0,005 (0,002)	-0,011 (0,006)
GDP per capita growth	0,777 (0,119)	0,408 (0,375)
Private Credit	0,016 (0,005)	0,033 (0,017)
Inflation		0,003 (0,003)
Постійна величина	0,043 (0,016)	0,095 (0,053)
Growth of Headcount		
Параметри	OLS	IV
Initial value	-0,035 (0,011)	-0,040 (0,011)
GDP per capita growth	-0,934 (0,625)	-0,779 (0,778)
Private Credit	-0,095 (0,020)	-0,158 (0,032)
Trade Openness		-0,002 (0,034)
Постійна величина	-0,059 (0,040)	-0,143 (0,153)
Growth of Poverty Gap		
Параметри	OLS	IV
Initial value	-0,053 (0,015)	-0,056 (0,017)
GDP per capita growth	-1,516 (0,891)	-1,358 (0,992)
Private Credit	-0,133 (0,028)	-0,147 (0,055)
Trade Openness		-0,019 (0,046)
Постійна величина	-0,131 (0,051)	-0,078 (0,223)

Примітка. В дужках представлено стандартну похибку надійності

Дані табл. 3.28 дозволяють відзначити прямі зв'язки між фінансіалізацією та зростанням доходу на душу населення найбільшого квантиля, які є значущими. При цьому варто відмітити, що вплив фінансіалізації на дохід на душу населення найбільшого квантиля є опосередкованим. Результати оцінювання зв'язків між фінансіалізацією та глибиною бідності дозволили вченим виявити негативний вплив показника відношення кредитів, виданих фінансовим сектором приватним установам, до валового внутрішнього продукту на соціальний розвиток. При чому такий вплив підсилюється при використанні методу інструментальних змінних та врахуванні відкритості торгівлі як контрольної змінної [389].

Результати оцінювання впливу фінансіалізації на доходи на душу населення найбільшого квантиля С. Джиніней та К. Кподар наведено у табл. 3.29. Ці результати дали змогу вченим стверджувати про наявність позитивного впливу фінансіалізації на зростання доходів на душу населення найбільшого населення квантиля. При цьому варто відмітити, що вплив фінансіалізації на соціальний розвиток більшою мірою позначається на доходах на душу населення найбільшого квантиля, ніж на доходах середнього класу. Врахування у регресійних моделях окремих контрольних змінних дало змогу науковцям стверджувати про однозначний позитивний вплив фінансіалізації на доходи на душу населення найбільшого квантиля [468].

У той же час зв'язок між показником відношення банківських кредитів приватним установам до валового внутрішнього продукту та доходами на душу населення найбільшого квантиля має слабку інтенсивність. Це може пояснюватися низьким доступом населення найбільшого квантиля до банківських кредитів у країнах, що розвиваються [468].

Таблиця 3.29 – Результати оцінювання впливу фінансіалізації на доходи на душу населення найбільшого квантиля за С. Джиніней, К. Кподар (складено на основі [468, с. 29–35])

Параметри	OLS		
	Log of GDP per capita	0,95 (19,95)	0,96 (20,20)
M3/GDP	0,53 (3,11)		0,44 (2,10)
Instability of M3/GDP	-3,75 (1,63)		-4,27 (1,98)
Inflation	0,01 (0,04)	-0,162 (0,68)	-0,03 (0,10)
Credit/GDP		0,28 (1,77)	
Sd of the growth rate of GDP per capita			-0,01 (0,66)
Постійна величина	-1,06 (2,92)	-1,09 (3,02)	-1,35 (2,33)
Кількість країн	67	65	67
Параметри	System GMM		
Log of GDP per capita	1,07 (14,24)	0,90 (13,17)	0,99 (14,02)
M3/GDP		0,64 (2,87)	0,56 (3,12)
Instability of M3/GDP		-2,51 (1,14)	-3,84 (1,93)
Inflation	-0,31 (0,69)	-0,14 (0,51)	-0,02 (0,06)
Credit/GDP	0,14 (0,42)		
Instability of Credit/GDP	3,45 (0,97)		
Sd of the growth rate of GDP per capita	-0,02 (1,40)		
Trade openness			-0,01 (1,57)
Government consumption / GDP		-2,89 (2,93)	
Постійна величина	-1,87 (3,22)	-0,34 (0,62)	-1,25 (2,20)
Кількість країн	65	67	66

Примітка. В дужках представлено показник t-статистики, значення якого по модулю на рівні 1,96 свідчить про значущість впливу факторної ознаки на залежну змінну (довірча ймовірність 95 %)

Аналізуючи результати, отримані внаслідок введення науковцями контрольних змінних у регресійні моделі, відмітимо посилення позитивного впливу фінансіалізації на доходи на душу населення найбільшого квантиля. При цьому відкритість економіки (відношення суми експорту та імпорту до валового внутрішнього продукту) не має значущого зв'язку зі зміною доходів на душу населення найбільшого квантиля. Разом з цим для вибірки досліджуваних вченими країн, зростання показника відношення споживання уряду до валового внутрішнього продукту впливає на скорочення доходів на душу населення найбільшого квантиля [468].

Результати оцінювання впливу фінансіалізації на частку населення, що проживає за межею бідності, науковцями С. Джиніней та К. Кподар наведено у табл. 3.30.

Таблиця 3.30 – Результати оцінювання впливу фінансіалізації на частку населення, що проживає за межею бідності, у загальній кількості населення за С. Джиніней, К. Кподар (складено на основі [468, с. 29–35])

Параметри	OLS	
Log of GDP per capita	-0,17 (8,17)	-0,17 (9,19)
M3/GDP	-0,41 (6,26)	
Instability of M3/GDP	2,02 (2,49)	
Inflation	-0,09 (1,46)	0,02 (0,67)
Credit/GDP		-0,25 (3,16)
Instability of Credit/GDP		-0,12 (0,09)
Постійна величина	1,66 (2,92)	1,68 (11,04)
Кількість країн	64	63

Продовження табл. 3.30

Параметри	System GMM			
Log of GDP per capita	-0,21 (6,18)	-0,15 (3,14)	-0,17 (3,80)	-0,15 (5,20)
M3/GDP	-0,33 (2,54)		-0,34 (2,64)	-0,55 (3,48)
Instability of M3/GDP	2,52 (2,19)		1,26 (1,24)	1,87 (1,73)
Inflation	-0,09 (1,09)	0,05 (1,49)	-0,03 (0,38)	-0,02 (0,26)
Credit/GDP		-0,19 (1,16)		
Instability of Credit/GDP				
Sd of the growth rate of GDP per capita	-0,02 (2,58)			
Trade openness				0,01 (2,08)
Government consumption / GDP			0,22 (0,44)	
Постійна величина	1,98 (7,74)	1,45 (3,99)	1,62 (4,66)	1,43 (5,84)
Кількість країн	64	63	63	63

Примітка. В дужках представлено показник t-статистики, значення якого по модулю на рівні 1,96 свідчить про значущість впливу факторної ознаки на залежну змінну (довірча ймовірність 95 %)

Результати оцінювання зв'язків між фінансіалізацією та часткою населення, що проживає за межею бідності, у загальній кількості населення (табл. 3.30) дали змогу науковцям виявити позитивний ефект першої на рівень бідності. Такий ефект, на думку вчених, проявляється через скорочення Headcount index (табл. 3.27) при зміні індикаторів фінансіалізації: 1) відношення грошового агрегату М3 до валового внутрішнього продукту; 2) відношення банківських кредитів приватним установам до валового внутрішнього продукту. Введення у регресійну модель відкритості торгівлі як контрольної змінної забезпечило підсилення позитивного впливу фінансіалізації на

скорочення частки населення, що має дохід менше, ніж 1 дол. США на день (проживає за межею бідності), у загальній кількості населення. При цьому зазначена контрольна змінна (відкритість торгівлі) має значущий прямий зв'язок зі зростанням Head-count index [468].

Аналізуючи результати, отримані зарубіжними науковцями на основі практичного застосування регресійних моделей, можна відзначити виявлення ними, у переважній більшості, позитивного впливу фінансіалізації на скорочення рівня бідності населення у розрізі окремих індикаторів соціального розвитку.

Важливим макроекономічним показником, що ілюструє соціальний розвиток країн, є рівень безробіття, виявлення особливостей динаміки якого в умовах фінансіалізації становить практичний інтерес.

І. Гонзалез та Г. Сала [448] вивчали зв'язки між фінансіалізацією та рівнем безробіття на прикладі США за період 1960–2009 рр. через індикатор нагромадження капіталу. Науковці враховували тезу про негативний вплив фінансіалізації на здійснення реальних інвестицій, підтверджену дослідженнями Е. Стокхаммера [564, с. 719–741] та О. Охангазі [527, с. 863–886]. Побудова вченими [448] регресійних моделей дозволила порівняти фактичну динаміку досліджуваних показників та їх значення при фіксації індикатора фінансіалізації, для чого було використано трьохетапний метод найменших квадратів (3SLS). З метою визначення впливу фінансіалізації на рівень безробіття науковці здійснили контрфактичне динамічне моделювання в чотирьох часових періодах (1991–1997, 1997–2001, 2001–2005, 2005–2009 рр.), які характеризувалися наявністю значних змін у економіці США (тривалі спади або підйоми). Індикатором фінансіалізації у роботі І. Гонзалеза та Г. Сала виступав показник відношення фінансових платежів окремої групи компаній до їх прибутку, рівень якого фіксується на початку кожного з досліджуваних періодів. Результати моделювання представлені графічно у вигляді фактичної та модельованої лінії тренду результативної та факторної ознак (рис. В.1–В.4 додатка В). Аналогічну модель було побудовано науковцями для виявлення

залежності між показником нагромадження капіталу та рівнем безробіття (рис. В.5–В.8 додатка В). Аналізуючи отримані вченими результати у межах визначених вище періодів, відмітимо, що протягом 1991–1997 рр. спостерігалось фактичне зниження рівня безробіття. У той же час зазначений період характеризувався значним зниженням індикатора фінансіалізації разом з постійним зростанням показника нагромадження капіталу. При цьому, за твердженням науковців, за відсутності економічного спаду рівень безробіття у 1997 р. досяг би 10 %, у той час як відсутність позитивної динаміки показника нагромадження капіталу призвела б до зростання цього рівня до 11,5 %. У період 1997–2001 рр. в США рівень безробіття продовжив скорочуватися, у той же час відбувалося зростання індикатора фінансіалізації, викликане підйомом фондового ринку, при цьому схожа тенденція характерна також для показника нагромадження капіталу до 2000 р., падіння якого у 2001 р. викликане зниженням вартості акціонерного капіталу. При цьому варто відмітити скорочення безробіття в умовах відносно стабільного значення індикатора фінансіалізації (розрив між фактичним та модельованим значеннями станом на 2001 р. склав 1,5 %) та його зростання на 2,5 % при фіксованому значенні показника нагромадження капіталу на рівні 1997 р. Слід зазначити, що 2001–2005 рр. характеризувалися тенденцією поступового зниження індикатора фінансіалізації, коливаннями показника нагромадження капіталу, а також незначним зростанням рівня безробіття (з 4,9 % у 2001 р. до 5,2 % у 2005 р.). На думку вчених, за умови підтримання фіксованого значення індикатора фінансіалізації на рівні 2001 р. зростання безробіття за період склало б на 2 % більше. У той час як відсутність факту скорочення показника нагромадження капіталу у періоді дозволила б зафіксувати зниження рівня безробіття до 3 % на кінець 2005 р. Що стосується часового періоду 2005–2009 рр., який передував великій рецесії, слід звернути увагу на стрімке зростання індикатора фінансіалізації, у той час як показник нагромадження капіталу демонстрував зворотну тенденцію. У даному періоді фактичний рівень безробіття зріс з 5,2 % у 2005 р. до 9,7 % у 2009 р. При цьому, як стверджували науковці, за

відсутності зазначених тенденцій у динаміці факторних показників рівень безробіття зростав би нижчими темпами. Результати моделювання дозволили вченим визначити, що фінансіалізація чинить негативний вплив на соціальний розвиток у контексті зростання рівня безробіття. Пропонований вченими методичний підхід до визначення впливу фінансіалізації на рівень безробіття може бути ефективним за умови наявності достатньої кількості точок перелому в тенденціях динаміки результативного та факторних показників. Вивчаючи зв'язки між фінансіалізацією та рівнем безробіття, вчені базувались на припущенні, що зростання показника відношення фінансових платежів окремої групи компаній до їх прибутку відбувається за рахунок переходу нефінансових корпорацій від стратегії реінвестування прибутку до здійснення короткострокових фінансових інвестицій, та, відповідно, визначає зміни у тенденціях динаміки рівня безробіття [448].

Я. Асса досліджував вплив фінансіалізації на рівень безробіття на прикладі країн ОЕСР з використанням панельної регресійної моделі з фіксованими ефектами (табл. 3.31) [381].

Таблиця 3.31 – Результати оцінювання впливу фінансіалізації на рівень безробіття за Я. Асса [381, с. 38]

Параметри	FER			
	FIRE_VA	0,12 (1,89)	0,34 (2,50)	
Empl_FIRE			0,12 (1,87)	0,74 (2,63)
Per_Capita		0,00 (-1,55)		0,00 (-2,22)
Постійна величина	0,04 (3,03)	0,03 (2,78)	0,05 (2,89)	0,09 (5,72)
Кількість країн	33	33	32	32

Примітка. В дужках представлено показник t-статистики, значення якого по модулю на рівні 1,96 свідчить про значущість впливу факторної ознаки на залежну змінну (довірча ймовірність 95 %)

Результативною ознакою у роботі Я.Асса [381] виступав річний рівень безробіття, зв'язок якого з індикаторами фінансіалізації відображають результати, представлені в табл. 3.31. Науковець довів негативний вплив фінансіалізації на рівень безробіття. Це виражається у зростанні рівня безробіття при підвищенні індикаторів фінансіалізації: 1) відношення обсягу доданої вартості, створеної у фінансовому секторі, до сукупної доданої вартості; 2) відношення працевлаштованих у фінансовому секторі до сукупного рівня працевлаштування в країні. При цьому врахування доходу на душу населення як контрольної змінної забезпечило посилення інтенсивності зв'язку між результативною та факторними ознаками. Отже, загалом вчений встановив, що підвищення вищенаведених індикаторів фінансіалізації детермінує зростання рівня безробіття [381, с. 36–38]. Зазначимо, що при виявленні зв'язків між фінансіалізацією та соціальним розвитком країн слід звернути увагу також на період дослідження. А саме, на більш ранніх етапах фінансіалізація характеризується позитивним ефектом для соціального розвитку країн, у той час як її надмірний рівень негативно впливає на такий розвиток.

Таким чином, було узагальнено світовий досвід вивчення зв'язків між фінансіалізацією та соціальним розвитком країн. Виявлено відсутність єдності позицій науковців щодо сили та напрямку зв'язків подібного типу. З одного боку, фінансіалізація приводить до скорочення рівня бідності населення, а з іншого – до нерівномірного розподілу доходів та зниження зайнятості населення. Спираючись на існуючу неоднозначність наукових позицій стосовно питань впливу фінансіалізації на соціальний розвиток країн, встановлено необхідність проведення додаткових досліджень у цьому напрямі. При цьому особливої уваги набувають питання встановлення векторів впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів, спричинених фінансіалізацією, на соціальний розвиток країни.

3.4 Удосконалення методичних засад виявлення впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на соціальний розвиток країни

Світовий досвід вивчення зв'язків між фінансіалізацією та соціальним розвитком країн дає змогу, проводячи відповідні паралелі, припустити ймовірні вектори впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на нерівномірність розподілу доходів населення, рівень та глибину бідності, рівень безробіття. Виходячи з цього, можна допустити існування саме позитивного впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів, спричинених фінансіалізацією, на соціальний розвиток з точки зору скорочення рівня бідності населення. У той час вплив таких дисбалансів на рівномірність розподілу доходів населення, його зайнятість є скоріше негативним.

Як вже було встановлено вище, дослідження, проведені зарубіжними науковцями, дозволили виявити наявність неоднозначних зв'язків між фінансіалізацією та соціальним розвитком у різних періодах часу на основі аналізу статистичних даних значної кількості країн. При цьому відмітимо, що неоднозначність отриманих вченими результатів свідчить про необхідність встановлення подібних зв'язків відокремлено для груп країн з різним рівнем розвитку, типом побудови фінансового сектору. У даному контексті оцінювання особливостей соціального середовища під впливом фінансіалізації вітчизняної економіки доцільно проводити, базуючись на виборі групи країн, близьких до України за рівнем розвитку, типом побудови фінансового сектору.

Спираючись на зазначене вище, пропонуємо проводити виявлення впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів, спричинених фінансіалізацією, на соціальний розвиток країн за двома напрямками:

– по-перше, оцінюючи вплив досліджуваних дисбалансів на цей розвиток для групи країн Центральної та Східної Європи (враховуючи ступінь розвиненості, тип побудови фінансового сектору до даної групи, окрім України,

було включено Грузію, Польщу, Молдову, Румунію, Латвію, Литву, Естонію, Угорщину, Словаччину, Чехію, Болгарію та Вірменію);

– по-друге, визначаючи специфічні особливості впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів, спричинених фінансіалізацією, на соціальний розвиток в Україні.

Аналіз у попередньому підрозділі наукових праць зарубіжних вчених дозволив дійти висновку про існування потенційних зв'язків між фінансіалізацією та соціальними показниками країн. Відмітимо, що вплив фінансіалізації на зростання нерівномірності розподілу доходів населення виявляли у власних роботах Г. Епштейн та А. Джайядев [431, с. 46–71], Т. Пеллі [531, с. 3–27], Д. Томасковіч-Девей і К.-Г. Лін [575, с. 538–559], П. Кремп [490] та інші. Ґрунтовні дослідження зв'язків між фінансіалізацією та індикаторами соціального розвитку провели Т. Бек, Е. Деміргуч-Кунт та Р. Левін [389], Б. Кус [494], Я. Асса [381] тощо. Результати цих досліджень було розглянуто у попередньому підрозділі.

Враховуючи результати, отримані у роботі науковцями Д. Грінвуд та Б. Джовановіч [450], можна припустити, що дисбаланси руху фінансових ресурсів, спричинені фінансіалізацією, не знижують нерівномірність розподілу доходів у країнах з розвитком фінансового сектору нижче певного рівня [450, с. 1076–1106].

Варто також звернути увагу на існування «ефекту трубопроводу», який виділений вченим Р. Маккіноном [513] та ілюструє позитивний вплив фінансіалізації на доходи населення найбільшого квантиля з точки зору двох аспектів:

– по-перше, фінансіалізація нерозривно пов'язана з економічним зростанням, що позитивно відображається на доходах груп населення;

– по-друге, розвинений фінансовий сектор передбачає покращення умов доступу населення найбільшого квантиля до фінансових послуг, що дає змогу отримувати додатковий дохід (вчений припускав, що, не маючи можливості інвестувати заощадження, населення з низьким доходом втрачає потенційний

дохід на капітал або взагалі витрачає надлишок фінансових ресурсів на споживання, не здійснюючи нагромадження) [513].

Сформоване Р. Маккіноном [513] припущення підтверджують дослідження науковців, які проведені для країн, що розвиваються. Так, вчені С. Джиніней та К. Кподар [468, с. 3–21] довели позитивний вплив фінансіалізації на скорочення бідності через полегшення умов доступу населення до кредитів. У свою чергу, науковець Б. Роснер [548] дійшов висновку про зниження рівня бідності за рахунок скорочення операційних витрат в економіці та розширення способів накопичення заощаджень досліджуваною вченим групою населення, звертаючи увагу також на той факт, що найбільш сильний вплив фінансіалізації на соціальний розвиток відбувається у найменш економічно розвинених країнах. У результаті дослідження причин зростання рівня безробіття у країнах Європейського Союзу за період 1970–2002 рр. Е. Стокхаммер [566] зробив висновок про значний вплив на зазначену тенденцію саме зміни ролі фінансового сектора в економіці. Науковець підкреслював, що інтернаціоналізація потоків капіталу, посилення конкуренції між окремими суб'єктами фінансового сектору веде до підвищення рівня безробіття у ряді країн. Вплив фінансіалізації на зростання рівня безробіття в окремих країнах підтверджують також дослідження, які було проведено науковцями І. Гонзалезом та Г. Сала [448] для США, Я. Асса [381, с. 36–38] для країн-членів ОЕСР та розглянуто у попередньому підрозділі.

У наукових працях також приділяється увага дослідженню впливу глобалізації на показники соціального розвитку. Зокрема, М. Кремер і Е. Маскін [489] довели, що розширення міжнародної торгівлі детермінує зростання заробітної плати висококваліфікованих працівників у розвинених країнах поруч з підвищенням дефляційного тиску на оплату некваліфікованої праці, що сприяє посиленню розриву в рівні доходів, збільшенню глибини бідності, а також може викликати ріст безробіття за рахунок заміщення низькокваліфікованої праці автоматизованим виробництвом, що потребує меншої кількості працівників [489].

Базуючись на результатах досліджень, отриманих зарубіжними науковцями щодо впливу фінансіалізації на соціальні показники, висуваємо ряд гіпотез. Підтвердження або спростування гіпотез про існування впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів, спричинених фінансіалізацією, на соціальний розвиток у країнах Центральної та Східної Європи і безпосередньо в Україні виступає метою даного підрозділу. Висунуті гіпотези наступні:

- дисбаланси руху фінансових ресурсів, спричинені фінансіалізацією, негативно впливають на рівномірність розподілу доходів населення;
- дисбаланси руху фінансових ресурсів, спричинені фінансіалізацією, детермінують скорочення бідності населення;
- дисбаланси руху фінансових ресурсів, спричинені фінансіалізацією, сприяють підвищенню рівня безробіття в країні.

Наступним етапом дослідження є визначення набору індикаторів (результуючих змінних та факторних ознак), які будуть враховані при виявленні впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на соціальний розвиток країни в умовах фінансіалізації її економіки. Отже, як параметр, що характеризує нерівномірність розподілу доходів населення, було обрано коефіцієнт Джині; бідність населення ілюструють показники рівня та глибини бідності; індикатором безробіття було обрано його річний рівень.

Дисбаланси руху фінансових ресурсів, спричинені фінансіалізацією, у контексті їх впливу на соціальний розвиток країни характеризуються на основі п'яти індикаторів, які відображають різні аспекти функціонування фінансового сектору: рівень зайнятості у фінансовому секторі; обсяг внутрішніх кредитів; додана вартість, створена фінансовим сектором; обсяг депозитів фінансового сектору; капіталізація ринку цінних паперів.

Диференціацію показників було здійснено з метою виявлення найбільш значимих індикаторів, що характеризують дисбаланси руху фінансових ресурсів, з точки зору їх впливу на соціальний розвиток країни. Окрім, того, допускаємо можливість різновекторного впливу окремих з вищенаведених індикаторів на соціальний розвиток країни, виявлення якого створює

можливості для вибору інструментів державного регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці з метою їх подолання. Характеристику обраних показників за групами (індикатори соціального розвитку країни та ті, що характеризують дисбаланси руху фінансових ресурсів, спричинені фінансіалізацією, контрольні змінні) наведено у табл. 3.32.

Таблиця 3.32 – Характеристика індикаторів, що використовуються для виявлення впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на соціальний розвиток країни в умовах фінансіалізації її економіки

Іденти-фікатор	Характеристика показника		Джерело статистичної інформації
	назва	методика розрахунку	
Індикатори соціального розвитку країни			
Gini	Коефіцієнт Джині	Відхилення розподілу доходів населення країни від абсолютно рівномірного розподілу (від 0 до 100)	Статистичні дані Світового банку
PovHcr\$2	Рівень бідності	Відсоток населення, що має дохід нижче ніж 2 дол. США на день, до загальної чисельності населення країни у цінах базового року (2005), %	Статистичні дані Світового банку
PovGap\$2	Глибина бідності	Середнє відхилення від лінії бідності з доходом 2 дол. США на день (небідним вважається населення з нульовим відхиленням), %	Статистичні дані Світового банку
Unempl	Рівень безробіття	Частка безробітних у загальному обсязі робочої сили країни, %	Статистичні дані Світового банку
Індикатори, що характеризують дисбаланси руху фінансових ресурсів, спричинені фінансіалізацією			
Empl_fin	Рівень зайнятості у фінансовому секторі	Відношення кількості зайнятих у фінансовому секторі до загального числа зайнятих в економіці країни, %	Статистичні дані Міжнародної організації праці
Domcr	Обсяг внутрішніх кредитів	Відношення обсягу внутрішніх кредитів, наданих фінансовим сектором різним секторам економіки, за винятком кредитів, наданих центральному уряду, до валового внутрішнього продукту країни, %	Статистичні дані Світового банку
Va_fin	Додана вартість, створена фінансовим сектором	Відношення обсягу доданої вартості, створеної сектором FIRE, до сукупної доданої вартості, створеної в економіці країни, %	Статистичні дані Організації економічного співробітництва та розвитку
Depfins	Обсяг депозитів фінансового сектору	Відношення обсягу депозитів фінансового сектору до валового внутрішнього продукту, %	Статистичні дані Світового банку, окремих баз

Продовження табл. 3.32

Ідентифікатор	Характеристика показника		Джерело статистичної інформації
	назва	методика розрахунку	
Smsap	Капіталізація ринку цінних паперів	Відношення капіталізації ринку цінних паперів (сумарна вартість акцій в обігу) країни до валового внутрішнього продукту, %	Статистичні дані Світового банку
Контрольні змінні			
Tropen	Відкритість торгівлі країни	Відношення сумарного обсягу експорту та імпорту товарів і послуг до валового внутрішнього продукту, %	Статистичні дані Світового банку
Gniprppp	Дохід на душу населення в країні	Валовий національний дохід на душу населення в дол. США по паритету купівельної спроможності	Статистичні дані Світового банку

Відмітимо, що, здійснюючи виявлення впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на соціальний розвиток країни в умовах фінансіалізації її економіки, варто враховувати також додаткові критерії, що характеризують ринкові умови і макроекономічне середовище держави. Ці критерії можуть посилити або нівелювати вплив дисбалансів руху фінансових ресурсів, спричинених фінансіалізацією, на соціальний розвиток. Окрім того, проводячи аналіз для групи обраних вище країн, важливо враховувати загальний рівень їх розвитку, що у контексті оцінювання параметрів соціального середовища відображається індикатором доходу на душу населення, значення та динаміка якого, до того ж, відображає рівень життя суспільства. Саме тому при виявленні впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів, спричинених фінансіалізацією, на соціальний розвиток України та країн Центральної і Східної Європи буде враховано дві контрольні змінні: відкритість економіки та дохід на душу населення в країні, характеристика яких представлена в табл. 3.32. Врахування всіх зазначених вище індикаторів (табл. 3.32) дозволило обрати вид регресійної моделі, яка буде застосовуватись для виявлення впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на соціальний розвиток країн в умовах фінансіалізації їх економік (3.5):

$$SD_i = \beta_{ij}FD_j + \gamma_{it}X_t + \varepsilon_i \quad (3.5)$$

- де SD_i – набір індикаторів, що описують соціальний розвиток;
- FD_j – набір індикаторів, що характеризують дисбаланси руху фінансових ресурсів, спричинені фінансіалізацією;
- β_{ij} – коефіцієнт, що показує відсоткову зміну i -го індикатору соціального розвитку при зміні на 1 % j -го показника, що характеризує дисбаланси руху фінансових ресурсів, спричинені фінансіалізацією;
- X_t – набір контрольних змінних, що дозволяють врахувати додаткову інформацію про макроекономічний розвиток країн;
- γ_{it} – коефіцієнт, що показує відсоткову зміну i -го індикатору соціального розвитку при зміні t -ї контрольної змінної на 1 %;
- ε_i – константа, що відображає рівень i -го індикатору соціального розвитку при нульовому темпі приросту показників, що характеризують дисбаланси руху фінансових ресурсів, спричинені фінансіалізацією, та контрольних змінних.

Виявлення впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на соціальний розвиток країн в умовах фінансіалізації їх економік проведено з використанням інструментарію програмного забезпечення STATA. Для виявлення такого впливу як інструмент було обрано багатофакторну регресійну модель з фіксованими ефектами, яка застосовується для аналізу зв'язків між ознаками, що змінюються у часі в розрізі груп (у даному випадку країн), які наділені індивідуальними характеристиками, що можуть впливати на факторні ознаки. Багатофакторна регресійна модель з фіксованими ефектами дозволяє відокремити вплив індивідуальних особливостей групи країн та незалежних змінних. Це дає змогу оцінити чистий ефект впливу факторних ознак на залежну змінну.

Масив статистичних даних за країнами Центральної та Східної Європи було сформовано за 1991–2013 роки. Для виявлення впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на соціальний розвиток за групою країн Центральної та Східної Європи було використано панельну регресійну модель, дослідження по Україні проведено за допомогою регресії з фіксованими ефектами. Результати виявлення впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на соціальний розвиток країн в умовах фінансiалiзацiї їх економiк наведено в табл. 3.33–3.40, де також представлено оцiнку адекватностi та достовiрностi побудованих регресiйних моделей (скоригованi коефiцiєнти детермiнацiї, критерiй Фiшера).

Таблиця 3.33 – Результати виявлення впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на нерівномірність розподілу доходів населення у країнах Центральної та Східної Європи

Параметри	Модель 1	Модель 2	Модель 3	Модель 4
Empl_fin	0,28 (1,97)	0,35 (2,48)	0,26 (1,58)	0,19 (0,77)
Domcr	-0,01 (-0,55)			
Va_fin	0,26 (2,69)	0,30 (3,19)	0,29 (3,08)	0,31 (3,27)
Depfins	-0,09 (-2,16)	-0,10 (-3,49)	-0,96 (-3,13)	-0,11 (-3,56)
Smsap	0,04 (1,48)			
Tropen			0,01 (1,12)	
Gnipcrrp				0,00 (0,74)
Постійна величина	28,71 (30,92)	28,29 (32,01)	27,51 (24,37)	28,40 (31,70)
F _{fact}	6,20	9,43	7,39	7,20
F _{crit}	2,25	2,64	2,41	2,41
Prob>F	0,00	0,00	0,00	0,00
R ²	0,69	0,68	0,69	0,68

Примітка. В дужках представлено показник t-статистики, значення якого по модулю на рівні 1,96 свідчить про значущість впливу факторної ознаки на залежну змінну (довірча ймовірність 95 %)

Аналізуючи дані табл. 3.33, відмітимо, що суттєвий вплив на динаміку коефіцієнта Джині мають такі індикатори, що характеризують дисбаланси руху фінансових ресурсів, спричинені фінансіалізацією, як рівень зайнятості у фінансовому секторі, додана вартості, створена фінансовим сектором, та обсяг депозитів фінансового сектору.

При цьому варто відмітити, що збільшення рівня зайнятості у фінансовому секторі та зростання обсягу доданої вартості, створеної таким сектором, детермінує посилення нерівномірності розподілу доходів населення. У той час підвищення обсягу депозитів фінансового сектору позитивно впливає на рівномірність розподілу доходів населення. Виключення з регресійної моделі незначущих факторних ознак дозволило зафіксувати зростання рівня впливу на нерівномірність розподілу доходів населення таких індикаторів, як рівень зайнятості у фінансовому секторі, додана вартості, створена фінансовим сектором, та обсяг депозитів фінансового сектору. При цьому введення контрольних змінних у регресійні моделі диференційовано вплинуло на інтенсивність зв'язку між результуючими змінними та факторними ознаками.

Відмітимо, що врахування відкритості торгівлі значно підсилює вплив дисбалансів руху фінансових ресурсів на скорочення нерівномірності розподілу доходів населення, разом з тим нівелюючи інтенсивність зв'язку між рівнем зайнятості у такому секторі та коефіцієнтом Джині. Включення у регресійну модель такої контрольної змінної як дохід на душу населення лише усуває значущість впливу рівня зайнятості у фінансовому секторі на нерівномірність розподілу доходів населення.

Результати виявлення впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на рівень бідності населення у країнах Центральної та Східної Європи наведено у табл. 3.34, а впливу на глибину бідності населення у цих же країнах – у табл. 3.35. Дані табл. 3.34–3.35 демонструють відсутність однозначного характеру впливу індикаторів, що характеризують дисбаланси руху фінансових ресурсів, спричинені фінансіалізацією, на рівень та глибину бідності населення.

Таблиця 3.34 – Результати виявлення впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на рівень бідності населення у країнах Центральної та Східної Європи

Параметри	Модель 1	Модель 2	Модель 3	Модель 4
Empl_fin	0,24 (0,77)			
Domcr	0,13 (4,47)	0,12 (4,22)	0,14 (4,52)	0,13 (4,30)
Va_fin	0,27 (1,22)			
Depfins	-0,63 (-6,91)	-0,52 (-7,77)	-0,56 (-7,80)	-0,56 (-7,22)
Smsap	0,00 (0,01)			
Tropen			0,03 (1,60)	
Gnipcrpp				0,00 (-1,21)
Постійна величина	16,54 (8,06)	7,96 (7,46)	16,21 (7,57)	18,79 (14,06)
F _{fact}	14,22	33,71	23,46	23,00
F _{crit}	2,25	3,03	2,64	2,64
Prob>F	0,00	0,00	0,00	0,00
R ²	0,78	0,78	0,78	0,78

Примітка. В дужках представлено показник t-статистики, значення якого по модулю на рівні 1,96 свідчить про значущість впливу факторної ознаки на залежну змінну (довірча ймовірність 95 %)

Варто звернути увагу на той факт, що підвищення обсягу депозитів фінансового сектору позитивно відображається на соціальному розвитку досліджуваних країн, детермінуючи зниження частки населення, що проживає за межею бідності, та скорочення глибини бідності, у той час як зростання обсягу внутрішніх кредитів має зворотний ефект, що підтверджує тезу про існування «ефекту трубопроводу» Р.Маккінона [513] – розширення доступу до депозитних послуг дає змогу отримати додатковий дохід, тоді як активізація кредитування населення відбувається переважно за рахунок споживчих кредитів, які не впливають на зростання майбутніх доходів позичальників.

Таблиця 3.35 – Результати виявлення впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на глибину бідності населення у країнах Центральної та Східної Європи

Параметри	Модель 1	Модель 2	Модель 3	Модель 4
Empl_fin	0,14 (1,08)			
Domcr	0,06 (5,33)	0,06 (4,88)	0,06 (5,30)	0,06 (5,02)
Va_fin	0,08 (0,91)			
Depfins	-0,26 (-7,24)	-0,20 (-7,74)	-0,23 (-7,96)	-0,23 (-7,56)
Smcap	0,02 (0,92)			
Tropen			0,02 (2,05)	
Gnipcrpp				0,00 (1,85)
Постійна величина	5,63 (6,95)	6,38 (12,07)	5,02 (5,94)	6,31 (11,97)
F _{fact}	10,41	31,22	22,45	22,14
F _{crit}	2,25	3,03	2,64	2,64
Prob>F	0,00	0,00	0,00	0,00
R ²	0,72	0,72	0,72	0,72

Примітка. В дужках представлено показник t-статистики, значення якого по модулю на рівні 1,96 свідчить про значущість впливу факторної ознаки на залежну змінну (довірча ймовірність 95 %)

Відзначимо, що врахування у регресійних моделях контрольних змінних (відкритість торгівлі, дохід на душу населення в країні) не підвищило рівень впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на індикатори бідності населення.

Результати виявлення впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на рівень безробіття у країнах Центральної та Східної Європи наведено у табл. 3.36.

Таблиця 3.36 – Результати виявлення впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на рівень безробіття у країнах Центральної та Східної Європи

Параметри	Модель 1	Модель 2	Модель 3	Модель 4
Empl_fin	0,09 (0,37)			
Domcr	-0,06 (-2,80)	-0,07 (-3,03)	-0,05 (-2,35)	-0,07 (-3,04)
Va_fin	0,16 (1,04)			
Depfins	0,13 (2,04)	0,19 (3,48)	0,16 (2,84)	0,22 (3,71)
Smsap	-0,16 (-2,14)	-0,14 (3,48)	-0,17 (-4,31)	-0,12 (-2,94)
Tropen			0,03 (2,21)	
Gnipcrpp				-0,00 (-1,31)
Постійна величина	10,09 (6,75)	11,50 (11,80)	8,57 (5,22)	11,65 (11,89)
F _{fact}	4,35	6,71	6,33	5,47
F _{crit}	2,25	2,64	2,41	2,41
Prob>F	0,00	0,00	0,00	0,00
R ²	0,49	0,49	0,50	0,49

Примітка. В дужках представлено показник t-статистики, значення якого по модулю на рівні 1,96 свідчить про значущість впливу факторної ознаки на залежну змінну (довірча ймовірність 95 %)

Аналізуючи дані табл. 3.36, відмітимо, що підвищення обсягу депозитів фінансового сектору мало значущий позитивний вплив на зростання рівня безробіття при різних варіантах побудови регресійних моделей. Це може пояснюватися за рахунок зростання класу рантьє, які отримують дохід на капітал, а не у вигляді заробітної плати. У той час підвищення обсягу внутрішніх кредитів детермінувало скорочення рівня безробіття, що цілком закономірно може пояснюватися розширенням малого та середнього бізнесу за рахунок кредитних ресурсів. Зростання капіталізації ринку цінних паперів

позитивно впливало на соціальний розвиток країн, скорочуючи рівень безробіття.

Результати виявлення впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на динаміку коефіцієнта Джині в Україні наведено у табл. 3.37.

Таблиця 3.37 – Результати виявлення впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на нерівномірність розподілу доходів населення в Україні

Параметри	Модель 1	Модель 2	Модель 3	Модель 4
Empl_fin	-2,65 (-3,59)	-2,24 (-3,70)	-4,69 (-4,60)	-2,31 (-3,75)
Domcr	-0,19 (-3,84)	-0,21 (-4,76)	-0,16 (-3,75)	-0,20 (-4,24)
Va_fin	0,29 (0,99)			
Depfins	0,37 (1,94)	0,49 (3,47)	0,58 (4,64)	0,60 (3,07)
Smsap	0,02 (0,31)			
Tropen			0,16 (2,79)	
Gnircppp				-0,00 (-0,82)
Постійна величина	36,50 (23,28)	36,61 (25,33)	24,97 (5,74)	38,52 (14,08)
F _{fact}	7,28	12,28	14,63	9,21
F _{crit}	2,85	3,16	2,96	2,96
Prob>F	0,00	0,00	0,00	0,00
R ²	0,60	0,62	0,72	0,61

Примітка. В дужках представлено показник t-статистики, значення якого по модулю на рівні 1,96 свідчить про значущість впливу факторної ознаки на залежну змінну (довірча ймовірність 95 %)

Дані табл. 3.37 дають змогу стверджувати про наявність позитивного ефекту від зростання рівня зайнятості у фінансовому секторі та збільшення обсягу внутрішніх кредитів для підвищення рівномірності розподілу доходів населення. При цьому, підвищення обсягу депозитів фінансового сектору посилює нерівномірність розподілу доходів населення.

Результати виявлення впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на рівень та глибину бідності населення в Україні наведено у табл. 3.38 та 3.39 відповідно.

Таблиця 3.38 – Результати виявлення впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на рівень бідності населення в Україні

Параметри	Модель 1	Модель 2	Модель 3	Модель 4
Empl_fin	1,16 (1,80)	1,03 (2,31)	0,55 (0,55)	0,87 (1,88)
Domcr	0,02 (0,41)			
Va_fin	-0,05 (-0,20)			
Depfins	-0,47 (-2,84)	-0,40 (-6,19)	-0,36 (-3,70)	-0,25 (-1,72)
Smsap	0,04 (0,58)			
Tropen			0,03 (0,55)	
Gnipcrpp				-0,00 (-1,10)
Постійна величина	8,02 (5,89)	7,96 (7,46)	6,06 (1,68)	10,12 (4,54)
F _{fact}	9,02	25,73	16,63	17,76
F _{crit}	2,85	3,52	2,96	2,96
Prob>F	0,00	0,00	0,00	0,00
R ²	0,66	0,70	0,69	0,71

Примітка. В дужках представлено показник t-статистики, значення якого по модулю на рівні 1,96 свідчить про значущість впливу факторної ознаки на залежну змінну (довірча ймовірність 95 %)

Аналізуючи дані табл. 3.38–3.39 можна стверджувати про суттєвий вплив рівня зайнятості у фінансовому секторі на частку населення, що проживає за межею бідності. Підвищення обсягу депозитів фінансового сектору позитивно впливає на скорочення частки бідного населення та глибини бідності.

Таблиця 3.39 – Результати виявлення впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на глибину бідності населення в Україні

Параметри	Модель 1	Модель 2	Модель 3	Модель 4
Empl_fin	0,13 (0,86)			
Domcr	0,00 (0,41)			
Va_fin	-0,01 (-0,10)			
Depfins	-0,10 (-2,66)	-0,08 (-7,69)	-0,08 (-7,69)	-0,06 (-2,06)
Smsap	0,01 (0,42)			
Tropen			0,01 (0,99)	
Gnipcrpp				-0,00 (-0,65)
Постійна величина	2,33 (7,32)	2,45 (11,21)	1,99 (3,87)	2,71 (5,86)
F _{fact}	10,41	59,19	30,07	28,95
F _{crit}	2,85	4,35	3,52	3,52
Prob>F	0,00	0,00	0,00	0,00
R ²	0,55	0,73	0,73	0,73

Примітка. В дужках представлено показник t-статистики, значення якого по модулю на рівні 1,96 свідчить про значущість впливу факторної ознаки на залежну змінну (довірча ймовірність 95 %)

Поряд з цим, можна зробити висновок про те, що розширення доступу населення до депозитних послуг забезпечує отримання додаткових доходів різними його групами. Однак, враховуючи різницю в обсягах вільного фінансового капіталу, що знаходиться у найбільш багатих та найбільш бідних груп населення, отримання різної величини відсоткових доходів забезпечує скорочення бідності, у той же час посилюючи розрив між доходами.

Разом із тим зростання рівня зайнятості у фінансовому секторі може впливати на збільшення доходів групи населення з достатком нижче середнього, що впливає на скорочення розриву. Однак при цьому доходи найбіднішого населення будуть скорочуватися, враховуючи, що випередження

фінансового сектору над реальним викликає скорочення промисловості, а, відповідно, і зниження частки заробітної плати в доходах фізичних осіб, яка не може бути компенсована за рахунок прибутку від здійснення фінансових операцій, враховуючи, як правило, відсутність фінансової освіти у найбільш бідного населення.

Результати виявлення впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на рівень безробіття в Україні наведено у табл. 3.40. Дані табл. 3.40 свідчать про наявність позитивного впливу від зростання доданої вартості, створеної фінансовим сектором, та підвищення капіталізації ринку цінних паперів на скорочення рівня безробіття. При цьому збільшення рівня зайнятості у фінансовому секторі характеризується зворотним ефектом. Це може пояснюватись з точки зору нижчої залежності обсягу доходів, створених у фінансовому секторі, від продуктивності праці відносно реального сектору, що відображається на обсягах попиту на робочу силу і, відповідно, на рівні зайнятості населення країни.

Наступним етапом дослідження впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на соціальний розвиток країн в умовах фінансіалізації їх економік є виявлення відповідності отриманих вище результатів гіпотезам, висунутим на початку цього підрозділу.

Аналізуючи достовірність гіпотези про наявність негативного впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на рівномірність розподілу доходів населення, порівнюємо значущі зв'язки, отримані вище при побудові регресійних моделей для даних по Україні та по групі країн Центральної та Східної Європи (табл. 3.41).

Враховуючи значущість зв'язків, отриманих вище при побудові більшості залежностей, що відображають зростання нерівномірності розподілу доходів населення внаслідок накопичення дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці, можна констатувати, що перша з висунутих вище гіпотез частково підтверджується на прикладі країн Центральної та Східної Європи та частково спростовується відносно України.

Таблиця 3.40 – Результати виявлення впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на рівень безробіття в Україні

Параметри	Модель 1	Модель 2	Модель 3	Модель 4
Empl_fin	1,52 (5,46)	1,41 (4,82)	1,31 (3,57)	1,47 (6,00)
Domcr	0,01 (0,50)			
Va_fin	-0,19 (-1,76)	-0,20 (-2,70)	-0,28 (-2,67)	-0,26 (-2,89)
Depfins	-0,11 (-1,60)			
Smsap	-0,57 (-2,14)	-0,08 (-3,33)	-0,08 (-2,93)	-0,04 (-1,75)
Tropen			0,01 (0,46)	
Gnipcrpp				-0,00 (-2,97)
Постійна величина	7,70 (13,10)	7,48 (13,21)	6,96 (5,53)	9,31 (14,95)
F _{fact}	8,96	11,37	8,21	14,42
F _{crit}	2,85	3,16	2,96	2,96
Prob>F	0,00	0,00	0,00	0,00
R ²	0,65	0,60	0,58	0,72

Примітка. В дужках представлено показник t-статистики, значення якого по модулю на рівні 1,96 свідчить про значущість впливу факторної ознаки на залежну змінну (довірча ймовірність 95 %)

Таблиця 3.41 – Результат перевірки гіпотези про наявність негативного впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на рівномірність розподілу доходів населення в Україні та країнах Центральної та Східної Європи

Індикатори	Україна	Країни Європи
Рівень зайнятості у фінансовому секторі	спростована	підтверджена
Обсяг внутрішніх кредитів	спростована	неоднозначний
Додана вартість, створена фінансовим сектором	неоднозначний	підтверджена
Обсяг депозитів фінансового сектору	підтверджена	спростована

Отриманий результат перевірки гіпотези є цілком закономірним, враховуючи наступне: 1) рівень розвитку фінансового сектору України є суттєво нижчим, ніж у ряді країн Європи, які увійшли до вибраної групи; 2) раніше проведені дослідження доводять існування переважно позитивного впливу від поширення дисбалансів руху фінансових ресурсів, спричинених фінансіалізацією, на збільшення рівномірності доходів у країнах з відносно низьким рівнем економічного розвитку.

Отже, незважаючи на негативний вплив дисбалансів руху фінансових ресурсів на рівномірність розподілу доходів населення для ряду країн Європи, для України виявлено позитивний вплив на коефіцієнт Джині обсягу наданих фінансовим сектором внутрішніх кредитів іншим секторам економіки до валового внутрішнього продукту та рівня зайнятості у фінансовому секторі. Це спричинено підвищенням доступу найбідніших верств населення до основних предметів життєдіяльності за рахунок збільшення кредитних ресурсів у країні, та, зазвичай, більш високим рівнем заробітних плат у фінансовому секторі, порівняно з реальним. Доведено підвищення рівня соціальної захищеності при акумулюванні значних фінансових ресурсів у фінансовому секторі з одночасним витісненням їх з реального сектору. Вищезазначене дозволяє виокремити пріоритетні напрями регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів з точки зору необхідності забезпечення позитивних зрушень у соціальному розвитку окремої країни. Зокрема, це стосується заходів, спрямованих на підвищення обсягу внутрішніх заощаджень країни та переорієнтацію кількості зайнятих у фінансовому секторі (по відношенню до загального числа зайнятих в економіці) до реального сектору. Важливість запровадження цих заходів підтверджується також тим, що реалізація фінансовим сектором програм оптимізації чисельності персоналу у зв'язку зі скороченням філіальної мережі та збитковістю бізнесу на фоні уповільнення промислового виробництва та відповідного скорочення робітників лише підвищує ризик соціальної напруги в суспільстві.

Аналізуючи достовірність гіпотези про те, що дисбаланси руху фінансових ресурсів детермінують скорочення бідності населення, порівняємо значущі зв'язки, отримані вище при побудові регресійних моделей для даних по Україні та по групі країн Центральної та Східної Європи (табл. 3.42).

Таблиця 3.42 – Результат перевірки гіпотези про наявність позитивного впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на рівень та глибину бідності населення в Україні та країнах Центральної та Східної Європи

Індикатори	Україна	Країни Європи
Зв'язок дисбалансів руху фінансових ресурсів та рівня бідності		
Рівень зайнятості у фінансовому секторі	спростована	неоднозначний
Обсяг внутрішніх кредитів	неоднозначний	спростована
Обсяг депозитів фінансового сектору	підтверджена	підтверджена
Зв'язок дисбалансів руху фінансових ресурсів та глибини бідності		
Обсяг внутрішніх кредитів	неоднозначний	спростована
Обсяг депозитів фінансового сектору	підтверджена	підтверджена

Використовуючи дані табл. 3.42 для перевірки достовірності гіпотези про наявність позитивного впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на рівень та глибину бідності населення, відзначимо підтвердження цієї гіпотези для України та часткове підтвердження для країн Центральної та Східної Європи. Це корелює з аргументами про наявність значущої залежності між зростанням ролі фінансового сектору та скороченням бідності населення для країн з низьким рівнем економічного розвитку. Окрім того, беручи до уваги значущі зв'язки між факторними ознаками та рівнем і глибиною бідності у країнах Центральної та Східної Європи, а також враховуючи подібні тенденції у динаміці обсягів внутрішніх кредитів та депозитів, можна з високою ймовірністю констатувати підтвердження другої з висунутих на початку цього підрозділу гіпотез.

Аналізуючи достовірність гіпотези про те, що дисбаланси руху фінансових ресурсів сприяють підвищенню рівня безробіття в країні, порівнюємо значущі зв'язки, отримані вище при побудові регресійних моделей для даних по Україні та по групі країн Центральної та Східної Європи (табл. 3.43).

Таблиця 3.43 – Результат перевірки гіпотези про наявність негативного впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на рівень безробіття в Україні та країнах Центральної та Східної Європи

Індикатори	Україна	Країни Європи
Рівень зайнятості у фінансовому секторі	підтверджена	неоднозначний
Обсяг внутрішніх кредитів	неоднозначний	спростована
Додана вартість, створена фінансовим сектором	спростована	неоднозначний
Обсяг депозитів фінансового сектору	неоднозначний	підтверджена
Капіталізація ринку цінних паперів	спростована	спростована

Використовуючи дані табл. 3.43 для перевірки достовірності гіпотези про позитивний вплив дисбалансів руху фінансових ресурсів на рівень безробіття, відзначимо її часткове спростування як відносно України, так і відносно групи країн Центральної та Східної Європи. З іншої позиції, слід звернути увагу на неоднозначність зв'язків між окремими результуючими змінними та факторними ознаками.

Слід відмітити, що неоднозначний результат у табл. 3.41–3.43 наведено за умови, якщо відповідна гіпотеза підтверджується або спростовується при довірчій ймовірності нижче 90%. На нашу думку, такий результат є незначущим та не може враховуватись при формулюванні висновків за результатами дослідження. Загальний висновок щодо основного напрямку впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів, спричинених фінансіалізацією, на соціальний розвиток країн за 1991–2013 рр. надано на рис. 3.3.

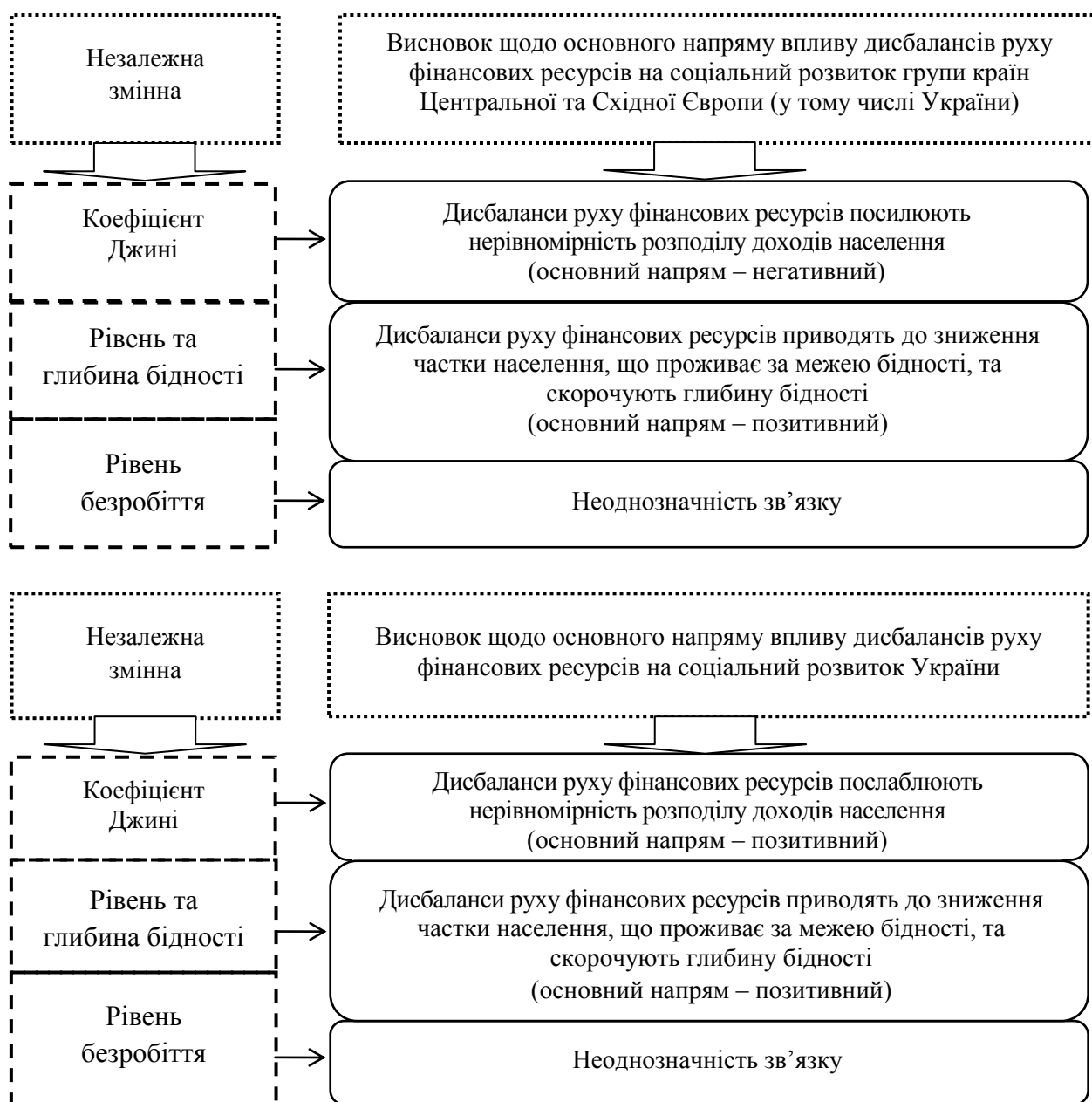


Рисунок 3.3 – Напрямок впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на соціальний розвиток країн

Виходячи з наведеного вище, було удосконалено методичні засади виявлення впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на соціальний розвиток країни в умовах фінансіалізації її економіки, які ґрунтуються на встановленні зв'язків таких дисбалансів із рівномірністю розподілу доходів населення, рівнем і глибиною бідності, рівнем безробіття (рис. 3.4). Це дасть змогу окреслити напрями гармонізації фінансової та соціальної політик країни.

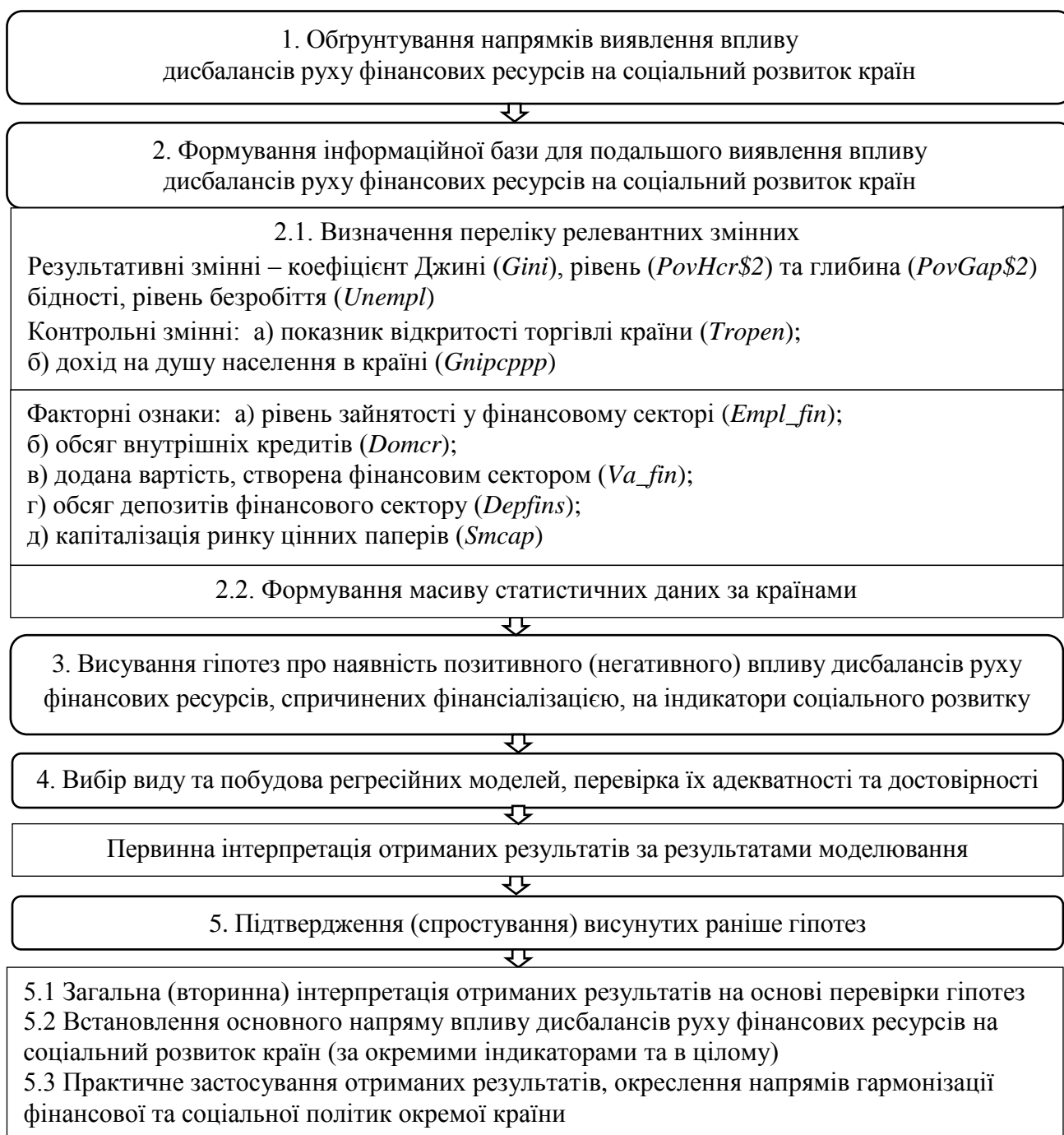


Рисунок 3.4 – Методичні засади виявлення впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на соціальний розвиток країни в умовах фінансіалізації її економіки

Таким чином, виявлення впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на соціальний розвиток України дало змогу стверджувати в цілому про позитивний його напрям. Це проявляється через зростання рівномірності розподілу доходів населення, скорочення рівня та глибини бідності. У той же час, враховуючи результати, отримані при виявленні впливу дисбалансів руху

фінансових ресурсів, спричинених фінансіалізацією, на соціальний розвиток країн Центральної та Східної Європи, доходимо висновку про скорочення позитивного ефекту для такого розвитку при високому ступені розвинутості фінансового сектору. Результати проведеного дослідження дозволили виокремити базові напрями регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів, спричинених фінансіалізацією, з точки зору необхідності забезпечення позитивних зрушень у соціальному розвитку країн. Зокрема це стосується розробки системи дієвих заходів, спрямованих на підвищення обсягу внутрішніх заощаджень країни та переорієнтацію зайнятих у фінансовому секторі до реального.

Висновки до третього розділу

У третьому розділі дисертації узагальнено світовий досвід вивчення зв'язків між фінансіалізацією та економічним розвитком країн, досліджено вплив дисбалансів руху фінансових ресурсів на економічне зростання і соціальний розвиток країни.

За результатами розділу зроблено наступні висновки:

1. Світовий досвід вивчення зв'язків між фінансіалізацією та економічним розвитком країн вказує на відсутність уніфікованого алгоритму їх оцінювання, що обумовлено неоднозначністю вибору результуючої і факторних змінних.

2. Проведено авторську формалізацію впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на економічне зростання. В якості результуючої змінної такої формалізації використано показник приросту валового внутрішнього продукту на душу населення. Вимірювання факторних змінних запропоновано здійснювати на основі індексу фінансіалізації, визначення якого базується на методі головних компонент. До його складу включено співвідношення: 1) грошового агрегату М3 до валового внутрішнього продукту, що визначає глибину фінансового сектору та

його здатність продукувати фінансові послуги; 2) обсягів кредитів приватному сектору до валового внутрішнього продукту, – спрямованість на стимулювання інвестиційних процесів у реальному секторі; 3) активів фінансового сектору до валового внутрішнього продукту, – забезпеченість економіки фінансовими ресурсами для генерування доданої вартості.

3. З метою врахування поточного рівня і процесів накопичення дисбалансів руху фінансових ресурсів під час оцінювання впливу таких дисбалансів на економічне зростання використано авторегресійну модель з розподіленим лагом, яка: 1) дозволяє врахувати часові лаги впливу факторних ознак на результативну; 2) дає можливість аналізувати досліджувані процеси у короткостроковій та довгостроковій перспективах.

4. Результати розрахунків засвідчили негативний вплив дисбалансів руху фінансових ресурсів на економічне зростання досліджуваних країн. Так, зокрема, зростання індексу фінансіалізації призводить до зниження темпів приросту валового внутрішнього продукту на душу населення у короткостроковій та довгостроковій перспективах. Крім того, підтверджено, що реалізація заходів, спрямованих на підвищення відкритості економіки та підтримання платоспроможного попиту, позитивно впливає на економічне зростання досліджуваних країн в умовах фінансіалізації їх економік лише в довгостроковому періоді, що вказує на важливість розробки комплексу заходів стратегічного характеру з регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів.

5. Виявлення впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на соціальний розвиток країн в умовах фінансіалізації їх економік проведено в розрізі найбільш поширених індикаторів цього розвитку для ряду країн Центральної та Східної Європи (Україна, Грузія, Польща, Молдова, Румунія, Латвія, Литва, Естонія, Угорщина, Словаччина, Чехія, Болгарія та Вірменія) шляхом побудови багатофакторних регресійних моделей з фіксованими ефектами. Як контрольні змінні моделей використано показники відкритості торгівлі країн (як відношення сумарного обсягу експорту та імпорту товарів і послуг до валового внутрішнього продукту) та валових національних доходів на душу населення в дол. США по

паритету купівельної спроможності. Оцінка значень скоригованих коефіцієнтів детермінації, перевірка за критерієм Фішера дали змогу підтвердити високий рівень адекватності побудованих моделей.

6. Незважаючи на підтвердження негативного впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на рівномірність розподілу доходів населення для досліджуваних країн, для України виявлено позитивний вплив на коефіцієнт Джині обсягу наданих фінансовим сектором внутрішніх кредитів іншим секторам економіки до валового внутрішнього продукту та рівня зайнятості у фінансовому секторі. Це спричинено підвищенням доступу найбільш вразливих верств населення до основних предметів життєдіяльності за рахунок збільшення кредитних ресурсів у країні, та, зазвичай, більш високим рівнем заробітних плат у фінансовому секторі, порівняно з реальним. Доведено підвищення рівня соціальної захищеності при акумулюванні значних фінансових ресурсів у фінансовому секторі з одночасним витісненням їх з реального сектору.

7. Виокремлено пріоритетні напрями регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів з точки зору необхідності забезпечення позитивних зрушень у соціальному розвитку країни. Зокрема, це стосується заходів, спрямованих на підвищення обсягу внутрішніх заощаджень країни та переорієнтацію кількості зайнятих у фінансовому секторі (по відношенню до загального числа зайнятих в економіці) до реального сектору. Важливість запровадження цих заходів підтверджується також тим, що реалізація фінансовим сектором програм з оптимізації чисельності персоналу у зв'язку зі скороченням філіальної мережі та збитковістю бізнесу на фоні уповільнення промислового виробництва та відповідного скорочення робітників лише підвищує ризик соціальної напруги в суспільстві.

Основні положення даного розділу дисертаційної роботи опубліковано в роботах [132; 141; 143; 147; 148; 150; 151; 153; 155; 475; 477; 478; 479].

РОЗДІЛ 4

ІДЕНТИФІКАЦІЯ ЗАЛЕЖНОСТЕЙ МІЖ ДИСБАЛАНСАМИ РУХУ
ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ ТА ІНВЕСТИЦІЙНИМИ ПОТОКАМИ І
ЦІНОВИМИ ПОКАЗНИКАМИ ТОВАРНО-СИРОВИННИХ РИНКІВ

4.1 Виявлення зв'язків між фінансіалізацією та інвестиційними потоками

Фінансова економіка проникає практично в усі сфери економічних відносин. Вона виступає своєрідним ринковим флагманом, який диктує власні правила в різних галузях економіки та викликає ряд структурних змін у фінансовому і реальному секторах. На сьогодні процес розподілу інвестицій під впливом фінансіалізації дещо змістився в бік фінансової площини та набув іншого змісту. Якщо провести паралелі між фінансіалізацією та інвестиційними потоками і прив'язати їх до теорії про хвилі М.Кондратьєва [136], то отримаємо наступну картину (рис. 4.1).

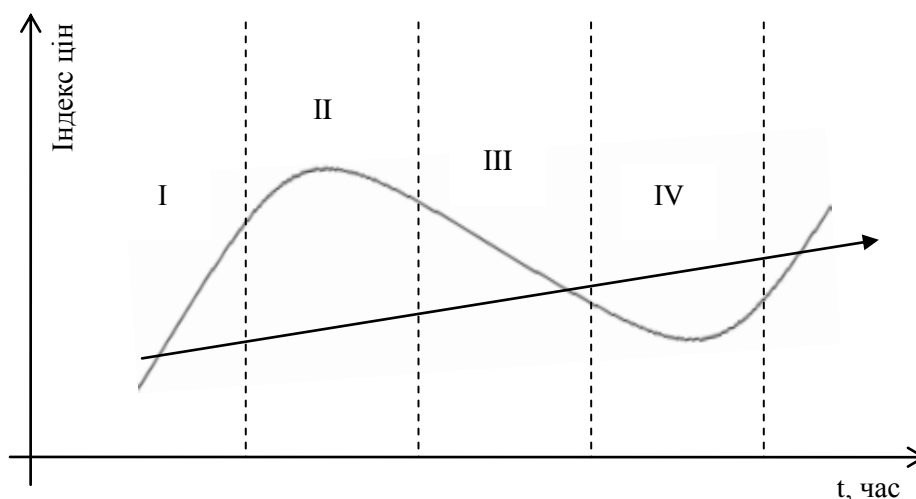


Рисунок 4.1 – Фази розвитку економіки
(на прикладі циклічних хвиль М.Кондратьєва [136])

В першій фазі відбувається поступове нарощування виробництва за рахунок активного інноваційно-інвестиційного підйому в реальному секторі економіки. Зі зростанням продуктивності реального сектору на ринку опиняється достатня кількість різноманітної продукції, яка перенасичує його, у зв'язку із чим між виробниками починає наростати конкуренція за ринки її збуту [346; 369]. Декому із виробників доводиться поступатися власними прибутками та «заморожувати» інвестиції. В третій фазі фінансіалізація сприяє направленню «заморожених» інвестиційних ресурсів на фінансовий ринок, де вони залучаються до короткострокових спекулятивних операцій з метою швидкого нарощування капіталів. Однак надлишкова кількість капіталу на фінансовому ринку провокує створення «фінансових бульбашок», які, набуваючи критичного значення, починають руйнуватись, і тим самим спричиняють кризові ситуації четвертої фази циклу М.Кондратьєва [136]. Виходом із даної фази є повний перезапуск економіки, тобто витіснення з ринку слабких виробників та неконкурентоспроможних технологій.

Якщо розглядати корпорацію з точки зору «класичного» інвестора, то вона представляє для нього не що інше, як простий набір пасивів та активів, які за своєю природою повинні бути використані протягом певного періоду. Як показав звіт одного з провідних інвестиційних банків світу Goldman Sachs, його прибуток, а також прибуток інших пов'язаних з ним організацій складався не скільки з традиційних брокерських операцій, злиття (поглинання) корпорацій та подальшого первинного публічного розміщення акцій, а з торгівлі з залученням власних коштів та спекулятивного арбітражу [445]. Суть останнього полягає в тому, що інвестори повинні знайти, на їхню думку, неправильно оцінені активи, купити дешевші з них та після переоцінки їх на ринку продати за більшою ціною. Стратегії такого типу будуються з метою фіксації прибутку за умови настання певної події [74].

В умовах фінансіалізації значної активності у власній діяльності набувають приватні інвестиційні фонди. Ці організації займаються реорганізацією управління та перезапуском недостатньо капіталізованих і потужних виробництв [28, с. 61–90].

Приватні інвестиційні фонди являють собою колективні компанії, які можуть принести значний прибуток своїм інвесторам. Протягом періоду 3–4 років приватні інвестиційні фонди дозволяють налагодити бізнес та позбавитись від збиткових активів. Основна стаття доходу таких компаній – 2 % річних від фондової вартості разом із частиною результативної виплати або «фіксована винагорода» після здійсненої реорганізації [74]. Тобто вони зацікавлені залучати на власні рахунки додаткові кошти від інвесторів і тим самим нарощувати щорічні комісійні відрахування більше ніж отримувати підприємницький прибуток, який буде доступний в довгостроковій перспективі. Отже, гроші, які спочатку нібито інвестувались в реальний сектор, перетворюються на комісійні прибутки через різні спекулятивні схеми [28, с. 61–90; 74; 184].

Аналогічним чином діяли і хеджеві фонди, які були створені для перестраховування потужних інвесторів. В період 2000–2002 рр. хеджеві фонди, використовуючи механізм «коротких позицій», заробляли додаткові кошти на арбітражних операціях, швидкому продажу та використанні кредитних деривативів, які дозволяли перерозподілити корпоративний борг. Отже, інституційні інвестори, які вносили свої активи на рахунки хеджевих фондів, часто залишались у програшній ситуації [28]. Поряд з вищезазначеним, з'являється можливість здійснення прямих інвестицій та фінансових операцій по придбанню капітальних активів на позабіржових ринках.

Активний процес фінансіалізації був характерний для США у поствоєнний період, коли виробництво в різних сферах досягло свого максимального значення і потрібно було шукати шляхи додаткового нарощування прибутків. Починаючи із 70-х років ХХ століття, американська економіка почала активно розвиватись та набувати стрімких обертів, що

спричинило зміщення діяльності нефінансових корпорацій в бік фінансового ринку. Це, у свою чергу, мало наслідки для структурних змін у балансах корпорацій. Як відомо, будь-які структурні коливання в балансах корпорацій можуть відіграти негативну роль на їх загальному становищі. Так, О. Охангазі [528] у одній зі своїх робіт виділив два негативні моменти, які, на його думку впливають із взаємодії між інвестуванням в реальний сектор та фінансіалізацією:

– зростання здійснюваних нефінансовою корпорацією операцій (платежів та ін.) на фінансовому ринку може перешкоджати надходженню реальних інвестицій, зменшуючи при цьому внутрішні потужності корпорації, що тим самим обмежує її керівництво в можливості подальшого планування діяльності (з'являється проблема нарощування волатильності);

– зростання фінансових інвестицій та нарощування так званого «швидкого» фінансового прибутку витісняє реальні інвестиції, прибуток від яких очікується лише в довгостроковій перспективі, змушуючи при цьому керівництво корпорацій перенаправляти власні ресурси від інвестування в реальний сектор в бік фінансового сектору [528].

Динаміку змін питомої ваги фінансових активів та основних засобів у структурі зведеного балансу нефінансових корпорацій США за період 1970–2011 рр. наведено на рис. 4.2. З рисунка видно, що протягом сорока років (з 1970 по 2011 роки) у структурі балансу нефінансових корпорацій США частка фінансових активів стрімко зростала на противагу зменшенню частки основних засобів. За цей період остання зменшилась на понад 5 % – із 24 до 19 %. Це підтверджує наявність негативних зв'язків між фінансіалізацією та інвестиціями в основні засоби. Під час фінансіалізації відбувається витіснення інвестицій з реального сектору. Слід також відмітити, що збільшення фінансових активів у нефінансових корпораціях відбулося в основному за рахунок ліквідних короткострокових інвестицій [413].

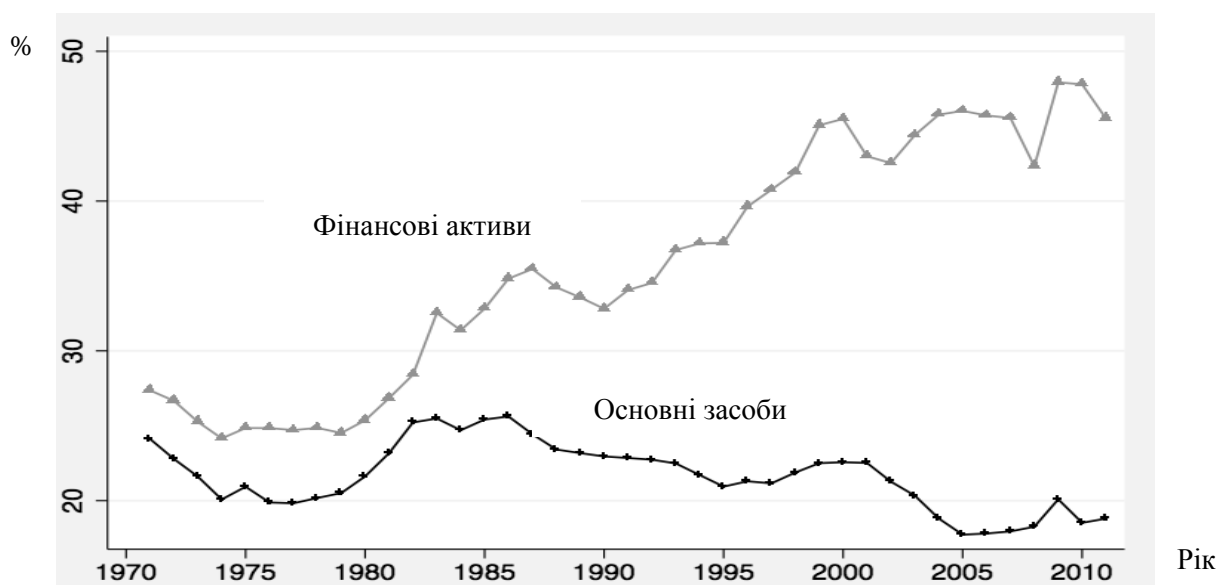


Рисунок 4.2 – Питома вага фінансових активів та основних засобів у структурі зведеного балансу нефінансових корпорацій США в період 1970–2011 рр. [413, с.4]

Якщо розглянути детальніше, що відбувалося в період з 1970 по 2011 роки з фінансовими активами та основними засобами нефінансових корпорацій в залежності від їхніх розмірів, то маємо наступні дані, які наведено у табл. 4.1. Отже, можна бачити з табл. 4.1, що серед малих і великих нефінансових корпорацій спостерігалось зниження поточної дебіторської заборгованості та авансів в той час, коли готівка і короткострокові інвестиції та інші фінансові активи зростали. Тенденція зміни структури балансів в умовах фінансіалізації для малих та великих нефінансових корпорації є однаковою. Частка основних засобів у структурі зведеного балансу малих та великих нефінансових корпорацій США в період 1970–2011 рр. зменшилась у відповідь на нарощування фінансових активів. Оскільки відбувались структурні зміни у складі балансів нефінансових корпорацій США у бік збільшення фінансових активів, то це автоматично відбивалось на співвідношенні між їх позичковим та власним капіталом [413].

Таблиця 4.1 – Зміна питомої ваги фінансових активів та основних засобів великих і малих нефінансових корпорацій протягом 1970–2011 рр., % [413, с.4]

Статті зведеного балансу нефінансових корпорацій	Всі корпорації			Малі корпорації			Великі корпорації		
	1971 р.	2011 р.	Зміна за період	1971 р.	2011 р.	Зміна за період	1971 р.	2011 р.	Зміна за період
Загальні фінансові активи	27,4	45,5	18,1	28,5	51,4	22,9	29,8	47,2	17,4
Готівка і короткострокові інвестиції	4,8	12,4	7,6	5,5	20,4	14,9	4,9	9,1	4,2
Поточна дебіторська заборгованість	15,3	13,7	-1,6	16,0	13,3	-2,7	15,0	13,6	-1,4
Аванси	0,6	0,0	-0,6	0,0	0,0	0	3,3	2,9	-0,4
Інші фінансові активи	2,3	7,6	5,3	2,3	5,9	3,6	2,5	11,1	8,6
Капітал	24,1	18,8	-5,3	18,2	9,7	-8,5	52,4	43,9	-8,5

Розмір внутрішнього корпоративного боргу поступово збільшувався протягом 1970–2011 рр., тим самим послаблюючи позиції нефінансових корпорацій США. У зв'язку з цим актуалізується зростання волатильності на рівні корпорацій, що також позначилося на інвестиційній поведінці фінансових інститутів. Чим вища волатильність, тим сильніше вона відображає невизначеність цін і тим швидше це призводить до зростання попиту на короткострокові ліквідні активи. Висока волатильність спонукає інвесторів уникати вкладення ресурсів в основний капітал, оскільки такі вкладення носять довгостроковий характер і мають у нестабільних умовах великий ризик некупності. Така ситуація є надзвичайно небезпечною для ряду нефінансових корпорацій, оскільки швидке збільшення фінансових активів за рахунок притоку фінансових інвестицій та поступова втрата їх реальних потужностей запускає повільний механізм, який веде до банкрутства. Аналогічним є вплив фінансіалізації і на розподіл інвестицій в окремих країнах Західної Європи [413].

Взагалі, фінансіалізація активно почала цікавити зарубіжних вчених ще в кінці ХХ століття (табл. 4.2). Вітчизняні науковці почали досліджувати дані питання лише протягом останніх років. Це пов'язано з тим, що поступова експансія фінансової економіки в цілому відбувалася з різними темпами в країнах світу.

Таблиця 4.2 – Погляди зарубіжних вчених щодо зв'язків між фінансіалізацією та інвестиційними потоками

№	Вчені, [джерело]	Характеристика
1	Дж. Тобін [574]	Доки фінансові активи дають більш високу дохідність, ніж реальні інвестиційні проекти, доти більше буде інвестовано саме в них. Тобто фінансові інвестиції витіснятимуть реальні. Однак це не може довго тривати на макрорівні, оскільки неможливо безкінечно нарощувати прибутки і при цьому не підкріпляти їх виробничими потужностями.
2	Дж. Кротті [410, с. 77–110]	Нефінансові корпорації в умовах фінансіалізації за рахунок збільшення власних фінансових інвестицій вимушені створювати або купляти фінансові дочірні компанії у зв'язку із низькими прибутками від діяльності в реальному секторі.
3	Е. Штокхаммер [564, с. 719–741]	Фінансіалізація змусила нефінансові фірми поводити себе у ролі учасників фінансового ринку. Тобто ці фірми відійшли від своїх попередніх засад функціонування, спрямованих на довгостроковий ріст за рахунок реального нагромадження капіталу
4	Р. Бойєр [397, с. 111–145]	Фінансіалізація дозволяє нефінансовим корпораціям полегшити вихід на фінансовий ринок, а також може підняти вартість капіталу, зробивши його дорожчим для залучення коштів на фінансовому ринку
5	А. Торнелл [577, с. 419–444]	В країнах, що розвиваються, фірми віддають перевагу вкладанню коштів в більш ліквідні оборотні активи на фінансовому ринку, які здатні швидше принести очікуваний дохід, ніж в необоротні основні засоби

Ці та інші вчені присвятили ряд наукових праць питанням виявлення зв'язків між фінансіалізацією та інвестиційними потоками. Загалом виявлено неоднозначні щодо сили та напрямку зв'язки між фінансіалізацією та інвестиційними потоками на основі аналізу статистичних даних щодо розвитку економік США та більшості європейських країн. Виокремлено, з одного боку,

збільшення норми прибутку у фінансовій та страховій діяльності, розбудову фінансової інфраструктури за рахунок активізації інституційних інвесторів, з іншого – економічну недоцільність реалізації довгострокових інвестиційних проектів, витіснення реальних інвестицій фінансовими, посилення волатильності фінансових ринків за рахунок арбітражних та інших спекулятивних операцій.

З метою уникнення створення «фінансових бульбашок» в економіці та скорочення довгострокових інвестицій у виробничі засоби, що були спровоковані активізацією процесу фінансiалiзацiї, потужні інвестори почали шукати альтернативні варіанти, щоб диверсифікувати свої інвестиційні ризики для отримання додаткових прибутків. Одним із таких варіантів стали так звані ресурсозабезпечені інвестиції [454]. Ресурсозабезпечене інвестування є характерним для держав, що мають значні запаси природних ресурсів, але перебувають у статусі країн, що розвиваються, або з низьким рівнем розвитку. Зокрема, це стосується країн африканського континенту. Країни Африки дійсно потребують інвестування, що стосується, в першу чергу, налагодження інфраструктури, медицини, освіти тощо. Великі світові інвестори готові вкладати власні засоби у проекти, які б сприяли розвитку інфраструктури, медицини, освіти тощо цих країн взамін на видобування корисних природних ресурсів. Однак при цьому виникає ряд проблем:

- нестабільний політичний стан багатьох країн і ведення військових дій на їхній території (Малі, Нігер, Ангола, центральноафриканські країни);
- відсутність доступу ряду найменш розвинутих країн до міжнародного ринку капіталів, що призводить до нестачі інформації про стан їх економік для потенційних інвесторів;
- високі політичні, макроекономічні і проектні ризики, що ставлять під загрозу отримання очікуваного прибутку від інвестиційного проекту;
- закритість економічного середовища країн [454].

Проте ці та інші проблеми не стали сьогодні на заваді для притоку зовнішніх інвестицій в країни з низьким рівнем економічного розвитку. Так, зовнішні інвестиції до Африки за період з 2000–2012 рр. зросли в 5 разів –

з 10 до 50 млрд дол. [579]. Серед найбільш активних інвесторів, які готові вкладати кошти в різноманітні проекти в африканських країнах, є: Commerzbank (Німеччина), BNP Paribas (Франція), Brazilian National Development Bank (Бразилія), Korea Exim Bank (Корея), China Development Bank (Китай) та ін. Саме Китай вважається найголовнішим інвестором в африканські країни [375, с. 4–21; 470].

Китай вважається своєрідним «новачком» відносно співпраці із африканським континентом. Однією із головних причин підвищеної активності Китаю в інвестиційній діяльності по відношенню до Африки є пошук додаткових ресурсів, необхідних для розбудови та підтримки економіки країни, у зв'язку зі зростанням кількості китайського населення. Така підвищена активність Китаю в інвестиційній діяльності спричинила наростання економічної конкуренції між провідними країнами світу (США, Великобританія, Франція, Німеччина, Японія). Міжнародні фінансові інститути, в тому числі китайські, пропонують один із варіантів фінансування інфраструктури та інших галузей економік країн, що мають низький рівень розвитку, проте володіють потужною ресурсною базою – випуск товарно-забезпечених цінних паперів (тобто, запуск процесу сек'юритизації) [470; 561]. Основними проблемами у впровадженні цього процесу в дію залишаються: ціноутворення на ресурси, управління резервами країни, розміром частки сек'юритизації від загального обсягу активів, операційний ризик тощо. Міжнародна спільнота повинна сприяти нівелюванню впливу даних ризиків на розвиток цих фінансових інструментів. Необхідно вводити нові моделі фінансування розвитку таким чином, щоб зменшити залежність від трансфертів із розвинутих країн, економіка яких відчуває велике фінансове перенавантаження. Використання товарно-забезпечених цінних паперів дозволяє зменшити поточний та майбутній кредитні ризики міжнародних фінансових інститутів, що значно покращить кредитоспроможність країни отримувача завдяки економічному розвитку, що породжений інвестиціями в якісні проекти інфраструктури. Посередницька позиція міжнародних

фінансових інститутів та підтримка кредитування дозволять країнам, багатим на природні ресурси, мати доступ до ряду зовнішніх ринків [561]. Ефективний розподіл засобів, отриманих завдяки товарній сек'юритизації, може значно прискорити зростання економіки країни і, тим самим, пришвидшити її диверсифікацію. Ще одним із інструментів, який дозволив би країнам, що розвиваються, але мають великі запаси природних ресурсів, підняти рівень свого економічного розвитку, є відновлення діяльності державних інвестиційних фондів. Налагодження діяльності цих інститутів дозволяє забезпечити дохідність не лише за рахунок інвестування в іноземні активи, а також і внутрішніх інвестицій (в інфраструктуру, освіту, медицину тощо) [454]. Причиною відновлення діяльності державних інвестиційних фондів у країнах, що розвиваються, та переорієнтація їх на внутрішнє інвестування, особливо, коли в країні спостерігається великий інфраструктурний дефіцит, є внутрішній інвестиційний дохід, який перевищує дохід від інвестицій за кордон [408, с. 75–86]. Така картина притаманна наступним країнам: Сінгапур, Казахстан, Малайзія, Нігерія, Ангола, Уганда, Марокко та ін. [505].

Одним із прикладів активізації фінансової економіки є проведення фінансової лібералізації, максимальне усунення обмежень у діяльності фінансових установ, повна відкритість внутрішнього та зовнішнього фінансових ринків. Фінансова лібералізація впливає на послаблення фінансового контролю з боку держави та повинна сприяти її економічному зростанню, розвитку ринків, збільшенню притоків зовнішніх інвестицій. Зниження фінансових «порогів» для розвитку інвестиційного простору країни можна охарактеризувати наступним чином (рис. 4.3). Як бачимо з рис. 4.3, не можна чітко виділити тільки позитивні чи негативні сторони в проведенні фінансової лібералізації. Важливо враховувати рівень економічного розвитку держави, оскільки для країн із високим рівнем такого розвитку фінансова лібералізація може взагалі не принести ніяких структурних змін, а для країн, що розвиваються, значно вплинути на їх загальноекономічне становище [189; 417, с. 314–324].

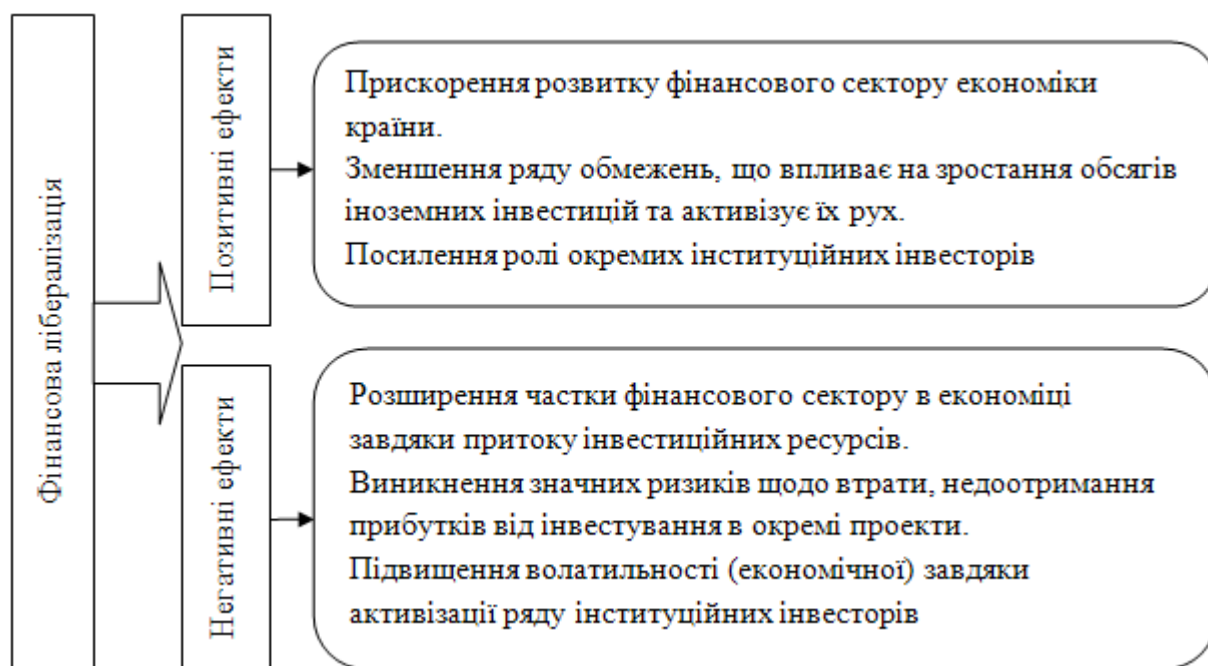


Рисунок 4.3 – Вплив фінансової лібералізації на розподіл інвестиційних ресурсів (складено на основі [189; 417])

Розглянемо окремі результати проведення фінансової лібералізації та її вплив на інвестиційний розподіл на прикладі країн, що розвиваються та які одні із перших обрали вектор своєї подальшої діяльності, спрямований на активізацію фінансової економіки: Туреччина, Мексика і Аргентина [189; 417, с. 314–324]. У 70-80-х роках ХХ ст. ці три країни перебували у надзвичайно скрутному економічному становищі. Вони були відрізані від міжнародної фінансової спільноти в той час, коли всередині країн спостерігалось скорочення виробництва та назрівання гіперінфляції. В такій ситуації урядами цих країн було прийнято рішення розпочати політику фінансової лібералізації, яка повинна була покращити існуючу картину. Із нівелюванням фінансового контролю з боку держави відбувся одразу різкий приріст зовнішніх інвестиційних ресурсів. В середньому протягом 15 років, починаючи із 90-х років, у Туреччині зовнішні припливи інвестицій зросли з 50 до 97 млрд дол., в Мексиці – з 146 до 203 млрд дол., в Аргентині – з 9 до 27 млрд дол. [579]. Крім того, відкриті перетікання капіталу мали значний негативний вплив на інвестиції в реальний сектор економіки окремої країни [442, с. 631–646].

Відбувався стійкий приплив короткострокових інвестицій, що пояснювалося наявними великими арбітражними надприбутками на фінансових ринках, які поступово зменшували потужність основного капіталу корпорацій. Динаміка різниці норми прибутку, отриманої від основних засобів та фінансових активів Аргентини, Мексики і Туреччини протягом періоду впровадження фінансової лібералізації мала такий вигляд (рис. 4.4) [417].

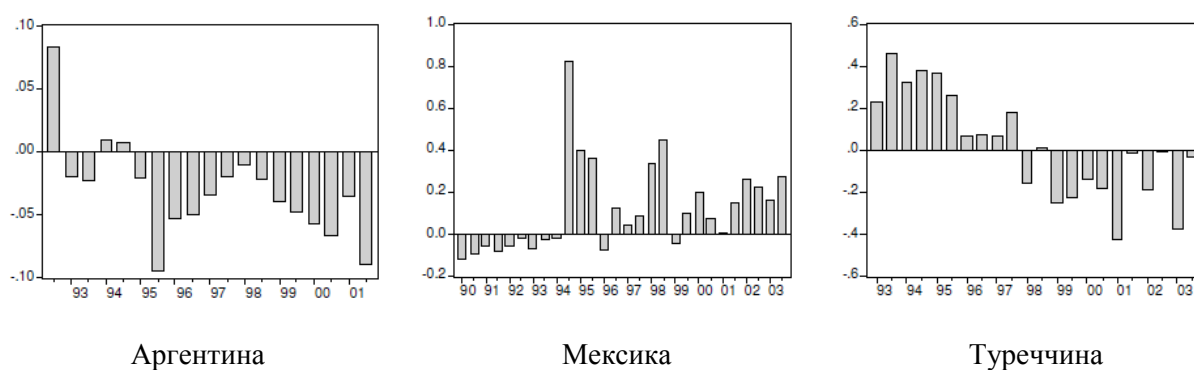


Рисунок 4.4 – Динаміка різниці норми прибутку,

отриманої від основних засобів та фінансових активів Аргентини, Мексики і Туреччини в період фінансової лібералізації їх економік [417]

Як бачимо з рис. 4.4, в Аргентині і Туреччині, за виключенням Мексики, більш прибутковими в період фінансової лібералізації були все-таки фінансові активи. Такі стрибкоподібні зміни говорять про те, що ці країни не були готові до фінансової лібералізації та переживали різкі перепади рівня розвитку секторів економік. Відбувалося надмірне залучення короткострокового капіталу, який був використаний для покриття дефіциту бюджету окремої країни та не міг залучатися в нові виробничі інвестиції, а навпаки створював додатковий тягар зобов'язань в іноземній валюті за відсутності надійних джерел їхнього погашення. Отже, можна сказати, що фінансова лібералізація не завжди несе виключно позитивні ефекти для країни, де вона проводиться, а інколи може навіть поглибити її кризове становище [189; 417, с. 314–324; 442, с. 631–646; 579].

Процеси фінансіалізації, які створюють значні структурні розбіжності в економіці, характерні також для країн групи БРІКС (BRICS – Бразилія (Brazil), Росія (Russia), Індія (India), Китай (China), Південно-Африканська Республіка (South Africa)). Причинами значного зростання попиту на фінансові ресурси у порівнянні з темпами приросту валового внутрішнього продукту є наступні [246]:

- збільшення учасників на фінансовому ринку, зокрема, домогосподарств з низькими або середніми доходами, що породжує зростання попиту на кредитні ресурси;

- зростання масштабів промислового виробництва потребує додаткових фінансових ресурсів;

- потреба в покращенні внутрішньої інфраструктури створює попит на необхідні інвестиційні ресурси [246, с. 202–205].

Виявивши зв'язки між фінансіалізацією та інвестиційними потоками, можна сформулювати окремі висновки. Це, у свою чергу, дасть змогу визначити ймовірні напрями впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів, спричинених фінансіалізацією, на інвестиційні потоки. Такі висновки полягають у наступному:

- по-перше, активний розвиток фінансової економіки сприяє деіндустріалізації. Тобто інвестиції поступово перетікають із реального сектору у фінансовий, де за рахунок швидкого обороту приносять нічим не підкріплені надприбутки;

- по-друге, з поширенням фінансіалізації економіки зростає невизначеність та волатильність її середовища. Це змушує інвесторів уникати довгострокових інвестицій в основні засоби, які в даній ситуації стають дуже ризиковими;

- по-третє, в умовах фінансіалізації нефінансові корпорації активізують операції на фінансовому ринку за рахунок власних основних засобів, які могли б бути використані для інвестування. Змінюючи структуру балансів в бік нарощування ліквідних фінансових активів та зменшення частки основних

засобів, нефінансові корпорації тим самим збільшують свій корпоративний борг і наражають себе на небезпеку втрати власної платоспроможності;

– по-четверте, в умовах фінансіалізації активізуються окремі інституційні інвестори (хеджеві, взаємні, пенсійні фонди тощо), які за рахунок вигідних арбітражних та інших спекулятивних операцій сприяють «розігріву» економіки та створенню «фінансових бульбашок». Це, у свою чергу, швидко збільшує різноманітні фінансові ризики і тим самим призводить економіку до краху;

– по-п'яте, фінансіалізація по-різному впливає на процес інвестування в країнах з відмінним рівнем економічного розвитку. Для країн з високим рівнем економічного розвитку фінансіалізація повністю зміщує акценти інвестицій із реального сектору до фінансового, що змушує інвесторів постійно маневрувати між різкими амплітудами коливання відсоткових ставок тощо. Інвестиційна діяльність більшою мірою стає пов'язаною із злиттям і поглинанням компаній, ніж з оновленням та розвитком технологій. Країни, що розвиваються, або з низьким рівнем розвитку, а особливо ті, що мають значні запаси корисних природних ресурсів, починають демонструвати економічне зростання, оскільки є привабливими для міжнародних інвестицій.

Таким чином, за результатами підрозділу було виявлено зв'язки між фінансіалізацією та інвестиційними потоками, встановлено їх неоднозначність щодо сили та напрямку. Фінансіалізація неоднаково впливає на інвестиційний розподіл в розрізі не тільки галузей економіки окремої країни, а й різних держав. Аналіз статистичних даних щодо розвитку економік США та ряду європейських країн дозволив зробити висновок, що діяльність більшості суб'єктів реального сектору переорієнтовується на фінансовий ринок. З позиції важливості підтримання оптимальних пропорцій фінансового та реального інвестування для досягнення макроекономічної рівноваги необхідним виступає дослідження структурних зрушень у спрямуванні інвестиційних потоків під впливом дисбалансів руху фінансових ресурсів, спричинених фінансіалізацією.

4.2 Удосконалення науково-методичного підходу до визначення залежності між дисбалансами руху фінансових ресурсів та інвестиційними потоками в економіці

Процес фінансіалізації, що охопив вже весь західний світ, почав поступово охоплювати і країни, що розвиваються, та країни з перехідною економікою. Наприклад, країни Латинської Америки, Африки, Центральної та Східної Азії, Східної Європи. Для кожної окремо взятої країни процес фінансіалізації проходить неоднаково. Одним із завдань сучасних вчених-економістів є виведення універсальної моделі, за допомогою якої можна було б вимірювати вплив дисбалансів руху фінансових ресурсів на ключові економічні показники країни. Оскільки інвестиційні ресурси країни також залежать від рівня розвитку фінансового сектору, багато вчених намагались дослідити диспропорції їхнього руху в існуючих умовах. Зокрема, серед відомих дослідників, які у власних наукових роботах запропонували моделі управління інвестиційними потоками в умовах фінансіалізації, були О. Охангазі [527], І. Лове [506, с.765–791], Ф. Демір [417; 418], Л. Ндікумана [521], Л. Девіс [413] та інші. Побудовані вченими моделі мають окремі обмеження для проведення ґрунтовних досліджень з їх використанням: торкаються мікрорівня або лише опосередковано макроекономічного рівня. Це актуалізує необхідність проведення додаткових досліджень з метою удосконалення науково-методичного підходу до визначення залежності між дисбалансами руху фінансових ресурсів та інвестиційними потоками в економіці. У цьому аспекті для проведення власного дослідження, перш за все, необхідно виділити ключові індикатори, які б характеризували дисбаланси руху фінансових ресурсів, спричинені фінансіалізацією, та інвестиційні потоки в економіці. Після цього треба визначитись із видом регресійної моделі. Оскільки для проведення власного дослідження було використано панельні дані, то як модель застосовувалась регресія з фіксованими ефектами (4.1):

$$Y = \alpha + \beta_1 \cdot X_{1t} + \beta_2 \cdot X_{2t} + \dots + \beta_i \cdot X_{it} + \varepsilon \quad (4.1)$$

де Y – залежна змінна;

α – вільний член у регресійній моделі;

X_{it} – незалежна змінна ($i=1, 2, \dots, n$);

t – час дослідження;

β_i – коефіцієнт i -ї незалежної змінної ($i=1, 2, \dots, n$);

n – загальна кількість незалежних змінних;

ε – помилка регресії.

Особливість регресійної моделі (4.1) полягає в тому, що кожна факторна змінна не є випадковою, тобто вона була додана до моделі тільки після детального вивчення того чи іншого явища та здійснює свій унікальний вплив на результативну змінну. Причиною використання в дослідженні саме панельних вхідних даних є їхня гнучкість, що дозволяє вивчати особливості інвестиційних потоків окремих країн у часі та дає відповідь на такі питання, на які не можуть дати відповідь звичайні просторові дані. Наприклад, за допомогою панельних даних можна одночасно аналізувати та враховувати індивідуальні відмінності між різними економічними суб'єктами. Перш ніж переходити безпосередньо до побудови регресійних моделей, буде висунуто ряд гіпотез стосовно залежності між дисбалансами руху фінансових ресурсів та інвестиційними потоками в економіці, які за результатами дослідження, отриманими у даному підрозділі буде підтверджено або спростовано:

- дисбаланси руху фінансових ресурсів в умовах фінансіалізації суттєво впливають на розподіл інвестиційних потоків між секторами економіки;
- дисбаланси руху фінансових ресурсів в умовах фінансіалізації суттєво впливають на приріст інвестиційних ресурсів в економіці;
- дисбаланси руху фінансових ресурсів в умовах фінансіалізації економіки суттєво впливають на інвестиційну активність у реальному секторі;
- дисбаланси руху фінансових ресурсів в умовах фінансіалізації економіки сприяють нарощуванню прямих іноземних інвестицій.

У додатку Д представлено алгоритм визначення залежності між дисбалансами руху фінансових ресурсів та інвестиційними потоками в економіці. Етапи цього алгоритму будуть детально описані нижче.

На першому етапі дослідження здійснено формування його інформаційної бази. Як індикатори, що характеризують дисбаланси руху фінансових ресурсів, спричинені фінансіалізацією, та контрольні змінні було обрано саме ті, які, на нашу думку, здійснюють найбільший вплив на перерозподіл інвестиційних потоків:

- відношення обсягу внутрішніх кредитів фінансового сектору до валового внутрішнього продукту (Domestic credit provided by financial sector (% of GDP)). Умовне позначення індикатора: *Dom_cred_fin* або *FC*. Даний індикатор включає кредити різних інститутів фінансового сектору (фінансові корпорації, лізингові, страхові компанії, пенсійні фонди та ін.);

- відношення обсягу доданої вартості, створеної фінансовим сектором та сектором нерухомості, до сукупної доданої вартості (Value added in financial intermediation; real estate; renting and business activity). Умовне позначення індикатора: *FIRE* або *FV*. Даний індикатор відображає частку доданої вартості, створеної фінансовим сектором та сектором нерухомості, у сукупній доданій вартості країни;

- темп приросту валового внутрішнього продукту на душу населення (GDP per capita growth (annual %)). Умовне позначення індикатора: *GDP*. Даний індикатор відображає річні темпи приросту валового внутрішнього продукту на душу населення на основі постійної валюти;

- загальні державні витрати на кінцеве споживання (General government final consumption expenditure). Умовне позначення індикатора: *Gov_fin_cons* або *Gov_*. Державні споживчі витрати включають всі поточні витрати на закупівлю товарів і послуг (у тому числі оплата праці працівників) та враховують більшість витрат на національну безпеку та оборону за виключенням державних військових витрат [253].

При визначенні залежності між дисбалансами руху фінансових ресурсів та інвестиційними потоками в економіці було обрано такі інвестиційні індикатори:

– обсяг інфраструктурних інвестицій: а) в енергетику (Investment in energy). Умовне позначення індикатора: *Energ*; б) у сферу телекомунікацій (Investment in telecoms). Умовне позначення індикатора: *Telecom*; в) в транспорт (Investment in transport). Умовне позначення індикатора: *Transp*; г) у сферу водопостачання та каналізації (Investment in water and sanitation). Умовне позначення індикатора: *Wat* [524];

– обсяг валового нагромадження капіталу (Gross capital formation). Умовне позначення індикатора: *GCF*. Даний індикатор включає валові внутрішні інвестиції в основний капітал економіки та чисті зміни рівня запасів [253];

– обсяг валового нагромадження основного капіталу (Gross fixed capital formation). Умовне позначення індикатора: *GFCF*. Даний індикатор включає валові внутрішні інвестиції в основний капітал [525];

– обсяг прямих іноземних інвестицій (Foreign direct investment) [253]. Умовне позначення індикатора: *FDI*.

На другому етапі для проведення дослідження з метою визначення залежності між дисбалансами руху фінансових ресурсів та інвестиційними потоками в економіці було узагальнено статистичну інформацію за країнами Східної Європи (до цього переліку увійшла й Україна). Масив статистичних даних було сформовано для країн Східної Європи за 1991–2012 роки (2013 рік був виключений через відсутність інформації за деякими індикаторами), для України – за 1991–2013 роки. Безпосереднє визначення залежності між індикаторами, що характеризують дисбаланси руху фінансових ресурсів, та інвестиційними показниками в країнах Східної Європи було проведено за допомогою програмного продукту STATA, де розроблено спеціальний інструментарій для обробки панельних даних. Для визначення цієї залежності в Україні використано програмне забезпечення STATISTICA.

Сформований масив статистичних даних за визначеними вище індикаторами представлено в додатку Ж (табл. Ж.1).

На третьому етапі дослідження статистичні дані за країнами було нормалізовано, оскільки одна їх частина вимірюється в абсолютних одиницях, а інша – у відносних. Нормалізація здійснювалась природним шляхом (це дозволило зробити вхідні статистичні дані придатними до подальшої обробки).

На четвертому етапі встановлено зв'язки між досліджуваними індикаторами, побудовано регресійні моделі з фіксованими ефектами, а на п'ятому – здійснено перевірку адекватності та достовірності цих моделей.

У табл. Ж.2–Ж.8 додатку Ж наведено результати визначення залежності між індикаторами дисбалансів руху фінансових ресурсів та інвестиційними показниками. Залежними змінними в побудованих регресійних моделях виступили інвестиційні показники, а незалежними – окремі індикатори, що характеризують дисбаланси руху фінансових ресурсів: відношення обсягу внутрішніх кредитів фінансового сектору до валового внутрішнього продукту; відношення обсягу доданої вартості, створеної фінансовим сектором та сектором нерухомості, до сукупної доданої вартості. Інвестиційні показники: обсяги інфраструктурних (за видами) та прямих іноземних інвестицій, валового нагромадження капіталу, валового нагромадження основного капіталу. Як контрольні змінні було використано темп приросту валового внутрішнього продукту на душу населення та загальні державні витрати на кінцеве споживання.

Відповідно до зазначеного вище було отримано регресійні моделі наступного вигляду (4.2)–(4.8).

$$\begin{aligned}
 \text{Energ} &= \alpha + \beta_1 \cdot \text{Dom_cred_fin} + \varepsilon \\
 \text{Energ} &= \alpha + \beta_1 \cdot \text{FIRE} + \varepsilon \\
 \text{Energ} &= \alpha + \beta_1 \cdot \text{Dom_cred_fin} + \beta_2 \cdot \text{GDP} + \beta_3 \cdot \text{Gov_fin_cons} + \varepsilon \\
 \text{Energ} &= \alpha + \beta_1 \cdot \text{FIRE} + \beta_2 \cdot \text{GDP} + \beta_3 \cdot \text{Gov_fin_cons} + \varepsilon
 \end{aligned}
 \tag{4.2}$$

$$\begin{aligned} Telecom &= \alpha + \beta_1 \cdot Dom_cred_fin + \varepsilon \\ Telecom &= \alpha + \beta_1 \cdot FIRE + \varepsilon \end{aligned} \quad (4.3)$$

$$\begin{aligned} Telecom &= \alpha + \beta_1 \cdot Dom_cred_fin + \beta_2 \cdot GDP + \beta_3 \cdot Gov_fin_cons + \varepsilon \\ Telecom &= \alpha + \beta_1 \cdot FIRE + \beta_2 \cdot GDP + \beta_3 \cdot Gov_fin_cons + \varepsilon \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} Transp &= \alpha + \beta_1 \cdot Dom_cred_fin + \varepsilon \\ Transp &= \alpha + \beta_1 \cdot FIRE + \varepsilon \\ Transp &= \alpha + \beta_1 \cdot Dom_cred_fin + \beta_2 \cdot GDP + \beta_3 \cdot Gov_fin_cons + \varepsilon \\ Transp &= \alpha + \beta_1 \cdot FIRE + \beta_2 \cdot GDP + \beta_3 \cdot Gov_fin_cons + \varepsilon \end{aligned} \quad (4.4)$$

$$\begin{aligned} Wat &= \alpha + \beta_1 \cdot Dom_cred_fin + \varepsilon \\ Wat &= \alpha + \beta_1 \cdot FIRE + \varepsilon \\ Wat &= \alpha + \beta_1 \cdot Dom_cred_fin + \beta_2 \cdot GDP + \beta_3 \cdot Gov_fin_cons + \varepsilon \\ Wat &= \alpha + \beta_1 \cdot FIRE + \beta_2 \cdot GDP + \beta_3 \cdot Gov_fin_cons + \varepsilon \end{aligned} \quad (4.5)$$

$$\begin{aligned} GCF &= \alpha + \beta_1 \cdot Dom_cred_fin + \varepsilon \\ GCF &= \alpha + \beta_1 \cdot FIRE + \varepsilon \\ GCF &= \alpha + \beta_1 \cdot Dom_cred_fin + \beta_2 \cdot GDP + \beta_3 \cdot Gov_fin_cons + \varepsilon \\ GCF &= \alpha + \beta_1 \cdot FIRE + \beta_2 \cdot GDP + \beta_3 \cdot Gov_fin_cons + \varepsilon \end{aligned} \quad (4.6)$$

$$\begin{aligned} GFCF &= \alpha + \beta_1 \cdot Dom_cred_fin + \varepsilon \\ GFCF &= \alpha + \beta_1 \cdot FIRE + \varepsilon \\ GFCF &= \alpha + \beta_1 \cdot Dom_cred_fin + \beta_2 \cdot GDP + \beta_3 \cdot Gov_fin_cons + \varepsilon \\ GFCF &= \alpha + \beta_1 \cdot FIRE + \beta_2 \cdot GDP + \beta_3 \cdot Gov_fin_cons + \varepsilon \end{aligned} \quad (4.7)$$

$$\begin{aligned} FDI &= \alpha + \beta_1 \cdot Dom_cred_fin + \varepsilon \\ FDI &= \alpha + \beta_1 \cdot FIRE + \varepsilon \\ FDI &= \alpha + \beta_1 \cdot Dom_cred_fin + \beta_2 \cdot GDP + \beta_3 \cdot Gov_fin_cons + \varepsilon \\ FDI &= \alpha + \beta_1 \cdot FIRE + \beta_2 \cdot GDP + \beta_3 \cdot Gov_fin_cons + \varepsilon \end{aligned} \quad (4.8)$$

Провівши почерговий аналіз вхідної інформації з використанням однієї із вбудованих функцій в програмний продукт STATA – *xtreg* або *areg*, які призначені для обробки лонгітюдних даних було отримано коефіцієнти регресійних моделей (4.2)–(4.8). Для проведення дослідження було обрано саме дане програмне забезпечення тому, що воно дозволяє комплексно обробляти лонгітюдні дані. Функція *areg* програмного продукту STATA дозволила не тільки знайти коефіцієнти регресійних моделей (4.2)–(4.8), але й оцінити вплив

кожного індикатора дисбалансів руху фінансових ресурсів на інвестиційну динаміку в країнах.

Результати, отримані внаслідок використання функції *areg* програмного продукту STATA, представлені в додатку Ж. Підставивши одержані значення коефіцієнтів β в рівняння (4.2)–(4.8) (табл. Ж.2–Ж.8 додатка Ж) було отримано наступні регресійні моделі (4.9)–(4.15).

$$\begin{aligned} \text{Energ} &= 0,039 + 0,137 \cdot \text{Dom}_{cred_fin} \\ \text{Energ} &= 0,005 + 0,26 \cdot \text{FIRE} \end{aligned} \quad (4.9)$$

$$\begin{aligned} \text{Energ} &= -0,092 + 0,174 \cdot \text{Dom}_{cred_fin} + 0,198 \cdot \text{GDP} + 0,004 \cdot \text{Gov}_{fin_cons} \\ \text{Energ} &= -0,811 + 0,225 \cdot \text{FIRE} + 0,13 \cdot \text{GDP} + 0,033 \cdot \text{Gov}_{fin_cons} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Telecom} &= 0,153 - 0,05 \cdot \text{Dom}_{cred_fin} \\ \text{Telecom} &= 0,009 + 0,506 \cdot \text{FIRE} \end{aligned} \quad (4.10)$$

$$\begin{aligned} \text{Telecom} &= 0,002 - 0,025 \cdot \text{Dom}_{cred_fin} + 0,244 \cdot \text{GDP} - 0,015 \cdot \text{Gov}_{fin_cons} \\ \text{Telecom} &= -0,086 + 0,45 \cdot \text{FIRE} + 0,189 \cdot \text{GDP} - 0,069 \cdot \text{Gov}_{fin_cons} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Transp} &= 0,02 + 0,02 \cdot \text{Dom}_{cred_fin} \\ \text{Transp} &= 0,009 + 0,058 \cdot \text{FIRE} \end{aligned} \quad (4.11)$$

$$\begin{aligned} \text{Transp} &= -0,062 + 0,027 \cdot \text{Dom}_{cred_fin} + 0,074 \cdot \text{GDP} + 0,069 \cdot \text{Gov}_{fin_cons} \\ \text{Transp} &= -0,062 + 0,047 \cdot \text{FIRE} + 0,062 \cdot \text{GDP} + 0,074 \cdot \text{Gov}_{fin_cons} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Wat} &= 0,024 - 0,027 \cdot \text{Dom}_{cred_fin} \\ \text{Wat} &= 0,011 + 0,023 \cdot \text{FIRE} \end{aligned} \quad (4.12)$$

$$\begin{aligned} \text{Wat} &= -0,044 - 0,017 \cdot \text{Dom}_{cred_fin} + 0,079 \cdot \text{GDP} + 0,033 \cdot \text{Gov}_{fin_cons} \\ \text{Wat} &= -0,05 + 0,001 \cdot \text{FIRE} + 0,083 \cdot \text{GDP} + 0,031 \cdot \text{Gov}_{fin_cons} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{GCF} &= 0,038 + 0,09 \cdot \text{Dom}_{cred_fin} \\ \text{GCF} &= 0,046 + 0,057 \cdot \text{FIRE} \end{aligned} \quad (4.13)$$

$$\begin{aligned} \text{GCF} &= -0,007 + 0,104 \cdot \text{Dom}_{cred_fin} + 0,07 \cdot \text{GDP} - 0,0002 \cdot \text{Gov}_{fin_cons} \\ \text{GCF} &= 0,02 + 0,046 \cdot \text{FIRE} + 0,041 \cdot \text{GDP} + 0,015 \cdot \text{Gov}_{fin_cons} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{GFCF} &= 0,038 + 0,099 \cdot \text{Dom}_{cred_fin} \\ \text{GFCF} &= 0,043 + 0,072 \cdot \text{FIRE} \end{aligned} \quad (4.14)$$

$$\begin{aligned} \text{GFCF} &= -0,017 + 0,114 \cdot \text{Dom}_{cred_fin} + 0,08 \cdot \text{GDP} + 0,005 \cdot \text{Gov}_{fin_cons} \\ \text{GFCF} &= 0,007 + 0,06 \cdot \text{FIRE} + 0,05 \cdot \text{GDP} + 0,023 \cdot \text{Gov}_{fin_cons} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{FDI} &= 0,03 + 0,065 \cdot \text{Dom}_{cred_fin} \\ \text{FDI} &= 0,017 + 0,114 \cdot \text{FIRE} \end{aligned} \quad (4.15)$$

$$\begin{aligned} \text{FDI} &= -0,063 + 0,092 \cdot \text{Dom}_{cred_fin} + 0,145 \cdot \text{GDP} - 0,0006 \cdot \text{Gov}_{fin_cons} \\ \text{FDI} &= -0,05 + 0,081 \cdot \text{FIRE} + 0,114 \cdot \text{GDP} - 0,138 \cdot \text{Gov}_{fin_cons} \end{aligned}$$

Під час аналізу отриманих результатів необхідно обов'язково враховувати значення основних параметричних критеріїв, за допомогою яких можна оцінити адекватність та достовірність регресійної моделі. Побудовані регресійні моделі оцінювались за такими критеріями: коефіцієнт детермінації (R^2), критерії Фішера і Стюдента. Коефіцієнт детермінації R^2 показує, яка частка варіації результативного показника пов'язана із варіацією факторних параметрів. Відповідь про значущість отриманих результатів можуть дати критерії Фішера (F -критерій) і Стюдента (t -критерій). Фактичне значення F -критерію порівнюється із його табличним при заданих ступенях свободи та рівні значущості. Якщо виконується умова, при якій $F_{розра.} > F_{табл.}$, то значущість зв'язку між залежною та факторними змінними підтверджується, якщо ж навпаки – відкидається. У випадку із критерієм Стюдента розраховане значення t -критерію порівнюється із табличним значенням $t_{табл.}$, яке обирається із відповідних статистичних таблиць при певному рівні значущості і ступенях свободи. Якщо $t_{табл.} < t_{розра.}$, то можна говорити про значущість коефіцієнтів регресійної моделі.

На шостому етапі дослідження було інтерпретовано отримані його результати. Отже, визначальний позитивний вплив на обсяг інвестицій у всі досліджувані інфраструктурні проекти (табл. Ж.2–Ж.5 додатка Ж) здійснюють показник *FIRE* та річний темп приросту валового внутрішнього продукту на душу населення. Так, індикатор *Energ* збільшиться у 0,26 разів при підвищенні на одиницю значення показника *FIRE* (коефіцієнт детермінації R^2 при цьому складає 0,496, що говорить про помірний за інтенсивністю зв'язок між залежною та незалежною змінними). Значення показника F -тесту дорівнює 0,033, який є меншим ніж 0,05 та означає, що всі коефіцієнти в моделі є відмінними від нуля. Це також підтверджує і t -тест, який в даній ситуації повинен перевищувати значення 1,96 (при рівні довіри 0,95). Значення t -тест дорівнює 1,98. У рівнянні, де до показника *FIRE* додаються ще контрольні змінні, видно, що *GDP* також має значний вплив на значення *Energ* – 0,13 (t -тест = 2,44). Коефіцієнт детермінації залишився на тому ж помірному рівні

0,3979 (табл. Ж.2 додатка Ж). Така ж тенденція збереглась і для інших індикаторів (*Telecom*, *Transp*, *Wat*). Так, зміна показника *FIRE* на одиницю збільшить індикатор *Telecom* в 0,506 разів ($R^2 = 0,53$), що говорить про помірний за інтенсивністю зв'язок між залежною та незалежною змінними (F -тест = 0,0008; t -тест = 3,41). На індикатор *Telecom* також впливає показник *GDP* (табл. Ж.3 додатка Ж). Зміна на одиницю показника *FIRE* тягне за собою збільшення індикатора *Transp* в 0,058 разів ($R^2 = 0,558$; F -тест = 0,0066; t -тест = 2,70). Зростання показника *GDP* аналогічним до попередніх рівнянь чином також позитивно впливає на змінну *Transp* та спричиняє її зростання у 0,062 разів (табл. Ж.4 додатка Ж). Зміна на одиницю показника *FIRE* веде до збільшення індикатора *Wat* у 0,023 разів ($R^2 = 0,49$; F -тест = 0,0498; t -тест = 2,32). У четвертій групі рівнянь (4.12), що описують залежність між показниками *Wat*, *FIRE* та контрольними змінними, коефіцієнт при індикаторі *GDP* також має позитивне значення для залежної змінної – 0,083 (табл. Ж.5 додатка Ж). Оцінивши вплив індикаторів дисбалансів руху фінансових ресурсів та контрольних змінних на показник *GCF* (4.13), можна зробити висновок, що визначальний вплив на нього здійснює *Dom_cred_fin*. В табл. Ж.6 додатка Ж зміна на одиницю індикатора *Dom_cred_fin* провокує збільшення *GCF* у 0,09 разів, причому значення коефіцієнта детермінації $R^2 = 0,56$ говорить про помірний за інтенсивністю зв'язок між залежною та незалежною змінними (F -тест = 0,0285; t -тест = 2,20). Також вплив індикатора *Dom_cred_fin* підсилюється за рахунок контрольної змінної *GDP* (табл. Ж.6 додатка Ж). Вони спричиняють збільшення *GCF* у 0,1 і 0,07 разів ($R^2 = 0,56$; F -тест = 0,0759; t -тест = 2,45 для *Dom_cred_fin*). Вплив індикатора *FIRE* є меншим – 0,057 та є незначущим (F -тест = 0,4386; t -тест = 0,78), хоча $R^2 = 0,56$. Оцінка залежності між індикаторами дисбалансів руху фінансових ресурсів та показником *GFCF* показала схожі результати (табл. Ж.7 додатка Ж). Вплив індикатора *Dom_cred_fin* виявився сильнішим, ніж вплив *FIRE*. Збільшення на одиницю *Dom_cred_fin* призведе до збільшення показника *GFCF* у 0,099 разів ($R^2 = 0,55$), а *FIRE* – у 0,072 рази ($R^2 = 0,54$). Якщо порівняти із попередніми результатами,

то індикатор *FIRE* має більший вплив на показник *GFCF*, ніж на *GCF*. Підтвердження адекватності та достовірності побудованих регресійних моделей свідчить про значущість отриманих результатів. Під час аналізу залежності між індикаторами дисбалансів руху фінансових ресурсів та *FDI* було виявлено, що між ними існує тісний зв'язок (при чому більш тісний зв'язок з індикатором *FIRE*). В результативній таблиці (табл. Ж.8 додатка Ж) видно, що зростання на одиницю індикатора *FIRE* веде за собою збільшення показника *FDI* у 0,114 разів, а *Dom_cred_fin* – у 0,065 рази. Коефіцієнт детермінації при цьому демонструє помірний за інтенсивністю зв'язок між залежною та незалежною змінними для обох випадків. Крім того, отримані коефіцієнти як для *Dom_cred_fin*, так і для *FIRE* є значущими. Також слід відмітити, що паралельно із *FIRE* на показник *FDI* здійснюють вагомий значущий вплив і контрольні змінні *GDP* та *Gov_fin_cons*, причому остання має негативний вплив на *FDI*. Зі збільшенням *Gov_fin_cons* на одиницю індикатор *FDI* зменшиться у 0,138 разів (F -тест = 0,0059; t -тест = 2,24). Загалом підтверджено значущість впливу обраних незалежних змінних на залежну в побудованих регресійних моделях.

На основі проведеного вище дослідження залежності між індикаторами дисбалансів руху фінансових ресурсів та інвестиційними потоками в країнах Східної Європи можна зробити певні висновки відносно попередньо висунутих гіпотез:

– оскільки до розгляду було взято країни Східної Європи, які, у своїй більшості, належать до країн із перехідною економікою та мають недостатньо високий рівень економічного розвитку, то про суттєвий вплив дисбалансів руху фінансових ресурсів на економічні процеси, в тому числі і розподіл інвестиційних потоків, мова не йде. Це підтверджується відносно низькими значеннями отриманих в регресійних моделях коефіцієнтів β . Тому першу з висунутих вище гіпотез можна спростувати;

– країни Східної Європи під впливом дисбалансів руху фінансових ресурсів в умовах фінансіалізації показують зростання інвестицій в основні

засоби. Це збільшення відбувається більшою мірою за рахунок внутрішніх ресурсів компаній, а паралельно з цим їх корпоративний борг зростає, що послаблює позиції реального сектора економіки. Отже, друга та третя з висунутих вище гіпотез повинні бути також спростовані;

– накопичення дисбалансів руху фінансових ресурсів в умовах фінансіалізації сприяє її фінансовій відкритості, що, у свою чергу, дозволяє нарощувати притік іноземних інвестицій (Україна, Азербайджан, Білорусія, Росія) зокрема у промисловість та фінансовий сектор, але поряд із цим відбувається і зворотний процес – відтік іноземних інвестицій, що спричинено зростанням ступеня невизначеності та економічних ризиків в країнах Східної Європи. Тобто одна із висунутих вище гіпотез підтверджується.

Виходячи з представленого у додатку Д алгоритму, було також досліджено залежності між дисбалансами руху фінансових ресурсів та інвестиційними потоками в економіці України. Для цього використовувались такі незалежні (у тому числі контрольні) змінні:

– відношення обсягу внутрішніх кредитів фінансового сектору до валового внутрішнього продукту (Domestic credit provided by financial sector (% of GDP)). Умовне позначення індикатора: *Dom_cred_fin* або *FC*;

– відношення обсягу доданої вартості, створеної фінансовим сектором та сектором нерухомості, до сукупної доданої вартості (Value added in financial intermediation; real estate; renting and business activity). Умовне позначення індикатора: *FIRE* або *FV*;

– відношення обсягу активів фінансового сектору до валового внутрішнього продукту. Умовне позначення індикатора: *Fin_asset*;

– темп приросту валового внутрішнього продукту на душу населення (GDP per capita growth (annual %)). Умовне позначення індикатора: *GDP*;

– загальні державні витрати на кінцеве споживання (General government final consumption expenditure). Умовне позначення індикатора: *Gov_fin_cons* або *Gov_*.

– відкритість економіки (відношення суми експорту та імпорту до валового внутрішнього продукту) [253]. Умовне позначення індикатора: *Open*.

Інвестиційними індикаторами у контексті дослідження виключно для економіки України було обрано наступні:

– обсяг інфраструктурних інвестицій у сферу телекомунікацій (Investment in telecoms) [524]. Умовне позначення індикатора: *Telecom*;

– обсяг валового нагромадження основного капіталу (Gross fixed capital formation). Умовне позначення індикатора: *GFCF* [253; 525];

– обсяг прямих іноземних інвестицій (Foreign direct investment). Умовне позначення індикатора: *FDI* [248; 253].

– обсяг чистих портфельних інвестицій (Portfolio equity, net inflows). Умовне позначення індикатора: *PI*. Даний індикатор включає в себе чистий притік від цінних паперів, крім тих, які є прямими інвестиціями (портфельний капітал) [253; 525].

Як можна бачити, для проведення дослідження обрано не всі інфраструктурні інвестиції, а тільки телекомунікаційні (*Telecom*). Таке рішення було прийнято з метою оптимізації розрахунків. Виходячи із попередніх результатів, індикатори дисбалансів руху фінансових ресурсів в умовах фінансіалізації аналогічним чином впливають на всі інфраструктурні інвестиції. Тому було використано тільки дані за індикатором *Telecom*. Як контрольні змінні обрано *Gov_fin_cons* та *Open*. Перед обробкою статистичних даних в програмному продукті STATISTICA здійснювалась їх нормалізація.

Визначення залежностей між дисбалансами руху фінансових ресурсів та інвестиційними потоками в економіці України проводилось за допомогою множинної регресії. Поряд з цим було проведено кореляційний аналіз з метою встановлення інтенсивності зв'язків між змінними. Розрахувавши коефіцієнти кореляції (табл. 4.3), виявлено, що такі індикатори дисбалансів руху фінансових ресурсів, як *Dom_cred_fin*, *FIRE*, *Fin_asset* та *Gov_fin_cons* мають значущий помірний за інтенсивністю зв'язок із усіма інвестиційними показниками крім *Telecom*, на відміну від *GDP* та *Open*. Тому було прийнято рішення виключити

із дослідження ці три показники: *Telecom*, *GDP*, *Open*, оскільки вони є незначущими для моделі. Остаточний масив вхідних даних до нормалізації представлено в табл. 3.1 додатка 3.

Таблиця 4.3 – Коефіцієнти кореляції між індикаторами дисбалансів руху фінансових ресурсів та інвестиційними показниками

Параметри	<i>Dom_cred_fin</i>	<i>GDP</i>	<i>FIRE</i>	<i>Gov_fin_cons</i>	<i>Open</i>	<i>Fin_asset</i>
<i>Telecom</i>	0,10	0,21	0,40	0,13	0,33	0,42
<i>GFCF</i>	0,78	0,15	0,65	-0,42	0,07	0,43
<i>FDI</i>	0,63	0,36	0,80	-0,28	0,36	0,67
<i>PI</i>	-0,50	0,13	-0,40	0,77	0,09	-0,08

Отже, регресійні моделі мають наступний вигляд (4.16)–(4.18):

$$GFCF = \alpha + \beta_1 \cdot Dom_cred_fin + \beta_2 \cdot FIRE + \beta_3 \cdot Fin_asset + \beta_4 \cdot Gov_fin_cons + \varepsilon \quad (4.16)$$

$$FDI = \alpha + \beta_1 \cdot Dom_cred_fin + \beta_2 \cdot FIRE + \beta_3 \cdot Fin_asset + \beta_4 \cdot Gov_fin_cons + \varepsilon \quad (4.17)$$

$$PI = \alpha + \beta_1 \cdot Dom_cred_fin + \beta_2 \cdot FIRE + \beta_3 \cdot Fin_asset + \beta_4 \cdot Gov_fin_cons + \varepsilon \quad (4.18)$$

Результати оцінки коефіцієнтів множинної регресійної моделі наведено в табл. 3.2–3.5 додатка 3. Підставивши знайдені коефіцієнти у (4.16)–(4.18) замість β було отримано моделі (4.19)–(4.21).

$$GFCF = 0,036 + 0,514 \cdot Dom_cred_fin + 0,551 \cdot FIRE - 0,21 \cdot Fin_asset - 0,08 \cdot Gov_fin_cons \quad (4.19)$$

$$FDI = -0,161 + 0,304 \cdot Dom_cred_fin + 0,532 \cdot FIRE + 0,11 \cdot Fin_asset - 0,051 \cdot Gov_fin_cons \quad (4.20)$$

$$PI = -0,119 + 0,456 \cdot Dom_cred_fin - 0,067 \cdot FIRE + 0,467 \cdot Fin_asset + 0,187 \cdot Gov_fin_cons \quad (4.21)$$

Визначальний позитивний вплив на *GFCF* здійснюють індикатори дисбалансів руху фінансових ресурсів: *Dom_cred_fin* та *FIRE* (табл. 3.2 додатка 3). Зі збільшенням на одиницю цих індикаторів показник *GFCF* зростає відповідно у 0,514 та 0,551 разів, до того ж вплив індикатора *Dom_cred_fin* є значущим. Вплив двох інших індикаторів є негативним та менш суттєвим. Коефіцієнт детермінації $R^2 = 0,7$ демонструє помірний за інтенсивністю зв'язок між залежною та незалежними змінними, а розраховане значення критерію

Фішера, яке складає 10,001, і є більшим за його табличне значення 2,965, підтверджує значущість даного зв'язку. За результатами визначення залежності між індикаторами дисбалансів руху фінансових ресурсів в умовах фінансіалізації та *FDI* (табл. 3.3 додатка 3) було виявлено, що найбільший позитивний вплив на них здійснює показник відношення обсягу доданої вартості, створеної фінансовим сектором та сектором нерухомості, до сукупної доданої вартості. Зі збільшенням останнього показника на одиницю прями іноземні інвестиції зростають в 0,532 рази. На другому місці за мірою впливу знаходиться показник відношення обсягу внутрішніх кредитів фінансового сектору до валового внутрішнього продукту. Його зростання спричиняє збільшення показника *FDI* у 0,3 рази. У порівнянні із цими індикаторами дисбалансів руху фінансових ресурсів в умовах фінансіалізації *Fin_asset* вносить незначну частку у збільшення *FDI*, а збільшення *Gov_fin_cons* взагалі сприяє зменшенню *FDI*. Однак жоден із отриманих коефіцієнтів є незначущим, що може означати присутність фактора випадковості в отриманому результаті. Коефіцієнт детермінації $R^2 = 0,71$ у даному випадку знову свідчить про помірний за інтенсивністю зв'язок між залежною та незалежними змінними. Розраховане значення критерію Фішера, яке складає 10,194, є також більшим за його табличне значення 2,965, що підтверджує значущість даного зв'язку. Проводячи дослідження залежності між індикаторами дисбалансів руху фінансових ресурсів в умовах фінансіалізації та показником *PI* було встановлено наступний результат (табл. 3.4 додатка 3). Найбільший вплив на значення показника *PI* здійснюють показники відношення обсягу внутрішніх кредитів фінансового сектору до валового внутрішнього продукту (*Dom_cred_fin*) та відношення обсягу активів фінансового сектору до валового внутрішнього продукту (*Fin_asset*). Зі збільшенням на одиницю цих індикаторів показник *PI* зростає відповідно у 0,456 і 0,467 разів. Вплив двох інших змінних є несуттєвим. Коефіцієнт детермінації $R^2 = 0,705$ демонструє помірний за інтенсивністю зв'язок між залежною та незалежними змінними. Розраховане значення критерію Фішера, яке складає 3,318, є більшим за його табличне

значення 2,965, що підтверджує значущість даного зв'язку. Одним із важливих моментів в даному дослідженні є виявлення значного оберненого впливу індикатора *FIRE* за умови, якщо як незалежні змінні беруть участь *FIRE* та *Gov_fin_cons* (табл. 3.5 додатка 3). За таких умов зі збільшенням на одиницю індикатора *FIRE* показник *PI* зменшується в 0,583 рази. Таку ситуацію можна пояснити тим, що вплив індикатора *FIRE* значно послаблюється з урахуванням *Dom_cred_fin* та *Fin_asset*. Тобто не завжди індикатори дисбалансів руху фінансових ресурсів в умовах фінансіалізації підсилюють дію один одного одночасно.

Зростання обсягу валового нагромадження основного капіталу (*GFCF*) під час збільшення показників *Dom_cred_fin* та *FIRE* говорить про те, що в Україні, на відміну від інших країн, дисбаланси руху фінансових ресурсів в умовах фінансіалізації нібито сприяють розвитку реального сектору економіки. Якщо зупинитись на джерелах, які забезпечують приріст інвестицій в основний капітал в економіці України, то стане зрозуміло, що він більшою мірою за останні роки відбувається за рахунок власних коштів компаній. Понад 50 % всіх інвестицій в основний капітал формуються саме із цього джерела. Це підтверджує те, що реальний сектор стає менш привабливим для інвестора в умовах активізації процесів фінансіалізації [248]. За наявними статистичними даними на сьогодні в Україні відбувається реальне скорочення прямих іноземних інвестицій (*FDI*). Таке скорочення супроводжується поступовим зменшенням показника відношення обсягу доданої вартості, створеної фінансовим сектором та сектором нерухомості, до сукупної доданої вартості (*FIRE*). Поряд з цим слід відмітити, що на кінець 2013 р. помітне скорочення прямих іноземних інвестицій (майже удвічі) [248; 253], пов'язане не тільки зі зміною індикаторів дисбалансів руху фінансових ресурсів в умовах фінансіалізації, а також із нестабільною політичною ситуацією в цей період в Україні. Незначне зменшення показника *FIRE* пов'язане виключно із коротким терміном, протягом якого відбулися значні суспільно-політичні зміни в країні. Оскільки портфельні інвестиції виступають суто фінансовими активами, то

підвищення індикаторів дисбалансів руху фінансових ресурсів *Dom_cred_fin* та *Fin_asset*, що спостерігається в Україні протягом останніх років, сприяє зростанню показника *PI* [248; 309; 340; 525]. Тобто отримані результати проведеного дослідження залежності між ключовими індикаторами дисбалансів руху фінансових ресурсів в умовах фінансіалізації та інвестиційними потоками в економіці України підтверджуються реально існуючими тенденціями в країні протягом останніх років. Особливо яскравим періодом прояву дисбалансів руху фінансових ресурсів в умовах фінансіалізації економіки України видалися останні десять років.

Отримані вище залежності між дисбалансами руху фінансових ресурсів та інвестиційними потоками в економіці дали змогу обґрунтувати вплив таких дисбалансів на обсяги інфраструктурних і прямих іноземних інвестицій, динаміку нагромадження капіталу та сформулювати окремі висновки.

На основі проведеного дослідження можна зробити наступні висновки:

- процеси фінансіалізації в країнах Східної Європи, включаючи Україну, набувають свого розвитку, але є не такими значними як, наприклад, в США чи окремих країнах Західної Європи;

- зростання індикаторів дисбалансів руху фінансових ресурсів (відношення обсягу внутрішніх кредитів фінансового сектору до валового внутрішнього продукту; відношення обсягу доданої вартості, створеної фінансовим сектором та сектором нерухомості, до сукупної доданої вартості; відношення обсягу активів фінансового сектору до валового внутрішнього продукту) в умовах фінансіалізації спричиняє незначне збільшення інфраструктурних інвестицій, але в той же час ослаблює реальний сектор економіки;

- високий ступень ризиків на фінансових ринках країн Східної Європи, включаючи Україну, у зв'язку із неготовністю економік цих країн до активних процесів фінансової лібералізації, спричиняє в останні роки до збільшення відтоку прямих іноземних інвестицій із деяких галузей;

– загалом накопичення дисбалансів руху фінансових ресурсів в умовах фінансіалізації в країнах Східної Європи, в тому числі і Україні, не відбулося ще повною мірою, як, наприклад в США чи окремих країнах Західної Європи. Причиною цього можна вважати закритість економік багатьох досліджуваних країн, що створює перешкоди для випередження фінансового сектору окремої країни над реальним.

Таким чином, за результатами підрозділу було удосконалено науково-методичний підхід до визначення залежності між дисбалансами руху фінансових ресурсів та інвестиційними потоками в економіці, який базується на застосуванні регресійних моделей з фіксованими ефектами та використанні лонгітюдних даних ряду країн Східної Європи, в тому числі України. Визначено, що: 1) найбільший позитивний вплив на обсяги інфраструктурних інвестицій має динаміка доданої вартості, створеної фінансовим сектором та сектором нерухомості, і темп приросту валового внутрішнього продукту на душу населення; 2) процеси валового нагромадження капіталу в досліджуваних країнах визначаються активністю внутрішнього кредитування; 3) дисбаланси руху фінансових ресурсів в умовах фінансіалізації економіки сприяють нарощуванню прямих іноземних інвестицій в країну. Підтверджено гіпотезу щодо тісного зв'язку між дисбалансами руху фінансових ресурсів та обсягами прямих іноземних інвестицій. Спростовано гіпотезу щодо суттєвого впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів в умовах фінансіалізації економіки на інвестиційну активність у реальному секторі, в тому числі інфраструктурні інвестиції. Загалом обґрунтовано вплив дисбалансів руху фінансових ресурсів, спричинених фінансіалізацією, на обсяги інфраструктурних та прямих іноземних інвестицій, динаміку нагромадження капіталу. Встановлено, що виникнення дисбалансів руху фінансових ресурсів внаслідок фінансіалізації не сприяє розвитку інвестиційної активності в країні, а лише посилює фінансові диспропорції шляхом спрямування прямих іноземних інвестицій у фінансовий сектор.

4.3 Детермінанти посилення впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на функціонування товарно-сировинних ринків

Ідентифікація залежностей між дисбалансами руху фінансових ресурсів в умовах фінансіалізації та ціновими показниками товарно-сировинних ринків потребує, передусім, вивчення відповідного теоретико-методологічного підґрунтя. У контексті цього надалі розглянемо загальні особливості фінансіалізації товарно-сировинних ринків, здійснимо групування детермінант посилення впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на функціонування цих ринків. Під товарно-сировинними ринками розуміємо усю розгалужену сукупність ринків продовольчих, енергетичних товарів тощо, де відбуваються їх купівля-продаж. В умовах домінування англосаксонської моделі фінансування економіки, поширення фінансових інновацій (технологій сек'юритизації, деривативів), розкручування вбудованої інфляційної спіралі, глобалізації фінансово-економічних зв'язків, дерегулювання фінансових ринків, фінансовий та реальний сектори економіки із взаємодоповнюючих перетворюються на антагоністичні, з превалюванням фінансового сектору. На кожен долар, що обертається в реальному секторі світової економіки, припадає до 50 доларів у фінансовому [198, с. 16].

Значна за обсягом грошова маса, що не має підґрунтя з потоків товарів, ресурсів та реальних активів, у поєднанні з невисокими ставками на позичковий капітал та розвитком ринків деривативів знаходить своє відображення у фінансовому секторі [363, с. 3].

Тривалий час кризові явища в реальному секторі були зумовлені перевиробництвом товарів та нестачею платоспроможного попиту, позаяк кризи, що виникали наприкінці ХХ – початку ХХІ ст., пов'язані з «перевиробництвом» фінансових активів, мають більшу частоту та глибину наслідків для економіки окремої країни. Прояви відриву фінансового сектора економіки від її реального сектора та фінансіалізації товарно-сировинних

ринків є взаємодоповнюючими тенденціями розвитку світового господарства сьогодні та потребують уваги з боку науковців. Питання відриву фінансового сектору економіки від її реального сектору та ролі деривативів і фінансіалізації у цьому процесі набули широкого висвітлення у працях вітчизняних та зарубіжних вчених. Мейнстримом у дослідженні вказаних питань є зміщення акцентів з традиційних ролі та функцій товарно-сировинних ринків до їх розгляду як сегментів фінансового ринку; з фундаментальних чинників попиту і пропозиції на традиційні сировинні, продовольчі товари до фінансових факторів, зокрема надлишкової ліквідності на ринку деривативів на базові товари, спекулятивних операцій, вбудованої інфляційної спіралі, курсових коливань. Включення до портфелів деривативів інновацій фінансового інжинірингу з метою збалансування тріади «ризик-дохідність-диверсифікація» призводить до «втечі» капіталу з реальних інвестиційних проектів на фінансові ринки.

Напрацювання вчених у межах окреслених вище питань слід поділити на два напрями:

– процес фінансіалізації як квінтесенція відриву фінансового сектору економіки від її реального сектору (І. Богушов [30], Е. Галімова [58; 59], Н. Дудко [92], Ю. Дяченко [94], Дж. Кейнс [118], І. Левіна [185], З. Луцишин [198], Х. Мінські [571], С. Міщенко [221; 235], С. Науменкова [235], Л. Менкоф [515], А. Пархоменко [255], Дж. Стігліц [563] та ін.);

– роль ринку деривативів у процесі фінансіалізації (І. Дарушин [77], М. Кисельов [120], Є. Петренко [256], О. Седунов [296], О. Сохацька [308; 310; 311], П. Суворов [316], О. Фельдман [335] та ін.).

За першим напрямом досліджень вчених слід навести систематизацію їх поглядів щодо взаємодії фінансового та реального секторів економіки.

На думку Н. Дудко, саме відрив фінансового сектора світової економіки від її реального сектора та випереджаючий розвиток операцій спекулятивної спрямованості поряд з відсутністю ефективних механізмів регулювання фінансових ринків є однією з передумов фінансових криз [92, с. 7–12].

Надаючи характеристику деформації ролі фінансового сектора, Ю. Дяченко вказує на такі її прояви, як фетишизація та спекулятивність фінансових операцій, їх мультиплікація в умовах фінансової лібералізації, відокремлення руху фінансових ресурсів від відтворення реального сектора, зниження довіри до фінансового посередництва та виникненні фінансової паніки [94, с. 5].

Передумовами відриву досліджуваних секторів економіки вчені пропонують вважати: 1) випередження фінансового сектора порівняно з реальним; 2) відхилення фінансового сектору від виконання ним природних функцій у взаємодії з реальним [185, с. 84–102; 515]. Так, відриваючись від реального сектору, що традиційно вважається його базисом, фінансовий сектор втрачає довіру окремих компаній, що виробляють товари і надають послуги та припиняє виконувати алокативну функцію [563, с. 55–68]. У свою чергу, Дж. Кейнс наголошував на спекулятивному характері очікувань інвесторів у фінансовому секторі та домінуванні їх над очікуваннями у реальному секторі, яке власне і породжує непередбачуваність та нестабільність фінансового сектора [118].

Аналізуючи форми взаємодії реального та фінансового секторів (алокаційну, інфраструктурну, економічну, гармонізуючу, структуроутворюючу, розпорядчу, кореляційну) І. Богушов вказував на необхідність зростання частки доходів фінансового сектору від операцій з реальним до 100 % з метою досягнення максимально тісного зв'язку між ними і виключення суто фінансових операцій, що мають лише спекулятивну складову [30].

Через відсутність зв'язків між реальним та фінансовим секторами світового господарства, тобто глобальний розрив між ними, З. Луцишин пояснює ряд «хронічних вад» фінансового сектору [198, с. 6–32]. Ефекти відриву фінансового сектору економіки від її реального сектору (масштабу, очікувань майбутнього доходу, витіснення, фінансового домінування, інвестиційного фінансування, казино) називає П. Суворов. В умовах глобалізації фінансовий

капітал втілений у форму віртуального фіктивного, що значно переважає реальний капітал [316].

Проте, на нашу думку, не варто сприймати ситуацію однобічно. Очевидно, що частина фінансового капіталу все ж задіяна для обслуговування потреб реального сектору в інвестиційних ресурсах, забезпечення безперервності виробничого процесу та відтворення людського, природного та врешті-решт виробничого капіталу. Однак надлишкова його частина, що носить виключно спекулятивний характер, дійсно демонструє ознаки фіктивності. Підтвердження цієї тези знаходимо у праці А. Пархоменка, який зазначав, що окрема частина фінансового сектору економіки опосередковує функціонування її реального сектору через підтримку зв'язків типу «виробництво-споживання», «заощадження – інвестиції» [255, с. 149–151] та у роботі Е. Галімової [58], в якій вчена підкреслює діалектичний характер зв'язку між цими секторами, їх відокремленість та взаємообумовленість.

Поряд з цим, в умовах безпрецедентного розвитку світового ринку деривативів з 70-х рр. ХХ ст. як ключового спекулятивного сегмента фінансового сектору виникає питання про його зв'язок з товарними операціями, а відповідно і доцільність такого широкомасштабного розвитку.

Відповідно, у межах другого напрямку дослідження вчених ринки похідних фінансових інструментів (ПФІ) розглядаються як ключовий механізм акумуляції спекулятивних фінансових потоків та фіктивного капіталу, втіленого у формі деривативів. Такі ринки виступають драйвером посилення впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на функціонування товарно-сировинних ринків.

Так, Є. Петренко підкреслював, що ринок деривативів зумовив виникнення ряду фінансових криз та може спровокувати кризи на товарно-сировинних ринках [256]. Подібного погляду дотримується і О. Седунов, називаючи відрив фінансового сектору економіки від її реального сектору та значні обсяги позабіржових деривативів ключовими причинами фінансової кризи 2007–2008 рр. [296].

Відсутність єдиного підходу до визначення поняття «фінансіалізація» загалом та застосування його до товарно-сировинних ринків зокрема породжують наукові дискусії щодо формулювання чіткої дефініції такого поняття. У науковому обігу вживаються такі терміни як «фінансіалізація», «фінансономіка», «фінансизм», «дивергенція фінансового сектору від реального», «відрив фінансового сектору від реального», «фінансова глобалізація». Різноманітні аспекти дослідження цих понять, передумови виникнення окремих процесів знаходимо у працях зарубіжних та вітчизняних вчених [57; 65; 75; 95; 175; 187; 191; 205; 242; 271; 306; 313; 323; 364; 367] тощо.

Як вже було зазначено у першому розділі дисертації, фінансіалізація є багатоаспектною категорією, зміст її поняття трактується на основі акціонерного, нагромаджувального, інноваційного, внутрішньогосподарського, гегемоністичного підходів та демонструє зростаючу роль фінансового сектору в економіці. Враховуючи наведені у першому розділі дисертації визначення змісту поняття «фінансіалізація», акцентуємо увагу ще на декількох позиціях зарубіжних вчених щодо цього питання. Це, у свою чергу, надалі дозволить виокремити загальні особливості фінансіалізації товарно-сировинних ринків.

В одному з власних досліджень сутності фінансіалізації Г. Кріпнер визначає її як такий спосіб акумуляції (капіталу), у якому отримання прибутку здійснюється переважно через фінансові канали, а не через торгівлю та товарне виробництво [492]. У цей же час авторський колектив підручника «Міжнародний менеджмент» віддає авторство цього терміна Ж.-П. Серван-Шрайберу, який вказує, що фінансіалізація є важливою характеристикою сучасного глобалізованого бізнесу та фінансовим змістом ділових стосунків, навколо якого обертаються всі інтереси, рішення та стратегії, і який накладається на технології фінансового інжинірингу [215]. На думку Р. Блекборна та Дж. Фостера, процес фінансіалізації характеризується зростанням влади фінансового інжинірингу, зміщенням акценту економічної діяльності компаній з виробництва (сфери послуг) на фінансовий ринок [395;

440, с. 8–10]. Г. Епштейн надає описове визначення фінансіалізації: зростання важливості фінансових ринків, мотивів, інституцій та еліт у функціонуванні економіки та її окремих інститутів на національному і міжнародному рівнях [430]. Подібне визначення знаходимо у роботі Р. Дора, який розуміє під фінансіалізацією посилення домінування фінансової індустрії у світовій економіці, фінансових активів серед інших активів, фондових ринків серед інших ринків [423, с. 1097–1112]. Останні два визначення, за Г. Епштейном та Р. Дором, цілком узгоджуються з офіційно прийнятим на рівні Конференції ООН з розвитку та торгівлі у доповіді Trade and Commodity Report, розділ «The Financialization of Commodity Report» визначенням фінансіалізації товарно-сировинних ринків: зростання ролі фінансових мотивів, суб'єктів у функціонуванні таких ринків [195, с. 16–20; 537].

На нашу думку, наведена вище дефініція за Г. Кріпнер [492] цілком узгоджується з гіпотезою відриву фінансового сектору економіки від її реального сектору та є базовою у поясненні фінансіалізації товарно-сировинних ринків.

Поряд з цим, як було зазначено вище, окремі науковці оперують терміном «фінансова глобалізація», вкладаючи у нього зміст, близький до поняття фінансіалізації.

Так, О. Бакаєв [18] розглядає фінансову глобалізацію та пропонує її комплексне визначення, наводить змістовні характеристики.

При цьому, як зазначає З. Луцишин, фінансова глобалізація впливає на економічне зростання через: 1) підвищення пропозиції капіталу на глобальному рівні; 2) стимулювання розвитку фінансової сектору [198, с. 19–22]. О. Татаренко у цьому контексті використовує термін «фінансова транснаціоналізація» та розкриває механізми перерозподілу світового багатства у межах світової фінансової системи [321]. Термін «фінансизм» зустрічається у роботах П. Суворова [316], а термін «фінансономіка» – Г. Барсегова [23].

На нашу думку, поняття «фінансіалізація» є доцільним з лінгвістичних міркувань та найбільш повно виявляє свій зміст саме у контексті її дослідження відносно реального сектору та товарно-сировинних ринків, оскільки лише у цьому аспекті простежується його суть (пріоритетність фінансової складової господарства над його реальним базисом). У будь-якому разі термін «фінансіалізація» вживається з негативним відтінком, що зумовлено деструктивним впливом превалюючого за обсягом фінансового капіталу та відповідного сектору, де циркулюють його потоки, на економіку. Проте існують і окремі приклади позитивного ефекту фінансіалізації, зокрема у Бразилії в останні два десятиліття домінування фінансового капіталу були залучені іноземні портфельні інвестиції, урегульовані зовнішні борги. Результатом стало покращення фундаментальних економічних змінних, яке, втім, супроводжувалося більш високими процентними ставками, деіндустріалізацією, повільним зростанням економіки, волатильністю [440, с. 8–10].

Беззаперечної актуальності наведене вище набуває і для України в умовах розбудови її фінансового сектору та необхідності структурного реформування товарно-сировинних ринків з метою запобігання фінансовим кризам. У зв'язку з цим поглиблення наукових напрацювань щодо сутності та ознак (ключових особливостей) фінансіалізації товарно-сировинних ринків є безумовно слушним.

Враховуючи концепцію неолібералізму, що є теоретичним підґрунтям фінансіалізації в умовах дерегулювання фінансового ринку, та гіпотезу відриву фінансового сектору від реального (гіпотеза Х. Мінські [571]), а також підхід Т. Пелі [531; 532], зобразимо схематично роль фінансіалізації у взаємодії секторів економіки (рис. 4.5).

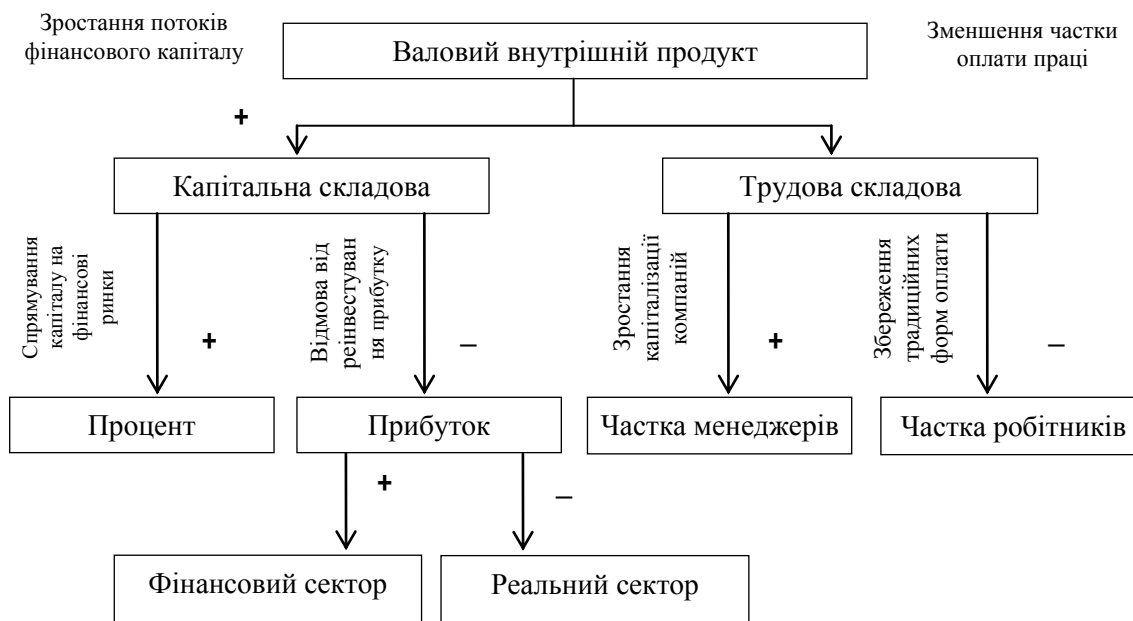


Рисунок 4.5 – Фінансіалізація та розподіл валового внутрішнього продукту
(складено та доповнено на основі [532])

Як відомо, вироблений у реальному секторі економіки валовий внутрішній продукт можна поділити на капітальну (оренда, процентні платежі, прибуток) та трудову (заробітна плата) складові з урахуванням доходного підходу до його розрахунку. Фінансіалізація призводить до зростання капітальної та зменшення трудової складової в цілому. Проте за окремими їх компонентами спостерігається певна диференціація. Щодо частки оплати менеджерів компаній, то фінансіалізація впливає на неї у бік збільшення за рахунок прив'язки такої оплати до показників ринкової капіталізації компаній, яка, по суті, може носити суто фінансовий характер. За рахунок вищої рентабельності та більш коротких строків окупності інвестицій у фінансовому секторі зростає процентна частина капітальної складової у порівнянні з прибутковою. Заразом, інститути, що функціонують у фінансовому секторі, зберігають тенденцію до отримання прибутків. Для інститутів реального сектору наявне скорочення обсягів прибутків.

Зазначена на рис. 4.5 схема є відправною точкою для визначення базових ознак фінансіалізації товарно-сировинних ринків.

Прояви дисбалансів руху фінансових ресурсів в умовах фінансіалізації на товарно-сировинних ринках обумовлюють:

- переорієнтацію капіталу у фінансовий сектор;
- зростання швидкості потоків на фінансових ринках;
- диспропорційності у ціноутворенні, а саме ціни на товари визначаються взаємодією не традиційних фундаментальних факторів, а фінансових;
- посилення зв'язків між змінними, що визначають ціни на товари та фінансові активи;
- активізацію операцій суб'єктів реального сектора з фінансовими інструментами.

Нижче здійснимо групування детермінант посилення впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів в умовах фінансіалізації на функціонування товарно-сировинних ринків. Для цього врахуємо наведені вище ключові ознаки, якими характеризується фінансіалізація таких ринків.

Близьким за значенням терміном «системні детермінанти світової фінансової кризи» оперує науковець В. Мазуренко [203, с. 6]. Вчений підкреслює, що нерівновага на фінансових ринках зумовлюється дією фундаментальних чинників і залежить від домінантних компонентів, фаз, каналів та факторів поширення [202; 203, с. 6].

Фінансіалізацію товарно-сировинних ринків як багатоаспектне явище визначають ряд передумов.

На рис. 4.6. наведено групування детермінант посилення впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів в умовах фінансіалізації на функціонування товарно-сировинних ринків за окремими аспектами.

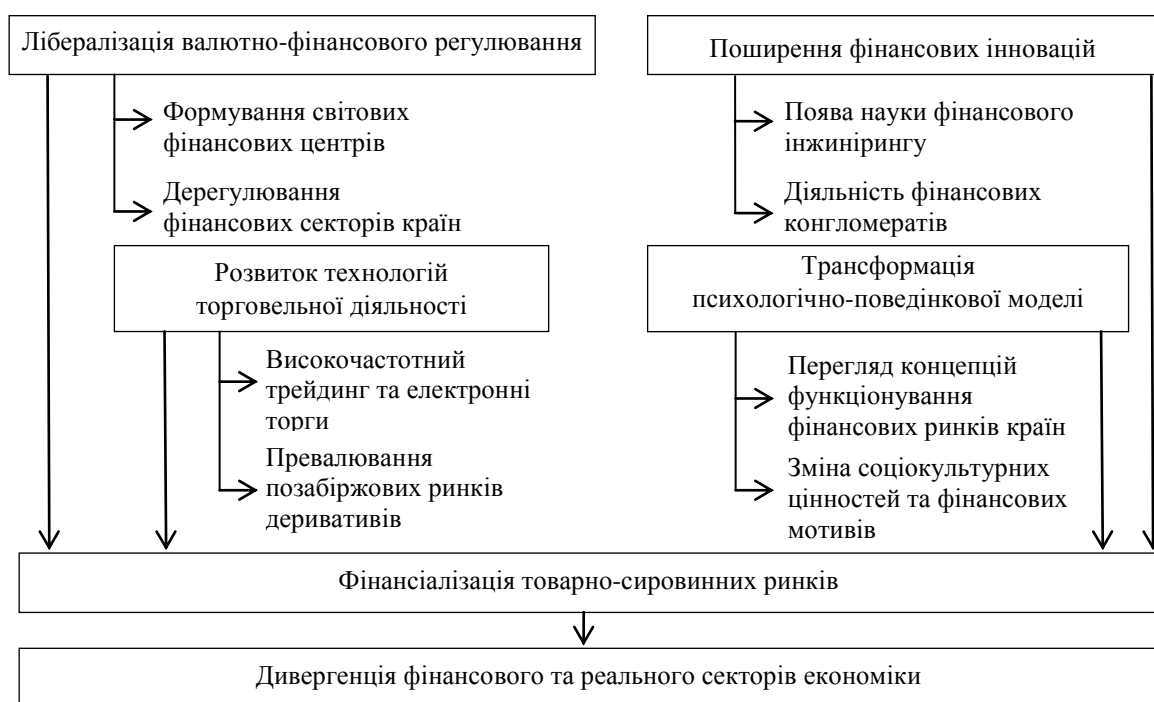


Рисунок 4.6 – Групування детермінант посилення впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на функціонування товарно-сировинних ринків за окремими аспектами

Виходячи з рис. 4.6, було здійснено групування детермінант посилення впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів в умовах фінансіалізації на функціонування товарно-сировинних ринків за такими аспектами, як лібералізація валютно-фінансового регулювання, розвиток технологій торговельної діяльності, поширення фінансових інновацій, трансформація психологічно-поведінкової моделі. Надалі охарактеризуємо їх.

Лібералізація валютно-фінансового регулювання ґрунтується на формуванні світових фінансових центрів (відміні ряду обмежень транскордонного переміщення капіталів) та дерегулюванні фінансових секторів країн (відміні ряду законодавчих актів). Слід зауважити, що важливу роль у лібералізації міжнародного фінансового ринку відіграли світові фінансові центри різних рівнів: глобальні (Лондон, Нью-Йорк), регіональні (Гонконг, Сингапур, Дубай), локальні (Токіо, Франкфурт-на-Майні, Париж), офшорні (Цюрих, Женева, Кайманові острови та ін.). Поряд з наднаціональним,

національним регулюванням, принципами міжнародних організацій (МВФ, Світовий банк та ін.) вказані світові фінансові центри як зосередження фінансово-кредитних інститутів, що опосередковують рух потоків фінансового капіталу на глобальному рівні, набувають ключового значення у процесах регулювання цього руху поза вже існуючими системами за рахунок специфічних, часто пільгових, умов організації, оподаткування, супроводу фінансових операцій. У цьому контексті підтримуємо думку О. Чувардинського щодо автономності та екстериторіальності світових фінансових центрів [351]. За порівнянням 83 найбільших світових фінансових центрів в межах рейтингу The Global Financial Centre Index (GFCI), що базується на показниках Світового банку, Організації економічного співробітництва та розвитку, у 2014 р. лідерами є Нью-Йорк, Лондон, Гонконг (на ці три центри припадає понад 70 % світової торгівлі акціями) та Сингапур [572]. Незважаючи на незначний розрив між Нью-Йорком та Лондоном, зумовлений подіями політичного та економічного характеру у ЄС, Лондон зосереджує понад 70 % вторинного ринку облігацій, 50 % ринку деривативів, 80 % світових інвестиційних та банківських операцій, 90 % світової торгівлі металами, у т.ч. золотом, та управління понад 85 % європейських хедж-фондів [214; 471].

Відмова від обміну ключових світових валют на золото та встановлення доларового стандарту призвело не лише до консолідації ринків навколо єдиної валюти, але й до виникнення численних валютних ризиків і можливостей спекуляції. З відміною норм закону Гласса-Стіголла щодо розмежування банкінгу в США законом Грема-Ліча-Блайлі у 1999 році з'явилися специфічні підрозділи в банках, що почали займатися спекулятивною торгівлею за власний кошт (*proprietary trading*). Прийняття у 2000 році Закону про модернізацію товарних ф'ючерсів зняло заборону найбільшим інституційним інвесторам США вкладати кошти у ризиковані види активів – товарні деривативи. Маючи на меті диверсифікацію портфелів, ці інвестори користувались можливостями включення до їх складу нетрадиційних інструментів.

Поява нових технологій торгівлі, зокрема Інтернет-торгівлі та високочастотного роботизованого трейдингу з відмовою від голосових торгів, призвело до полегшення входу на фінансові ринки, що в свою чергу спричинило деінтермедіацію торгівлі фінансовими та товарними активами, тобто скорочення обсягів вкладень у традиційні банківські, страхові та інші активи на користь цінних паперів, деривативів, що не обов'язково потребують звернення до фінансових посередників. Глобалізація позабіржових ринків, насамперед деривативів, полегшила перетікання потоків з товарних сегментів у фінансові, а гнучкість, нерегульованість позабіржових інструментів (до недавнього часу) зумовили їх бурхливий розквіт.

Поширення різного роду фінансових інновацій пов'язано з появою фінансового інжинірингу [213] та діяльністю фінансових конгломератів. Створення стратегічних альянсів банків та страхових компаній, переплетення у холдингових структурах пенсійних фондів, хедж-фондів, інвестиційних компаній призводить не лише до комплексного та перехресного обслуговування клієнтів чи інтересів фінансових груп, але й дозволяє цим структурам виступати гравцями на декількох сегментах фінансових чи товарно-сировинних ринків одночасно. Фінансова конгломерація, спрямована на синтез окремих технологій надання фінансових послуг на рівні фінансових посередників, потребувала гнучких та специфічних фінансових інструментів, обсяги та різноманіття яких значно збільшилися з появою науки фінансового інжинірингу. Існують різні наукові думки щодо початку епохи фінансового інжинірингу. Так, О. Бакаєв встановив своєрідну точку переходу до процесів фінансової глобалізації – 1970 р. До цього року розвиток міжнародного фінансового ринку мав наздоганяючий характер стосовно реального сектору, після 1970 р. – випереджаючий (тобто поступово посилювався відрив від реального сектору) [18]. Маючи певні застереження щодо цієї конкретної дати, варто зазначити, що початок епохи фінансового інжинірингу традиційно асоціюється з розробкою формули оцінювання опціонів Ф. Блеком та М. Шоулзом у 1973 році [394, с. 637–654]. Саме відтоді розпочався бурхливий

розквіт технологій конструювання фінансових інструментів з різними ознаками ризику, дохідності, ліквідності, дюрації, які гнучко пристосовувалися до потреб конкретних інвесторів. Так, у цьому ж році було створено Чиказьку опціонну біржу, де впровадили опціони на акції, а у 1975 році було випущено процентний ф'ючерс на довгострокові казначейські векселі уряду США під товарні заставні, акції, муніципальні облігації як гарантії боргу. Саме з 70-х років ХХ ст. у біржовій практиці поширилися деривативи. Підвалини до розробки моделі Блека-Шоулза були закладені гіпотезою ефективних ринків в цілому, а також теоріями управління портфелем Г. Марковіца, Дж. Тобіна, У. Шарпа, С. Росса, Дж. Фіннерті та ін., що є значущими за умови виконання названої гіпотези. Так, Дж. Фіннерті вперше узагальнив існуючі наприкінці 80-х рр. ХХ ст. фінансові інновації у так званий «Список Фіннерті», який постійно коригується з появою нових інструментів чи технологій за такими напрямками: конструювання нових фінансових інструментів на базі традиційних; комбінації фінансових інструментів, створення інтегрованих фінансових продуктів; нові технології запуску і обігу фінансових інструментів; нові організаційні форми здійснення операцій з фінансовими інструментами; формування установ (підрозділів) для організації обігу фінансових інструментів; нові комунікаційні технології на базі автоматизації фінансових операцій тощо [437]. Поряд з цим, з урахуванням кризових явищ, що періодично охоплюють фінансові ринки, у т.ч. й розвинених країн, де гіпотеза ефективних ринків мала б виконуватись, з'являються альтернативні концепції: гіпотеза фрактальних ринків (Б. Мандельброт, Е. Петерс), поведінкові фінанси (Д. Канеман, А. Тверські), гіпотеза адаптивних ринків (Е. Ло), теорія рефлексивності (Дж. Сорос [307]), які ставлять за мету пояснити прогалини гіпотези ефективних ринків, застосовуючи аналіз «стадної» поведінки інвесторів на ринку, їх психологічних мотивів чи довжини інвестиційних горизонтів.

Від фінансової конгломерації та фінансового інжинірингу перейдемо до трансформації психологічно-поведінкової моделі. Ця детермінанта є превалюючою у наш час як з методологічного, так і практичного боку. За традиційною гіпотезою ефективних ринків уся існуюча на ринку інформація миттєво відображається в цінах на активи, особливо на ф'ючерсних ринках, що вважаються інформаційно ефективними (сильна форма ринкової ефективності). Однак учасники фінансових та товарно-сировинних ринків, у т.ч. й ф'ючерсних, часто не враховують традиційні фундаментальні чинники при прийнятті інвестиційних рішень, діють ірраціонально, піддаються панічним настроям (стадним рефлексам), що провокує створення «бульбашок» на ринках та масові розпродажі активів «asset fire sale». У цьому контексті перегляд окремих теорій і концепцій, поява нових технологій інвестування сприяють активізації процесів фінансіалізації. Крім того, гонитва за прибутком, ідеологія «успішної людини» змінюють традиційні соціокультурні цінності на прагматизм і гонитву за грошима, що призводить до появи інвесторів, що шукають «легких» грошей (homofinansus).

Наведені вище детермінанти спричинили відрив фінансового сектору економіки від її реального сектору та появу квінтесенції цього процесу – фінансіалізації товарно-сировинних ринків.

Підводячи проміжний підсумок, зазначимо, що на основі історико-логічного аналізу набуло подальшого розвитку групування детермінант посилення впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів, спричинених фінансіалізацією, на функціонування товарно-сировинних ринків за такими аспектами, як: лібералізація валютно-фінансового регулювання, розвиток технологій торговельної діяльності, поширення фінансових інновацій, трансформація психологічно-поведінкової моделі. Це дало змогу обґрунтувати причинно-наслідковий зв'язок між дисбалансами руху фінансових ресурсів і дивергенцією фінансового та реального секторів економіки, що дозволить мінімізувати негативні наслідки такої дивергенції.

Показником, що традиційно характеризує реальний сектор, є валовий внутрішній продукт. З метою підтвердження суттєвості згрупованих вище детермінант наведемо порівняння його обсягів у світі з показниками капіталізації ринків та обсягами торгівлі деривативами, що вважаються основою фінансіалізації (рис. 4.7).

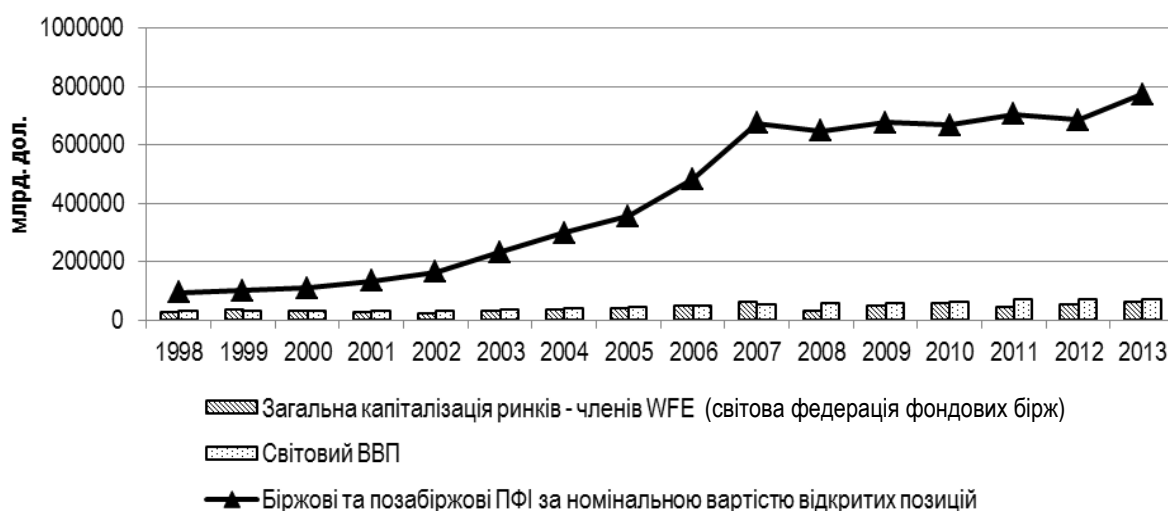


Рисунок 4.7 – Співвідношення капіталізації світових біржових ринків, похідних фінансових інструментів за номінальною вартістю та світового валового внутрішнього продукту за 1998–2013 рр., млрд дол.

(складено на основі [253; 511; 539])

Так, за оцінками Е. де Сото, у світі близько 13 трильйонів доларів у вигляді монет і купюр, 170 трильйонів доларів у вигляді традиційних цінних паперів і 600 трильйонів доларів (понад 700 трильйонів доларів за сучасними статистичними даними) в похідних фінансових інструментах [255, с. 149].

Як бачимо з рис. 4.7, пікового значення за досліджуваний період капіталізація ринків досягла у передкризовий 2007 рік та склала 62 728 млрд дол., що перевищило обсяг світового валового внутрішнього продукту на 14 %. У той же час, у 2008 році відбулося падіння рівня капіталізації ринків і обсягів торгівлі похідними фінансовими інструментами (усього на 3,7 %). Однак у подальшому темпи зростання капіталізації ринків відновилися на докризовому рівні, а обсягів торгівлі похідними – навіть перевищили його. У 2013 році обсяг

торгівлі похідними фінансовими інструментами у 10,6 рази переважав світовий валовий внутрішній продукт. Як відзначають науковці, загалом 9/10 операцій на фондових біржах світу не пов'язані з торгівлею та довгостроковими інвестиціями [539].

Виходячи із виокремлених вище детермінант посилення впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів, спричинених фінансіалізацією, на функціонування товарно-сировинних ринків, перейдемо до розгляду особливостей різноманітних інструментів фінансового інжинірингу, зокрема деривативів, які на сьогодні є найбільш поширеними за обсягами торгів у світі. Теоретичне підґрунтя деривативів, функціонування ринку похідних фінансових інструментів знаходимо у [274; 276; 280; 283; 336; 349; 352; 353; 354; 355] тощо. Поряд із цим, науковцями визначено функції, які виконують деривативи (спекулятивна, хеджувальна, підвищення ефективності ринку) [77, с.23–25; 120, с. 45–49] з часу їх появи у 1851 році на Чиказькій біржі як ф'ючерсних контрактів, спрямованих на мінімізацію ризиків виробників зерна. Слід відмітити, що на сьогодні поступово зміщується акцент з виконання деривативами хеджувальної функції до спекулятивної. Поширення механізмів спекулятивного фінансування у порівнянні з забезпеченим призвели до конструювання нових, більш досконалих прибуткових інструментів отримання спекулятивного доходу. Варто зауважити також, що деривативи у своєму класичному розумінні як інструменти, вартість яких залежить від зміни базових активів, та розрахунки за якими відбудуться в майбутньому, на сьогодні не відповідають цьому визначенню з таких причин: курсоутворення на ринках ПФІ визначає ціни на ринках базових товарів; більшість з ПФІ, що знаходяться в обігу, є суто розрахунковими (учасники угоди за результатами торгів певним інструментом компенсують один одному різницю в цінах) та не передбачають поставки реальних товарів. Більше того, обертаючись з самого початку виключно на біржових ринках (у тісному зв'язку з відповідними товарами), ПФІ в епоху фінансового інжинірингу почали завойовувати непрозорі позабіржові ринки. На сьогодні, незважаючи на зусилля регуляторів з

реформування цього сегмента, перевищення обсягів торгівлі ПФІ на позабіржових ринках над біржовими складає 11,69 рази [539].

Традиційно вважається, що поява деривативів асоціюється з переходом світового господарства у постіндустріальну стадію розвитку з домінуванням третинного і четвертинного секторів економіки, та їм відповідає фіктивний капітал II і III порядку [335].

О. Сохацька у роботі [311] визначає третинний ринок, його структурні складові, змістовні характеристики. За цим визначенням саме ринок деривативів відповідає сучасному стану розвитку економіки, а ПФІ є формою фіктивного капіталу, що обслуговують потреби ринку.

Співвідношення між біржовими та позабіржовими деривативами наведено на рис. 4.8.

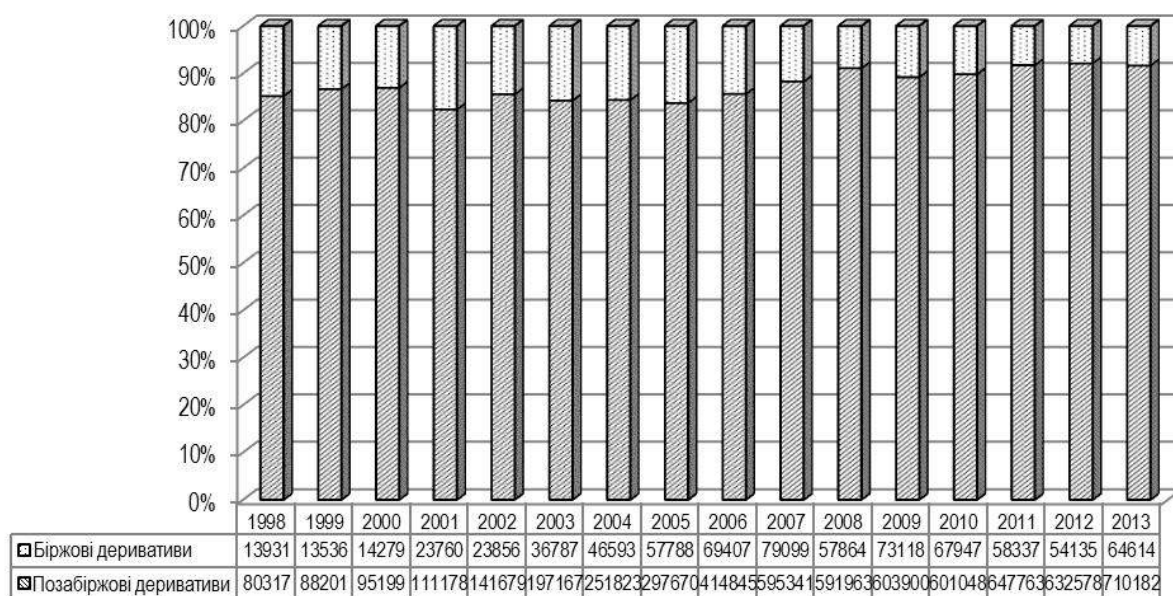


Рисунок 4.8 – Співвідношення між біржовими та позабіржовими деривативами у 1998–2013 рр., % (складено на основі [539])

Дослідження ПФІ з виконанням ними спекулятивної функції (у формі фіктивного капіталу) тією чи іншою мірою присутнє у працях О. Лаврушина [181], В. Мусатова [228], В. Зимовця [106], Є.Боброва [29], М.Делягіна [78], І. Бурденко та І. Макаренко [37], Ю.Єльнікової [97] та інших.

Утім основа розуміння сутності фіктивного капіталу була сформована у працях К. Маркса (ототожнюється з цінними паперами за їх видами: акції, облігації та ін., які дозволяють їх держателям регулярно привласнювати частину додаткової вартості у вигляді дивіденду або відсотка) [210], Р. Гілфердинга (вчений виділяв дві форми функціонування фінансового капіталу – позиковий та фіктивний, підкреслюючи їх грошову природу) [63] та Х. Мінскі (зростання частки компаній, що залучають спекулятивне та Понці-фінансування інвестицій (*фіктивний капітал* – авт.) (а не забезпечені його види), провокує за теорією циклів кризовий стан в реальному секторі) [303, с. 80–97; 571].

Підтвердження фіктивності деривативів знаходимо і в сучасних соціо-культурологічних концепціях. За теорією симулякрів, деривативи є прикладами s-товарів, створюваних у сфері віртуального фіктивного капіталу, який став значущим в умовах сучасного «казино-капіталізму». У постмодернізмі симулякр – це практично реальність, результат її децентрації тощо [36]. Отже, у сучасних умовах деривативи виступають формою фіктивного капіталу – симулякром реальних товарних і фінансових цінностей, механізмом поширення фінансіалізації товарно-сировинних ринків, що виникає через спотворення призначення і функцій цих інструментів.

З урахуванням значної кількості різновидів ПФІ, особливо позабіржових, та різноманіття їх базових активів можна стверджувати про багатоваріантність та складність форм фіктивного капіталу, втіленого в деривативи.

За визначенням наведеним у праці [452], товарні деривативи – це всі похідні трансакції, пов'язані з товарами чи товарними індексами та їх спільними ризиковими позиціями відносно товарів. Товарні деривативи поділяються на товарні форварди, свопи і опціони [452], тобто спостерігаємо найбільш простий підхід до типологізації товарних ПФІ.

Більш широка класифікація товарних деривативів наводиться у праці [407] (табл. 4.4).

Таблиця 4.4 – Класифікація товарних деривативів (складено на основі [407])

Класифікаційна ознака	Види товарних деривативів
Інструменти (базові активи)	<ol style="list-style-type: none"> 1. Продовольчі, лісові, рибні активи за фіксованою та плаваючою ставками. 2. Добувні ресурси (метали, нафта, газ) за фіксованою та плаваючою ставками. 3. Продукти промисловості (виробництво, будівництво) за фіксованою ставкою. 4. Послуги (транспорт, комунікації, торгівля) за фіксованою ставкою. 5. Енергія (зокрема електроенергія) за фіксованою та плаваючою ставками
Поставка	<ol style="list-style-type: none"> 1. Готівка. 2. Фізична поставка
Правила платежу за базовим активом	<ol style="list-style-type: none"> 1. За доходом від базового активу. 2. За зміною вартості базового активу. 3. За доходом та зміною вартості базового активу. 4. За доходом, зміною вартості базового активу та захистом від ризиків. 5. Інші
Строки відшкодування (повернення)	<ol style="list-style-type: none"> 1. До 1 року. 2. Від 1 до 5 років. 3. Понад 5 років. 4. З можливостями продовження, скорочення тощо.

М. Боглі та М. Патрік [396] поділяють товарні деривативи на біржові та позабіржові, які, в свою чергу, можуть бути продовольчими, похідними на базові метали, нафту, нафтові продукти, пластмасу, енергію, цінні метали, викиди шкідливих речовин, перевезення вантажів тощо [396].

У дослідженні товарних деривативів В. Гниляк використано такі класифікаційні ознаки для їх розмежування: за способом застосування (поділяються на інструменти спекуляції, арбітражу та хеджування); за механізмом виконання (можуть бути комерційними трансакціями (здійснюються операції з реальним базовим активом) та фінансовими інструментами (базовий

актив може бути сукупністю інших деривативів, товарним індексом, інвестиційним інструментом)) [66, с. 5–7].

Варто зауважити, що класифікаційна група досліджуваних нами ПФІ на біржові та позабіржові на сьогодні є найбільш поширеною, і як це не парадоксально, товарні деривативи під дією фінансіалізації перетворилися на типові фінансові інструменти (спекулятивні). Крім того, необхідно відзначити неперервність під час визначення класифікаційних ознак упорядкування товарних деривативів, оскільки на сьогодні і погодні деривативи та інші більш екзотичні варіанти поступово займають свої ніші на ринку. Пояснення цього факту лежить біля витоків фінансового інжинірингу – потреба у нових інструментах спекуляції та отримання доходу і лише потім управління ризиками. Крім окреслених вище змін у функціях, призначенні деривативів на ринках ПФІ, що виступають драйвером посилення впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на функціонування товарно-сировинних ринків, спостерігаються зміни й у складі учасників ринків деривативів (табл. 4.5) [537].

Таблиця 4.5 – Учасники ринків деривативів за їх повноваженнями (складено на основі [537])

Категорія учасників	Повноваження учасників
Виробники, торговці, споживачі	Учасники, які первісно задіяні на ринках товарних цінностей та використовують деривативи в основному для хеджування власних ризиків
Дилери свопів (похідних)	Інвестори, які працюють з угодами типу «своп» та використовують ринки деривативів для хеджування ризиків, пов'язаних з цими угодами, переважно у формі інвестицій у сировинні індекси
Управляючі грошовими фондами (money managers) – інституційні інвестори	Учасники, які приймають участь у строковій торгівлі від імені своїх клієнтів, у тому числі хедж-фонди, що здійснюють операції на ринках деривативів
Інші учасники	Включають інших звітуючих учасників, які не належать до попередніх трьох категорій, та незвітуючих учасників – дрібні торговці

За наведеними вище повноваженнями учасників ринку деривативів представимо надалі окремі міркування. За дослідженням ЮНКТАД, частка інституційних інвесторів в обсязі позицій на ринках ПФІ зростає з 25 % у 1990-х роках до 85 % у 2012 році. Такі зміни спричинили суттєве зростання волатильності курсів на товарно-сировинних ринках, як мінімум у короткостроковій перспективі [240; 541]. Маючи значні обсяги капіталу, пенсійні фонди та страхові корпорації поряд з хедж-фондами та інвестиційними банками, використали його з метою диверсифікації та підвищення доходності своїх портфелів на товарно-сировинних ринках, зокрема через біржові індексні фонди на сировинні товари – так звані пасивні інвестиції на підвищення. Розміри пасивних інвестицій у сировинні товари зросли більш ніж у десять разів та склали в кінці 2008 року 250 млрд доларів США порівняно з 20 млрд доларів США в 2002 році. Загалом фінансові інвестиції в товари, включаючи продовольство, метали та енергоносії, перевищили 400 млрд доларів США в 2011 році, в той час як в 2005 році ці суми становили менше 100 млрд доларів США. Чотири найбільших своп-дилери – Goldman Sachs, Morgan Stanley, JP Morgan та Barclays Bank – контролюють 70 % позицій сировинних свопів [368]. Слід також зауважити, що найбільші виробники та постачальники сільськогосподарської продукції в світі змінили свої пріоритети з традиційного використання ПФІ для хеджування власних ризиків на отримання доходів від спекуляцій з ними, передусім за рахунок наявності інсайдерської інформації та її асиметричності. Так, за останні двадцять років одна з найбільших американських сільськогосподарських компаній Cargill відкрила п'ять дочірніх структур, що займаються фінансовими операціями на ринку ПФІ [368].

Таким чином, ключовою тенденцією у розвитку світового господарства на сьогодні можна назвати відрив фінансового сектора економіки від її реального сектора. За результатами підрозділу досліджено вплив дисбалансів руху фінансових ресурсів в умовах фінансіалізації на функціонування товарно-сировинних ринків. Встановлено, що прояви таких дисбалансів обумовлюють: переорієнтацію капіталу у фінансовий сектор; зростання швидкості потоків на

фінансових ринках; диспропорційності у ціноутворенні, а саме ціни на товари визначаються взаємодією не традиційних фундаментальних факторів, а фінансових; посилення зв'язків між змінними, що визначають ціни на товари та фінансові активи; активізацію операцій суб'єктів реального сектора з фінансовими інструментами. Здійснено групування детермінант посилення впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів в умовах фінансіалізації на функціонування товарно-сировинних ринків за такими аспектами: лібералізація валютно-фінансового регулювання, розвиток технологій торговельної діяльності, поширення фінансових інновацій, трансформація психологічно-поведінкової моделі. Ці аспекти пов'язані з: формуванням світових фінансових центрів та дерегулюванням фінансових секторів країн (лібералізація валютно-фінансового регулювання); появою науки фінансового інжинірингу та діяльністю фінансових конгломератів (поширення фінансових інновацій); високочастотним трейдингом, електронними торгами та превалюванням позабіржових ринків деривативів (розвиток технологій торговельної діяльності); переглядом концепцій функціонування фінансових ринків та зміною соціокультурних цінностей і фінансових мотивів (трансформація психологічно-поведінкової моделі). Здійснене групування детермінант дало змогу обґрунтувати причинно-наслідковий зв'язок між дисбалансами руху фінансових ресурсів та дивергенцією фінансового і реального секторів економіки. Доведено, що деривативи є провідниками фінансіалізації товарно-сировинних ринків, сучасною формою фіктивного капіталу. Драйвером посилення впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на функціонування товарно-сировинних ринків визначено ринки похідних фінансових інструментів. Відмічено поступове зміщення основної функції таких ринків з хеджувальної до спекулятивної та посилення впливу діяльності інституційних інвесторів на кон'юнктуру товарно-сировинних ринків.

4.4 Концептуальні засади визначення залежності між дисбалансами руху фінансових ресурсів та ціновими показниками товарно-сировинних ринків

Спираючись на результати теоретичного узагальнення аспектів відриву фінансового сектору економіки від її реального сектору та фінансіалізації товарно-сировинних ринків з домінуванням ПФІ над реальними товарами, проведемо дослідження впливу факторів (традиційних фундаментальних та пов'язаних з дисбалансами руху фінансових ресурсів) на ці ринки. Необхідність такого дослідження актуалізується і з урахуванням того, що внаслідок стрибка цін на продовольство у 2008 році за межею бідності опинилося понад 100 мільйонів чоловік, а до 2009 року кількість голодуючих у світі перевищила один мільярд. За оцінками Світового банку, до кінця 2010 року ще 44 мільйони чоловік опинилися за межею бідності [253]. На основі проведення вищезазначеного дослідження будуть запропоновані концептуальні засади визначення залежності між дисбалансами руху фінансових ресурсів в умовах фінансіалізації та ціновими показниками товарно-сировинних ринків.

Відзначаючи важливість проблеми формування рівноважних та справедливих цін на товарно-сировинних ринках, необхідно звернути увагу на фактори впливу на кон'юнктуру цих ринків [287]: традиційні фундаментальні та пов'язані з дисбалансами руху фінансових ресурсів.

Підкреслимо, що питання впливу факторів на товарно-сировинні ринки, як і перелік факторів взагалі є доволі дискусійними у сучасних наукових колах та серед регуляторів цих ринків.

Проведений аналіз літературних джерел дозволив зробити висновок, що більшість з них відводять ключову роль саме традиційним фундаментальним факторам зміни цін на різні групи товарних активів, відкидаючи при цьому наявність тісних зв'язків між фінансіалізацією та волатильністю і спекулятивною спрямованістю таких цін (табл. 4.6).

Таблиця 4.6 – Існуючі підходи до визначення факторів впливу на товарно-сировинні ринки

	Джерело	Підхід до визначення факторів впливу на товарно-сировинні ринки	Вид товарних активів
Вчені	М. Боглі, М. Патрік [396]	Не знайдено підтвердження спекулятивного впливу на волатильність товарно-сировинних ринків	Агропромислові, енергетичні
	С. Ірвін, Д. Сандерс [467, с. 69–70]	Основними факторами впливу на ціни нафти, є фундаментальні. Індексні фонди не призводять до створення «фінансових бульбашок» на товарно-сировинних ринках	Сировинні
	Т. Лейн [497, с. 1–3]	Фундаментальні фактори впливають на ціни товарних активів протягом тривалого періоду часу на глобальному рівні	Сировинні
	С. Пірронг [536]	Немає доказів, що спекуляції спотворюють ціни на сировинні товари	Сировинні
	Д. Сандерс, С. Ірвін [554]	Існує обмежена впевненість, що будь-які інші фактори, крім економічних, спричиняють зростання цін на сировинні товари	Енергетичні
	П. Скайпала [559]	Фундаментальні фактори впливають на товарно-сировинні ринки у середньостроковій та довгостроковій перспективах	Сировинні
	Р. МакНеллі, М. Леві [514]	Адміністрація з енергетичної інформації та Комісія з товарних ф'ючерсів США відзначили, що середньострокові та довгострокові зміни в цінах відбулися під впливом фундаментальних факторів	Енергетичні
	А. Танер, Дж. Фаррімонд, Дж. Хілл [578, с. 33–67]	Зміни в цінах на нафту з 2003 по 2010 роки в основному пояснюються фундаментальними факторами	Енергетичні
Регулятори та дорадчі органи	Технічний комітет Міжнародної організації комісій з цінних паперів (IOSCO) [569, с. 7–10]	Фундаментальні економічні фактори, а не спекулятивна активність, є поясненням останніх змін цін	Сировинні
	Рахункова палата США (GAO) [587, с. 5–6]	Наявні обмежені статистичні дані щодо зв'язку між спекуляціями на ф'ючерсних ринках та зміною цін на сировинні товари	Сировинні

Продовження табл. 4.6

Джерело		Підхід до визначення факторів впливу на товарно-сировинні ринки	Вид товарних активів
Регулятори та дорадчі органи	Міжнародний валютний фонд [249;588]	Наявні докази, що побудова фінансових позицій на товарно-сировинних ринках систематично впливає на формування цін. Хоча фінансіалізація може призводити до збігу траєкторій руху цін між певними сировинними активами, зокрема у відношенні до золота, все одно не існує постійного зв'язку між волатильністю таких цін	Сировинні
	Європейська комісія з питань сільського господарства та розвитку сільських територій [459]	Фундаментальні фактори сприяли підвищенню цін на аграрних ринках та мали відношення до зростання їх волатильності	Агропромислові
	FAO, IFAD, IMF, OECD, UNCTAD, WFP, Світовий банк, the WTO, IFPRI and the UN HLTF [538]	Спекулянти необхідні для виконання таких функцій: передача цінового ризику та полегшення встановлення ціни	Агропромислові

На думку фахівців Міжнародного валютного фонду [249; 588], поточний бум цін на сировинні активи відображає взаємодію сильного попиту, низького рівня запасів та обмежених виробничих потужностей, слабкого просування пропозиції у ключових секторах і її несприятливих шоків. При цьому результати проведеного дослідження фахівцями Міжнародного валютного фонду продемонстрували позитивні, але слабкі за інтенсивністю зв'язки між фінансіалізацією та волатильністю цін, припускаючи, що остання може бути більш суттєво пов'язана з іншими змінними, такими як рівень запасів, або ступінь геополітичних ризиків тощо [249; 588].

На думку С. Ірвіна та Д. Сандерса [467], що була наведена у технічній доповіді для Організації економічного співробітництва та розвитку, основними факторами зростання цін на нафту стали попит з боку Китаю, Індії та інших

країн, що розвиваються, рівень видобутку нафти, зменшення чутливості споживачів до підвищення цін та монетарна політика США. Як приклад, на ринках зернових серед подібних традиційних фундаментальних факторів науковці називали такі: відволікання продовольчих культур для виготовлення біопалива; скорочення виробництва, пов'язане з погодними умовами; зростання попиту з боку країн, що розвиваються тощо [467, с. 69–70]. Зростання попиту з боку країн, що розвиваються, науковець Т. Лейн також вважав ключовим традиційним фундаментальним фактором підвищення цін на сировинні товари [497, с. 1–3]. З точки зору фахівців Європейської комісії з питань сільського господарства та розвитку сільських територій [459], існують специфічні традиційні фундаментальні фактори, пов'язані з безпекою продовольчої продукції та навколишнього середовища, залежністю від погоди, пори року, санітарних умов, які можуть впливати на зміну цін на товарні активи та їх волатильність. Напрями агропромислової політики, на думку фахівців Європейської комісії з питань сільського господарства та розвитку сільських територій, повинні бути спрямовані на поліпшення прозорості ринку. У довгостроковій перспективі стійкість та конкурентоспроможність сільського господарства залежить від інновацій та зростання продуктивності [459]. Напрями вдосконалення політики на товарно-сировинних ринках з метою згладжування цінових коливань наведені в праці науковців Р. МакНеллі та М. Леві, які вказували на необхідність урядових зусиль щодо надання допомоги споживачам та компаніям у подоланні наслідків підвищення цін на нафту через заохочення хеджування відповідних ризиків на організованих та регульованих фінансових ринках. Більше того, на думку вчених, на рівні держави повинні встановлюватись ліміти на спекулятивні пари на ф'ючерси, оскільки неконтрольовані спекуляції обумовляють збільшення схильності до ризику компаній та споживачів, зростання волатильності, що, в свою чергу, призведе до здійснення операцій на менш прозорих і менш регульованих ринках [514].

Узагальнивши вищенаведені дослідження, до ключових традиційних фундаментальних факторів впливу на кон'юнктуру світових товарно-сировинних ринків слід віднести: розвиток технологій-субститутів; скорочення пропозиції окремих груп товарів внаслідок ряду чинників, ризиків; зростання попиту на сировинні товари.

У той же час, на нашу думку, не варто недооцінювати впливу й інших факторів. Необхідно також поставити під сумнів тезу, викладену у дослідженні «Цінова волатильність на продовольчих та агропромислових ринках: відповідні заходи політики», про те, що спекулянти на цих ринках необхідні для виконання функцій передачі цінового ризику та полегшення встановлення ціни [538]. Дійсно, за класичною теорією ф'ючерсних ринків наявність строкового сегмента підвищує ефективність ціноутворення та сприяє встановленню ціни на рівноважному рівні. Однак у сучасних умовах звуження інвестиційних горизонтів хеджерів, значної асиметричності інформації, зростання обсягів індексних фондів на сировинні товари ця функція спекулянтами, як правило, не виконуються [172; 308; 311]. Так, наприклад, існує тенденція, коли ціни ф'ючерсних контрактів на зерно, що знаходяться в обігу на Чиказькій товарній біржі (найбільшій світовій біржі товарних деривативів), безпосередньо включаються в торгові контракти з купівлі-продажу зерна в усьому світі. Причиною цього є недостатня обізнаність учасників товарно-сировинних ринків щодо кон'юнктури відповідного сегменту ринку. Отже, учасники товарно-сировинних ринків використовують інформацію про коливання цін деривативів на подібні товари з фінансових ринків, де, як відомо, справедливість встановлення ціни є сумнівною, передусім за рахунок високої спекулятивної активності. На підтвердження вищенаведеного слід зауважити, що інвестування в індексні фонди призводить до ефектів «стадної поведінки» та створення «цінових бульбашок». Значні обсяги активів інституційних інвесторів індексних фондів дозволяють їм займати довгострокові позиції окремого спрямування, тим самим здійснюючи тиск на відповідний ринок. Звуження ліквідності на такому ринку відбувається за рахунок скорочення

числа дрібних хеджерів в умовах підвищення непередбачуваності цін та зростання премій за ризик, витрат на хеджування – і як наслідок – підвищення цін для споживачів [172; 201; 260; 261; 270; 308; 311; 320; 347; 348; 538].

Отже, не відкидаючи напрацювання у сфері впливу традиційних фундаментальних факторів на товарно-сировинні ринки, у той же час не варто при їх розгляді абстрагуватись від впливу фінансових факторів (валютного курсу, інфляції, коливання цін на деривативи, на подібні товари на ф'ючерсних ринках). Ці фінансові фактори пов'язані з дисбалансами руху фінансових ресурсів в умовах фінансіалізації та включають посилення впливу інфляції, курсу долара США на світові активи (товарні, фінансові), а також бурхливий розвиток ринків товарних деривативів за рахунок переорієнтації з позабіржових ринків та масштабного зростання обсягів контрактів за окремими товарними активами через сплеск цін на них.

Більше того, у ряді досліджених вище джерел, наводяться посилання про вплив факторів, пов'язаних з дисбалансами руху фінансових ресурсів, на кон'юнктуру світових товарно-сировинних ринків. Зокрема, у роботі С. Ірвіна та Д. Сандерса вказано про вплив монетарної політики США, тобто фінансового фактору, на кон'юнктуру світових товарно-сировинних ринків [467, с. 69–70].

Узагальнимо фактори впливу (традиційні фундаментальні та ті, що пов'язані з дисбалансами руху фінансових ресурсів в умовах фінансіалізації) на кон'юнктуру світових товарно-сировинних ринків у вигляді діаграми «причини-наслідки» (Ішикави) (рис. 4.9).

Грунтовні дослідження фінансіалізації товарно-сировинних ринків знаходимо у звітних документах Конференції ООН з торгівлі та розвитку, а також працях окремих учених. Так, Ін-Хау Ченг та Вей Йонг встановили, що фінансіалізація суттєво змінює товарно-сировинні ринки через механізми поширення чинників ризику та інформації на цих ринках [406].



Рисунок 4.9 – Групування традиційних фундаментальних факторів впливу на кон'юнктуру світових товарно-сировинних ринків та факторів, пов'язаних з дисбалансами руху фінансових ресурсів (діаграма Ішикави)

На думку С. Басак та А. Павлової фінансіалізація та активізація інституційних інвесторів одночасно призводять до посилення зв'язків серед товарних ф'ючерсів, окремих товарних активів. При цьому науковці кількісно оцінили вплив фінансіалізації, який становить від 11 до 17 % у формуванні ціни на товарні ф'ючерси, решта ціни визначається традиційними фундаментальними факторами [386]. Базуючись на дослідженні такого інструмента, як ноти, пов'язані з сировинними активами (Commodity-Linked Notes (CLNs)), Б. Хенденсон, Н. Пірсон та Лі Вонг довели, що значні потоки

інвестиційного капіталу можуть спричинити зміни в цінах на ринку базових для товарних ф'ючерсів активів і, таким чином, сигналізують про вплив фінансіалізації на ціни таких ф'ючерсів [458]. М. Фатіх-Озітек, Н. Окал оцінили зв'язки між агропромисловими товарами, цінними металами та індексом S&P500 з метою визначення чи є зростаючі тренди на відповідних ринках наслідком фінансіалізації та фінансової кризи. Вчені дійшли висновку, що значна волатильність – це основне джерело суттєвого за інтенсивністю зв'язку товарних індексів з фінансовими, яка спричинена активізацією фінансових інвесторів на товарно-сировинних ринках [433]. Як зазначає Н. Максимчук, перехід від торгівлі реальними товарами на торгівлю похідними на них змінив ключову функцію біржі з організації збуту на фінансове обслуговування торгівлі [207, с. 13]. Глобалізація економіки сприяє уніфікації організації біржових торгів, появи нових бірж [207, с. 14]. На нашу думку, вказані тенденції поряд з фінансіалізацією товарно-сировинних ринків визначають стійкість економік різних країн світу.

Серед ключових фінансових факторів впливу на кон'юнктуру світових товарно-сировинних ринків, зокрема нафтових, науковець Я. Міркін називає світову інфляцію та курс долара США [216, с. 18]. На графіку курсу долара США та ціни на нафту (рис. 4.10) видно синхронізацію цих двох змінних у зоні світової фінансової кризи 2007–2008 рр. Падінню курсу долара США відповідає підвищення цін на нафту і навпаки. Пояснення цього факту полягає у тому, що долар США залишається світовою резервною валютою, у якій відбуваються усі платежі на світових товарно-сировинних ринках, у т. ч. й на нафтових. Під час ослаблення долара США починається підвищення цін на усі активи, зокрема товарні, які деноміновані у цій валюті. Тому тривале протягом першого десятиліття XXI століття ослаблення долара США супроводжувалося одночасним підвищенням світових цін всіх активів, особливо нафти, за якою в доларах США відбуваються вимір цін і розрахунки за поставками [217].

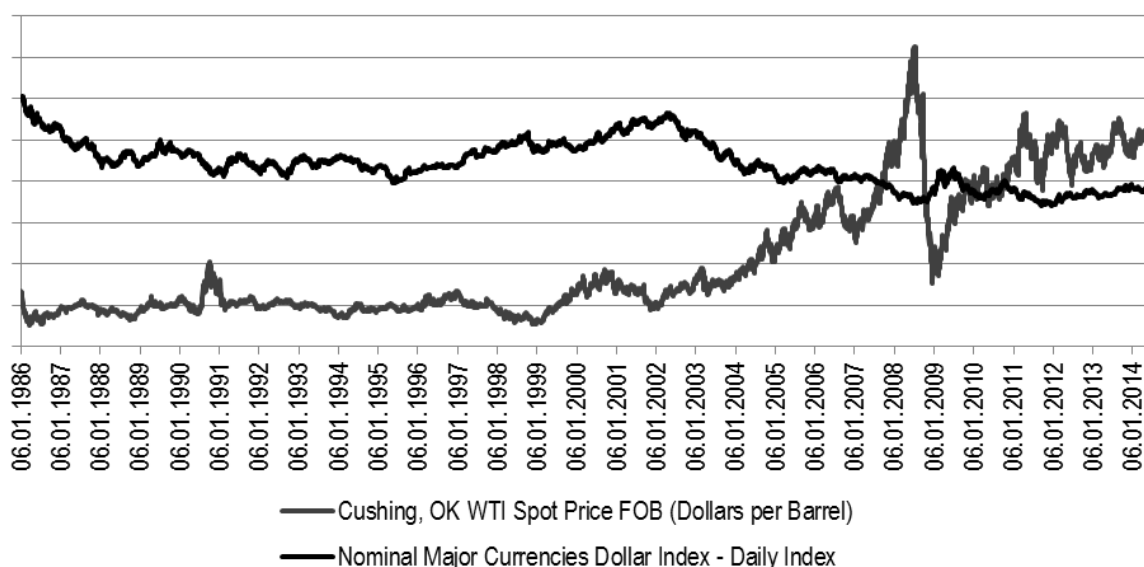


Рисунок 4.10 – Динаміка світових цін на сирю нафту марки West Texas Intermediate (WTI) та курсу долара США (Major Currencies Dollar Index) за 1986–2014 рр. (складено на основі [439; 533])

Сучасна ціна на нафту за поточними вимірниками на понад 80 % сформована вбудованою у ціни активів інфляцією [216; 217; 439; 533].

На рис. 4.11 проілюстровано світовий рівень інфляції як дефлятор світового валового внутрішнього продукту за 1967–2013 рр.

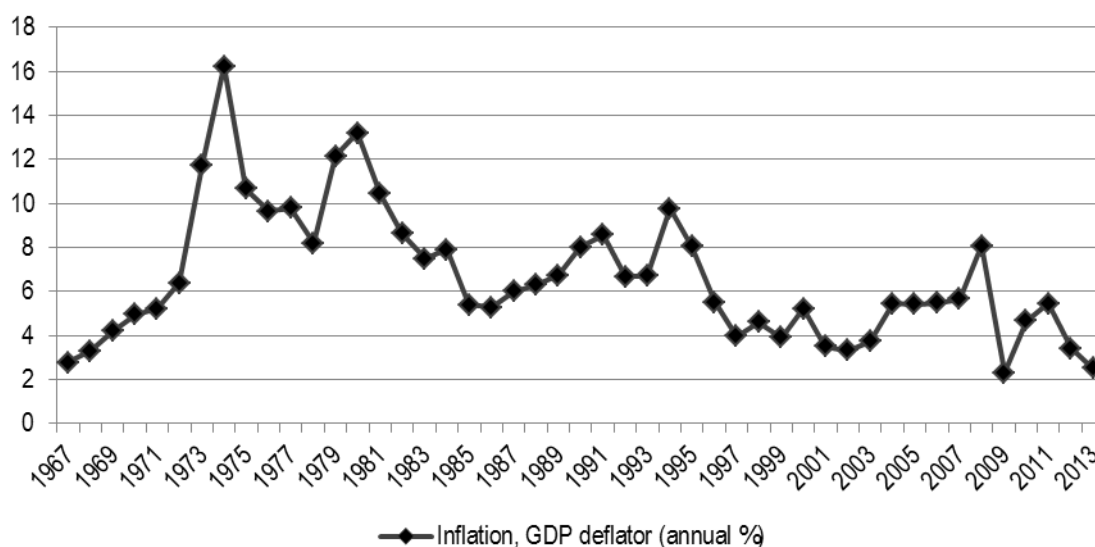


Рисунок 4.11 – Світовий рівень інфляції за 1967–2013 рр., % (складено на основі [253])

Дослідивши історичну динаміку інфляції, можна зауважити, що до 70-х рр. ХХ ст. ціни в цілому були постійні (рис. 4.11), а з впровадженням фінансових інновацій у цей період, демонетизацією золота, переходом до плаваючих валютних курсів та лібералізацією капіталу відбулося значне зростання її рівня, що внесло вклад у формування процесів фінансіалізації світового господарства.

Важливим моментом, який залишився поза увагою, є небувале зростання на ринках товарних деривативів як за обсягом, так і за видовою структурою контрактів, пояснення щодо якого будуть надані далі.

У контексті розгляду такого фінансового фактору, як бурхливий розвиток ринків товарних деривативів, зосередимо увагу на тенденціях біржової та позабіржової торгівлі сировинними активами та похідними на них, що спостерігаються останнім часом, з метою поглиблення розуміння кон'юнктури цих ринків та з урахуванням того, що ринки ПФІ на сьогодні є драйвером посилення впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на функціонування товарно-сировинних ринків.

Аналіз біржових та позабіржових товарних деривативів узагальнимо за такими аспектами: 1) обсяги та місце у структурі світового ринку деривативів; 2) локалізація за окремими організаторами торгів; 3) найбільш затребувані та ліквідні контракти за видами товарних цінностей; 4) особливості позабіржового сегмента.

Обсяги світової торгівлі біржовими деривативами наведено на рис. 4.12. Як видно з рис. 4.12, динаміка кількості контрактів, що знаходилися в обігу на біржах світу протягом 2004–2010 рр., була висхідною, незважаючи на глобальну фінансову кризу. Це зумовлено переорієнтацією інвесторів з фінансових ринків на товарно-сировинні. Падіння на 6 % на світовому ринку товарних деривативів у 2011 р., викликане скороченням біржової строкової торгівлі в Китаї на 34 %, було скомпенсоване 18-процентним зростанням у 2012 році [589, с.33–34].

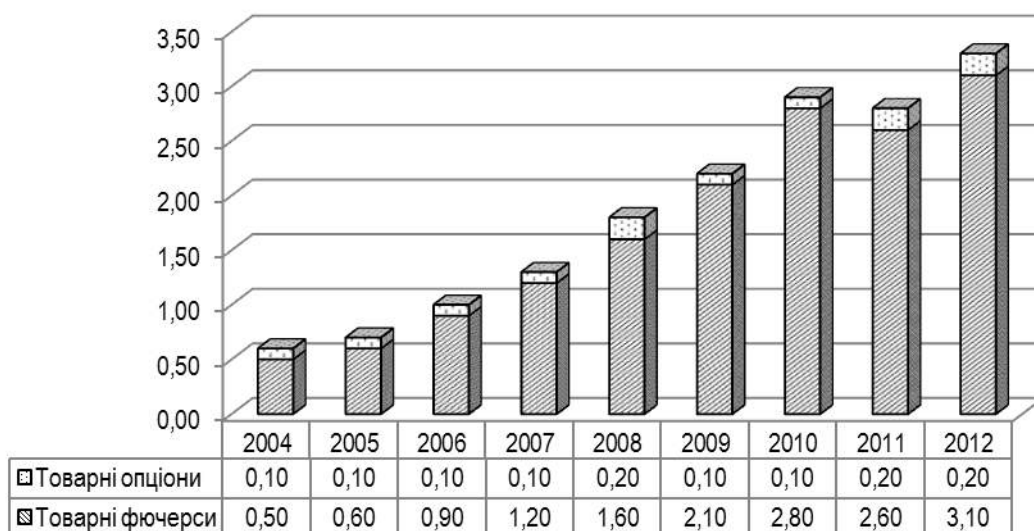


Рисунок 4.12– Обсяги торгівлі біржовими деривативами у світі за 2004–2012 рр., млрд контрактів (складено на основі [589, с.33])

У 2013 році порівняно з 2012 роком обсяги торгівлі біржовими деривативами в цілому зросли на 6,4 %. Після зниження темпів приросту у 2012 році, у 2013 році серед усіх видів деривативів найбільше зростання продемонстрували саме товарні – 20,5 % [372], займаючи у структурі світового ринку ПФІ від 10,4 (у 2010 р.) до 14,3 % (у 2012 р.) [373].

Співвідношення фінансових та товарних біржових деривативів наведено на рис. 4.13.

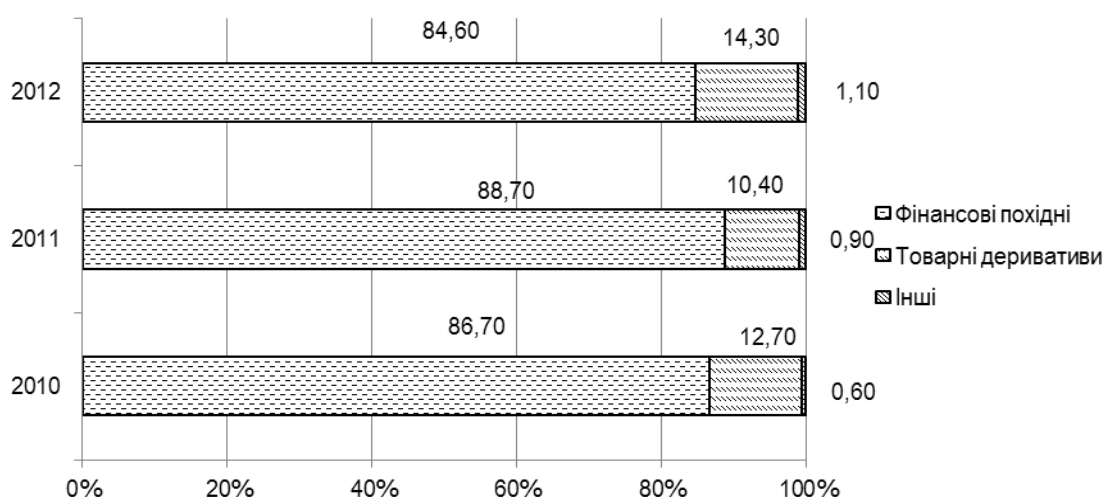


Рисунок 4.13 – Співвідношення фінансових та товарних біржових деривативів у 2010–2012 рр. (складено на основі [373])

Більше того, серед товарних деривативів приблизно рівними за питомою вагою є енергетичні – 5,8 %, агропромислові – 5,6 % та деривативи на метали (за видами) – до 5,0 % [373]. За даними ЮНКТАД [541], за період 2003–2006 рр. на основі кількості контрактів в обігу визначено, що з 2003 року темп приросту біржової торгівлі в країнах, що розвиваються, удвічі перевищує аналогічний показник для розвинених бірж країн ОЕСР. Це призвело до того, що біржі країн, що розвиваються, нині входять до лідерів з організації торгів біржовими товарними деривативами (табл. 4.7).

Таблиця 4.7 – Найбільші біржі за кількістю товарних ф'ючерсних та опціонних контрактів у 2012–2013 рр. (складено на основі [372])

№	Біржа	Кількість контрактів у 2012 р., млн од.	Кількість контрактів у 2013 р., млн од.	Темп приросту, %
Товарні ф'ючерси				
1	CME Group	141	130	-8,0
2	ICE Futures Europe	13	17	30,0
3	ICE Futures US	11	10	-9,0
4	London Metal Exchange	7	6	-14,0
5	NYSE Euronext Europe	4	3,9	-2,0
Товарні опціони				
1	Dalian Commodity Exchange	633	701	11,0
2	CME Group	664	650	-2,0
3	Shanghai Futures Exchange	365	642	76,0
4	Zhengzhou Commodity Exchange	347	525	51,0

Найбільшою світовою біржею товарних ф'ючерсів залишається Чиказька товарна біржа (CME Group), незважаючи на скорочення кількості контрактів на 8 % у 2013 році. Ця ж біржа є другою за кількістю товарних опціонів після Товарної біржі Далянь (Dalian Commodity Exchange). Слід відзначити, що саме завдяки Чиказькій товарній біржі лідерство серед країн світу за обсягами похідних контрактів утримує Північна Америка. При цьому найбільше зростання ф'ючерсних контрактів у відносному вираженні продемонстрував європейський ф'ючерсний підрозділ Інтерконтинентальної біржі (ICE Futures

Europe), а найбільше зростання опціонів, як і лідерство за їх абсолютною величиною зберігають біржі Китаю: Шанхайська (Shanghai Futures Exchange) та Чженчжоу (Zhengzhou Commodity Exchange).

Варто відзначити, що фінансові регулятори в Китаї дозволяють створювати похідні контракти на певні види товарів, які до цього ніде і ніколи не знаходилися у лістингу [372; 373]. Щодо видової різноманітності найбільш ліквідних контрактів у світі за видами товарних деривативів (енергетичні, агропромислові, деривативи на метали) варто відзначити, що лідерство за цими показниками утримують біржі країн, що розвиваються: Росії, Індії, Китаю, демонструючи надзвичайні темпи приросту за порівняльний п'ятирічний період (табл. 4.8) [372].

Таблиця 4.8 – Найбільш ліквідні товарні деривативи за видами у 2008 та 2013 роках (складено на основі [372])

№	Біржа	Кількість контрактів у 2008 році, млн од.	Кількість контрактів у 2013 році, млн од.
Енергетичні деривативи			
1	Brent oil futures Moscow Exchange	153,4	18 170,8
2	Brent crude oil ortions ICE Futures Europe	121,0	9 675,9
3	Natural Gas Futures, Multi Commodity Exchange of India	747,5	23 828,8
4	Brent Crude Oil Last Day Futures, New York Mercantile Exchange	465,1	9 214,9
Агропромислові деривативи			
1	Palm Oil Futures, Dalian Commodity Exchange	6 302,4	82 495,2
2	Soy Meal Futures, Dalian Commodity Exchange	81 265,4	265 357,6
3	Soy Oil Futures, Dalian Commodity Exchange	44 695,9	96334,7
4	Rubber Futures, Shanghai Futures Exchange	46 461,1	72 438,1
Деривативи на метали			
1	Gold Futures, Shanghai Futures Exchange	3890,5	20087,8

Продовження табл. 4.8

№	Біржа	Кількість контрактів у 2008 році, млн од.	Кількість контрактів у 2013 році, млн од.
2	Comex Copper Futures, New York Mercantile Exchange	4618,0	17127,4
3	Copper Futures, Shanghai Futures Exchange	20773,3	64295,9
4	Gold Futures, Moscow Exchange	5199,9	15892,8

Слід відмітити, що вітчизняні біржі не потрапляють до представленого аналізу, оскільки характеризуються нерозвиненістю, браком ліквідних інструментів, непривабливістю для інвесторів.

Обсяги позабіржових товарних деривативів за 2001–2013 роки наведено на рис. 4.14. Слід зауважити, що обсяги цих деривативів у 2010–2013 рр. коливалися на рівні 2004–2005 рр. (рис. 4.19). Закономірне зростання до пікового значення в 9000 млрд дол. обсягів позабіржових товарних деривативів на початку кризи в 2007 р. змінилося різким падінням у другій половині 2008 р. до 4427 млрд дол. [529; 542]. Падіння обсягів позабіржових товарних деривативів до 2011 р. пов'язане з впровадженням більш жорсткого регулювання на відповідних ринках.

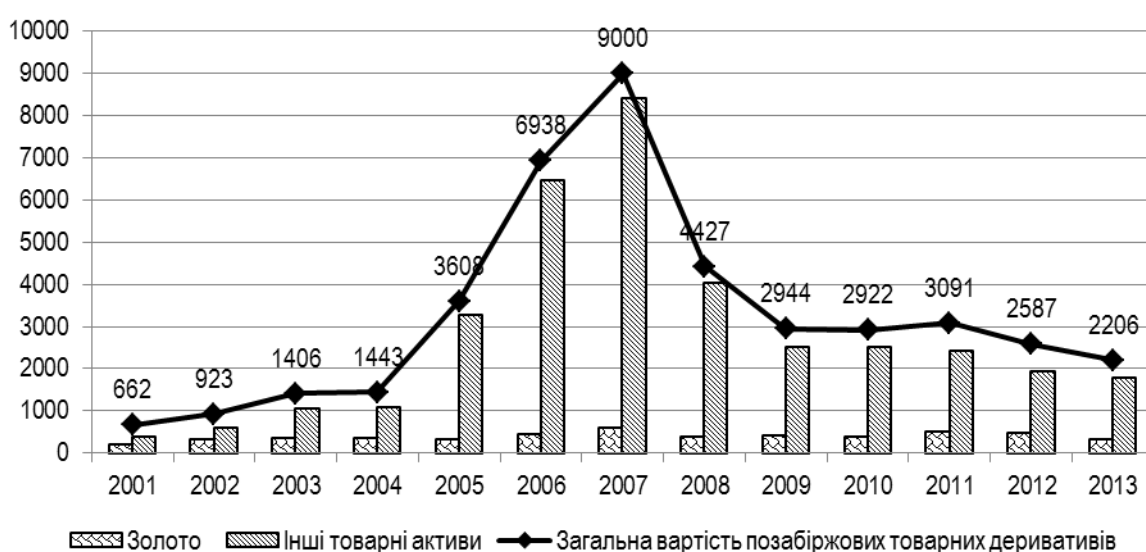


Рисунок 4.14 – Обсяги позабіржових товарних деривативів за 2001–2013 рр., млрд дол. (складено на основі [529; 542])

Структуру товарних позабіржових деривативів за типом контрактів у 2001–2013 рр. наведено на рис. 4.15. У межах видової структури (похідні на золото, інші цінні метали та товарні активи (агропромислові, енергетичні)) в цілому за аналізований період переважають контракти типу «форвард» та «своп» [542].

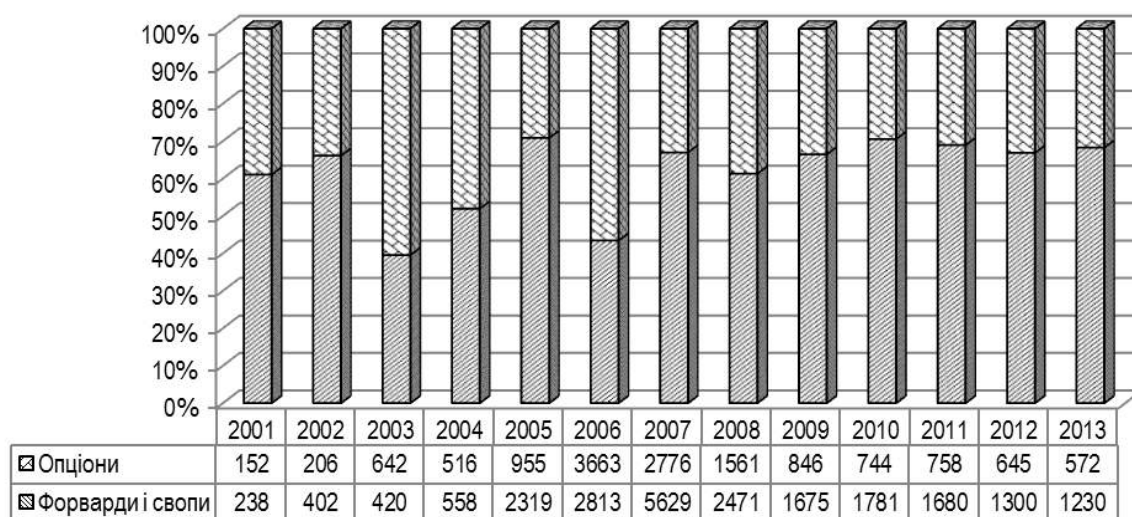


Рисунок 4.15 – Структура товарних позабіржових деривативів за типом контрактів у 2001–2013 рр., млрд од. (складено на основі [542])

Зважаючи на вищенаведене, було висунуто гіпотезу щодо впливу основних фінансових факторів, що пов'язані з дисбалансами руху фінансових ресурсів, на цінові показники товарно-сировинних ринків. Ці фактори, у свою чергу, опосередковують фінансіалізацію таких ринків.

Провівши аналіз стану світових ф'ючерсних ринків, як біржових, так і позабіржових, варто зауважити, що застосування для перевірки висунутої вище гіпотези окремих досліджених показників є вельми утрудненим. Причини цього полягають у різних статистичних базах відбору показників за позабіржовим і біржовим ринками та підходах щодо їх обчислення, різній видовій структурі (як за контрактами, так і базовими активами).

Натомість показники, що мають ілюструвати динаміку розвитку ф'ючерсних ринків, повинні бути інтегральними та охоплювати усі види базових активів та похідних контрактів, тобто формуватися на основі кошика

найбільш ліквідних товарних деривативів. Крім того, варто зауважити, що на сьогодні відбувається переорієнтація торгівлі з позабіржових товарних інструментів на біржові. Такими показниками, що відповідають наведеним вище критеріям, є індекси світових ф'ючерсних ринків. Серед таких індексів найбільш знаними у світі є Dow Jones-UBS Commodity Index (нині Bloomberg Commodity Index – BCOM) та Goldman Sachs Commodity Index (S&P GSCI). На доцільність використання індексу S&P GSCI для проведення ряду досліджень вказує О. М. Сохацька [308]. Так, індекс S&P GSCI включає 24 найбільш ліквідні ф'ючерсні контракти на основні сировинні товари, що є об'єктами міжнародної торгівлі, у той час як індекс BCOM включає 22 товарні ф'ючерси у 7 секторах економіки. Ці індекси використовуються інституційними інвесторами як орієнтири при прийнятті рішень щодо включення у свій портфель товарних інструментів, у т.ч. й похідних, з метою його диверсифікації, мінімізації ризиків [308; 425; 446]. Порівняння динаміки вказаних вище індексів у 2006–2014 рр. свідчить про їх ідентичність (рис. 4.16).

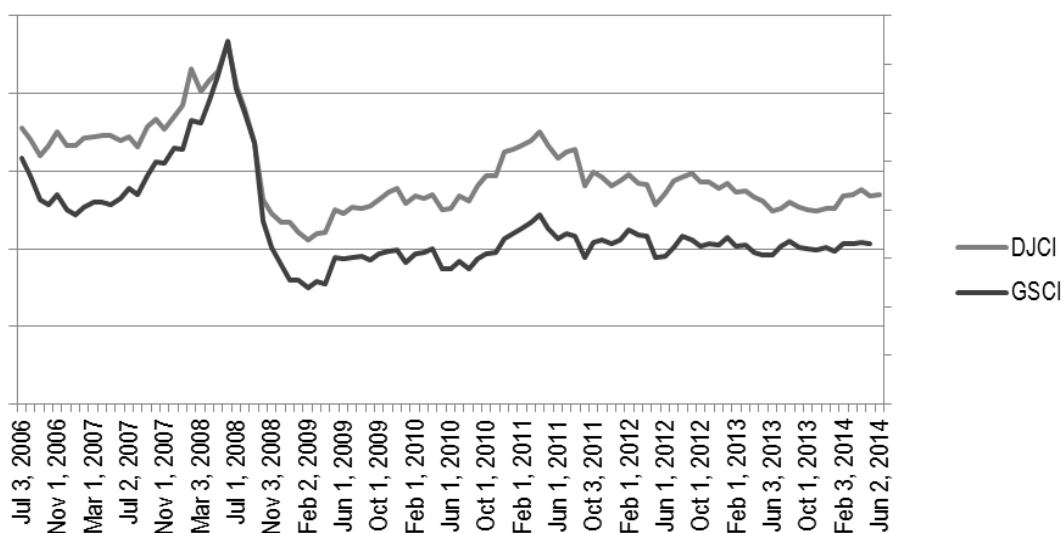


Рисунок 4.16 – Динаміка Dow Jones-UBS Commodity Index (Bloomberg Commodity Index) та Goldman Sachs Commodity Index у 2006–2014 рр. (складено на основі [425; 446])

Як бачимо, максимального значення індекси набули під час сплеску цін на нафту у 2008 році при ослабленні долара США, що цілком узгоджується з вищенаведеними тенденціями. Отже, зважаючи на загальну доступність даних за DJCI, оберемо його середньозважені річні значення як незалежну змінну. Цей показник разом з курсом долара США як резервної валюти та індексом споживчих цін є тими фінансовими факторами, які, на нашу думку, дозволяють проілюструвати вплив дисбалансів руху фінансових ресурсів в умовах фінансіалізації на цінові показники товарно-сировинних ринків. Як залежні змінні обрано показники, що систематично оприлюднюються Міжнародним валютним фондом [249], а саме: індекси світових товарно-сировинних ринків (сировинні) на різні групи активів: нафту, вугілля, продовольчі продукти (м'ясо, соя, рис, олія, цукор, какао-боби тощо) та інші агропромислові товари (бавовну, деревину, вовну та ін.), метали (цинк, мідь, залізо, уран тощо).

Динаміку ключових індексів світових ф'ючерсних і товарно-сировинних ринків у 1997–2013 рр. наведено на рис. 4.17.

Графічний аналіз зв'язку між незалежною змінною та окремими залежними (індекси, що характеризують ціни на основні продовольчі, енергетичні товари та метали) засвідчив його наявність та форму.

Результати розрахунку коефіцієнтів кореляції між індексами світових ф'ючерсних і товарно-сировинних ринків у різних секторах наведено в табл. 4.9. Проведені розрахунки засвідчують прямий зв'язок між індексом DJCI та сировинними індексами. Отримані значення коефіцієнтів кореляції демонструють помірний за інтенсивністю зв'язок, який наближується до високої щільності. Варто зауважити, що мінімальне значення коефіцієнта кореляції пов'язано з тим, що риба та морепродукти як базові активи не включені за методологією розрахунку до індексного кошика DJCI і, крім того, не досить часто є предметом ф'ючерсної торгівлі.

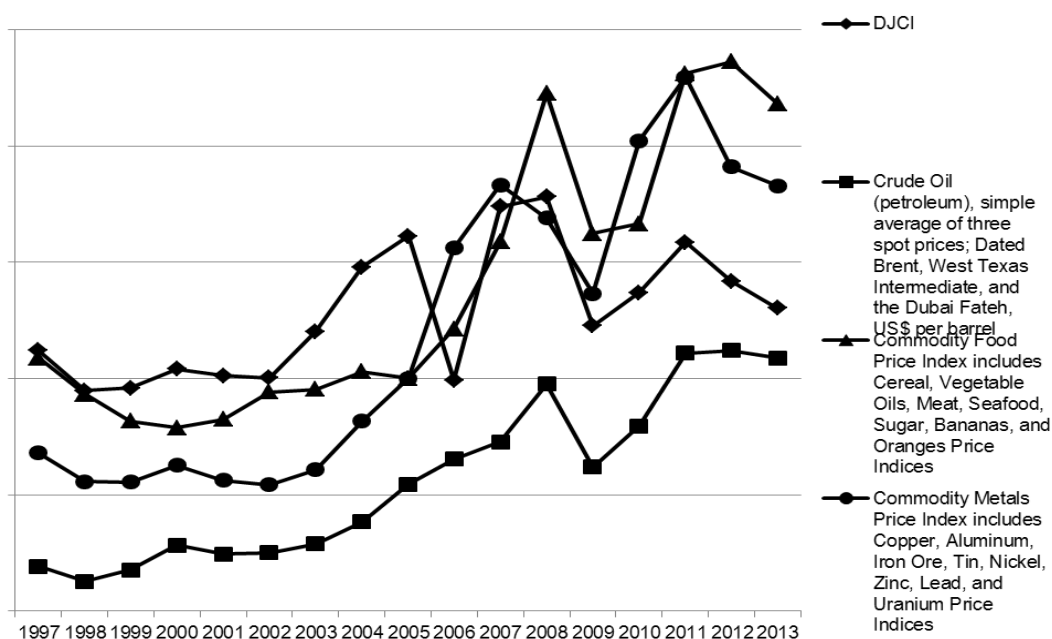


Рисунок 4.17 – Динаміка ключових індексів світових ф'ючерсних і товарно-сировинних ринків у 1997–2013 рр. (складено на основі [464])

Таблиця 4.9 – Коефіцієнти кореляції між індексами світових ф'ючерсних і товарно-сировинних ринків у різних секторах

№	Сировинні індекси	Коефіцієнт кореляції
1	Commodity Non-Fuel Price Index includes Food and Beverages and Industrial Inputs Price Indices)	0,635
2	Commodity Industrial Inputs Price Index includes Agricultural Raw Materials and Metals Price Indices)	0,683
3	Crude Oil (petroleum), simple average of three spot prices; Dated Brent, West Texas Intermediate, and the Dubai Fateh, US\$ per barrel)	0,675
4	Commodity Fuel (energy) Index includes Crude oil (petroleum), Natural Gas, and Coal Price Indices	0,683
5	Commodity Food and Beverage Price Index includes Food and Beverage Price Indices	0,612
6	Commodity Food Price Index includes Cereal, Vegetable Oils, Meat, Seafood, Sugar, Bananas, and Oranges Price Indices	0,634
7	Commodity Vegetable Oil Index includes Soybean, Soybean Meal, Soybean Oil, Rapeseed Oil, Palm Oil, Sunflower Oil, Olive Oil, Fishmeal, and Groundnut Price Indices	0,635
8	Commodity Meat Price Index includes Beef, Lamb, Swine (pork), and Poultry Price Indices	0,602
9	Commodity Seafood Index includes Fish (salmon) and Shrimp Price Indices	0,308
10	Commodity Sugar Index includes European, Free market, and U.S. Price Indices	0,398

Продовження табл. 4.9

№	Сировинні індекси	Коефіцієнт кореляції
11	Commodity Beverage Price Index includes Coffee, Tea, and Cocoa	0,494
12	Commodity Agricultural Raw Materials Index includes Timber, Cotton, Wool, Rubber, and Hides Price Indices	0,498
13	Commodity Metals Price Index includes Copper, Aluminum, Iron Ore, Tin, Nickel, Zinc, Lead, and Uranium Price Indices	0,648

Підтвердження наявності причинно-наслідкових зв'язків між динамікою індексів світових ф'ючерсних і товарно-сировинних ринків здійснено на основі проведення тесту Грейнджера (Granger Causality Test) з використанням F-статистики та програмного продукту EViews. Застосування тесту Грейнджера є виправданим, коли необхідно з'ясувати чи є одна змінна (наприклад, DJCI) причиною зміни в значеннях інших змінних (наприклад, сировинних індексів). Опосередковано це може свідчити на користь виконання співвідношення «причина-наслідок». Наявність причинно-наслідкових зв'язків між динамікою індексів світових ф'ючерсних і товарно-сировинних ринків перевіряється відносно двох регресійних рівнянь для досліджуваних змінних з можливістю застосування лагів на основі F-статистики. Нульова гіпотеза полягає в тому, що одна змінна, DJCI, не є причиною змін у динаміці рядів інших змінних (сировинні індекси).

Результати перевірки наявності причинно-наслідкових зв'язків між динамікою індексів світових ф'ючерсних і товарно-сировинних ринків у розрізі 1980–2013 рр. наведено у табл. 4.10. Проведені розрахунки дозволили з 5-процентним рівнем значущості відкинути нульову гіпотезу про те, що динаміка обраного для дослідження індексу світових ф'ючерсних ринків не є причиною змін у динаміці рядів сировинних індексів з урахуванням 5-річних лагів. Зазначена гіпотеза виконується лише для пари DJCI – Commodity Seafood Index includes Fish (salmon) and Shrimp Price Indices на часових інтервалах 1–3 роки.

Таблиця 4.10 – Перевірка наявності причинно-наслідкових зв'язків між динамікою індексів світових ф'ючерсних і товарно-сировинних ринків на основі проведення тесту Грейнджера у розрізі 1980–2013 рр.

Пари індексів	Часовий лаг				
	1 рік	2 роки	3 роки	4 роки	5 років
DJCI – Commodity Non-Fuel Price Index includes Food and Beverages and Industrial Inputs Price Indices	0,3208	0,0075	0,0084	0,0130	0,0058
Критичне значення F-статистики	1,01905	5,89865	4,92136	4,10554	4,80209
DJCI – Commodity Industrial Inputs Price Index includes Agricultural Raw Materials and Metals Price Indices	0,0677	0,1313	0,0005	0,0021	0,0087
Критичне значення F-статистики	3,59419	2,19049	8,52259	6,08271	4,38976
DJCI – Crude Oil (petroleum), simple average of three spot prices; Dated Brent, West Texas Intermediate, and the Dubai Fateh, U.S. per barrel	0,0707	0,1564	0,0005	0,0021	0,0088
Критичне значення F-статистики	3,51150	1,98862	8,45760	6,03698	4,37111
DJCI – Commodity Fuel (energy) Index includes Crude oil (petroleum), Natural Gas, and Coal Price Indices	0,01880	0,1313	0,0005	0,0021	0,0087
Критичне значення F-статистики	3,59430	2,19063	8,52261	6,08265	4,38968
DJCI – Commodity Food and Beverage Price Index includes Food and Beverage Price Indices	0,0962	0,2731	6,E-06	9,E-05	0,0008
Критичне значення F-статистики	2,94951	1,36240	16,1363	10,2522	7,10572
DJCI – Commodity Food Price Index includes Cereal, Vegetable Oils, Meat, Seafood, Sugar, Bananas, and Oranges Price Indices	0,1241	0,3050	0,0003	0,0017	0,0081
Критичне значення F-статистики	2,50341	1,24136	9,20355	6,31007	4,45678
DJCI – Commodity Vegetable Oil Index includes Soybean, Soybean Meal, Soybean Oil, Rapeseed Oil, Palm Oil, Sunflower Oil, Olive Oil, Fishmeal, and Groundnut Price Indices	0,2638	0,4903	0,0002	0,0007	0,0005
Критичне значення F-статистики	1,29669	0,73190	10,2152	7,39651	7,69236
DJCI – Commodity Meat Price Index includes Beef, Lamb, Swine (pork), and Poultry Price Indices	0,3074	0,1773	0,0015	0,0172	0,0186
Критичне значення F-статистики	1,07836	1,84564	7,05988	3,83194	3,65301
DJCI – Commodity Seafood Index includes Fish (salmon) and Shrimp Price Indices	0,7248	0,6316	0,6326	0,4020	0,1226
Критичне значення F-статистики	0,12629	0,46745	0,58199	1,05742	2,03132

Продовження табл. 4.10

Пари індексів	Часовий лаг				
	1 рік	2 роки	3 роки	4 роки	5 років
DJCI – Commodity Sugar Index includes European, Free market, and U.S. Price Indices	0,0066	0,1918	0,2449	0,3956	0,6073
Критичне значення F-статистики	8,53677	1,75683	1,48083	1,07111	0,73421
DJCI – Sugar, Free Market, Coffee Sugar and Cocoa Exchange (CSCE) contract no,11 nearest future position, U.S. cents per pound	0,0074	0,1756	0,2422	0,4336	0,6071
Критичне значення F-статистики	8,24334	1,85687	1,49114	0,99202	0,73451
DJCI – Commodity Beverage Price Index includes Coffee, Tea, and Cocoa	0,3465	0,7986	0,2251	0,4503	0,4844
Критичне значення F-статистики	0,91458	0,22676	1,55953	0,95912	0,93050
DJCI – Commodity Agricultural Raw Materials Index includes Timber, Cotton, Wool, Rubber, and Hides Price Indices	0,7647	0,0678	0,0044	0,0181	0,0442
Критичне значення F-статистики	0,09119	2,97751	5,65939	3,78542	2,87795
DJCI – Commodity Metals Price Index includes Copper, Aluminum, Iron Ore, Tin, Nickel, Zinc, Lead, and Uranium Price Indices	0,2126	0,0065	0,0112	0,0169	0,0133
Критичне значення F-статистики	1,62191	6,11442	4,58785	3,84702	3,97057

Як зазначалось раніше, риба та морепродукти як базові активи не включені за методологією розрахунку до індексного кошика DJCI, тому подібне значення розрахованої ймовірності та її критичної статистики є виправданим. Відсутній також вплив DJCI на Commodity Agricultural Raw Materials Index includes Timber, Cotton, Wool, Rubber, and Hides Price Indices з часовим лагом в 1 рік. У цьому випадку значення ймовірності 0,7647 перевищує значення F-статистики 0,09119. Проте з урахуванням наступних лагів спостерігається наявність такого впливу.

Дзеркальним підтвердженням правильності зроблених вище висновків є зворотні результати тесту Грейнджера. У табл. 4.11 наведено результати перевірки наявності причинно-наслідкових зв'язків між динамікою індексів світових товарно-сировинних і ф'ючерсних ринків у розрізі 1980–2013 рр.

Таблиця 4.11 – Перевірка наявності причинно-наслідкових зв'язків між динамікою індексів світових товарно-сировинних і ф'ючерсних ринків на основі проведення тесту Грейнджера у розрізі 1980–2013 рр.

Пари індексів	Часовий лаг				
	1 рік	2 роки	3 роки	4 роки	5 років
Commodity Non-Fuel Price Index includes Food and Beverages and Industrial Inputs Price Indices – DJCI	0,4030	0,3934	0,9684	0,9912	0,9826
Критичне значення F-статистики	0,71970	0,96595	0,08349	0,06660	0,13326
Commodity Industrial Inputs Price Index includes Agricultural Raw Materials and Metals Price Indices – DJCI	0,8919	0,8673	0,6815	0,6629	0,7983
Критичне значення F-статистики	0,01880	0,14315	0,50646	0,60572	0,46345
Crude Oil (petroleum), simple average of three spot prices; Dated Brent, West Texas Intermediate, and the Dubai Fateh, U.S. per barrel – DJCI	0,8593	0,8569	0,6698	0,6618	0,7927
Критичне значення F-статистики	0,03196	0,15532	0,52414	0,60725	0,47137
Commodity Fuel (energy) Index includes Crude oil (petroleum), Natural Gas, and Coal Price Indices – DJCI	0,8919	0,8673	0,6815	0,6629	0,7983
Критичне значення F-статистики	0,0676	0,14316	0,50645	0,60572	0,46345
Commodity Food and Beverage Price Index includes Food and Beverage Price Indices – DJCI	0,6955	0,6010	0,7258	0,7607	0,7077
Критичне значення F-статистики	0,15620	0,51895	0,44095	0,46487	0,59008
Commodity Food Price Index includes Cereal, Vegetable Oils, Meat, Seafood, Sugar, Bananas, and Oranges Price Indices – DJCI	0,9843	0,8793	0,9039	0,8596	0,9287
Критичне значення F-статистики	0,00039	0,12927	0,18751	0,32267	0,26067
Commodity Vegetable Oil Index includes Soybean, Soybean Meal, Soybean Oil, Rapeseed Oil, Palm Oil, Sunflower Oil, Olive Oil, Fishmeal, and Groundnut Price Indices – DJCI	0,8425	0,6200	0,7030	0,8268	0,7770
Критичне значення F-статистики	0,04016	0,48655	0,47436	0,37068	0,49339
Commodity Meat Price Index includes Beef, Lamb, Swine (pork), and Poultry Price Indices – DJCI	0,6069	0,2714	0,5058	0,2078	0,0445
Критичне значення F-статистики	0,27038	1,36922	0,80048	1,61452	2,87315
Commodity Seafood Index includes Fish (salmon) and Shrimp Price Indices – DJCI	0,0995	0,2854	0,1113	0,1558	0,3269
Критичне значення F-статистики	2,88962	1,31384	2,22488	1,85648	1,25138

Продовження табл. 4.11

Пари індексів	Часовий лаг				
	1 рік	2 роки	3 роки	4 роки	5 років
Commodity Sugar Index includes European, Free market, and U.S. Price Indices – DJCI	0,8475	0,9803	0,8632	0,9208	0,8309
Критичне значення F-статистики	0,03764	0,01987	0,24626	0,22594	0,41680
Sugar, Free Market, Coffee Sugar and Cocoa Exchange (CSCE) contract no, 11 nearest future position, U.S. cents per pound – DJCI	0,9207	0,9948	0,8363	0,8958	0,7482
Критичне значення F-статистики	0,01008	0,00519	0,28426	0,26706	0,53353
Commodity Beverage Price Index includes Coffee, Tea, and Cocoa – DJCI	0,3748	0,5983	0,6157	0,3200	0,4083
Критичне значення F-статистики	0,81153	0,52365	0,60889	1,25152	1,07203
Commodity Agricultural Raw Materials Index includes Timber, Cotton, Wool, Rubber, and Hides Price Indices – DJCI	0,3272	0,6494	0,3868	0,3681	0,5127
Критичне значення F-статистики	0,99189	0,43871	1,05431	1,13281	0,88243
Commodity Metals Price Index includes Copper, Aluminum, Iron Ore, Tin, Nickel, Zinc, Lead, and Uranium Price Indices – DJCI	0,4948	0,2514	0,7420	0,8729	0,8996
Критичне значення F-статистики	0,47772	1,45391	0,41761	0,30264	0,31150

Більшість розрахованих значень ймовірності того, що сировинні індекси спричиняють зміни у динаміці рядів DJCI, перевищують критичні значення F-статистики. Це не дає змогу відкинути нульову гіпотезу про те, що сировинні індекси не мають впливу на індекс світових ф'ючерсних ринків. Отже, вплив дисбалансів руху фінансових ресурсів в умовах фінансіалізації на цінові показники товарно-сировинних ринків може бути доведений.

Підсумовуючи вищезазначене, було запропоновано концептуальні засади визначення залежності між дисбалансами руху фінансових ресурсів та ціновими показниками товарно-сировинних ринків, що забезпечується шляхом: 1) групування традиційних фундаментальних факторів впливу на кон'юнктуру світових товарно-сировинних ринків і факторів, пов'язаних з дисбалансами руху фінансових ресурсів; 2) встановлення характеру та підтвердження наявності причинно-наслідкових зв'язків між динамікою індексів світових ф'ючерсних та товарно-сировинних ринків. Дослідження залежності між

дисбалансами руху фінансових ресурсів та ціновими показниками товарно-сировинних ринків запропоновано проводити у такій послідовності (рис. 4.18).



Рисунок 4.18 – Структурно-логічна схема ідентифікації залежності між дисбалансами руху фінансових ресурсів та ціновими показниками товарно-сировинних ринків

Таким чином, за результатами підрозділу було запропоновано концептуальні засади визначення залежності між дисбалансами руху фінансових ресурсів та ціновими показниками товарно-сировинних ринків. Згруповано у діаграмі Ішикаві традиційні фундаментальні фактори впливу на кон'юнктуру світових товарно-сировинних ринків та фінансові фактори, пов'язані з дисбалансами руху фінансових ресурсів. Встановлено вплив основних фінансових факторів, пов'язаних з дисбалансами руху фінансових

ресурсів, на цінові показники товарно-сировинних ринків. Зокрема, на основі графічного аналізу доведено залежність цін на нафту та курсу долара США. Вивчення тенденцій біржової та позабіржової торгівлі товарними деривативами дозволило зробити висновок про переорієнтацію з огляду на регуляторні обмеження торгівців на біржові ринки. Це призвело до зростання обсягів торгівлі, передусім у країнах, що розвиваються – і як наслідок посилення фінасіалізації ринків базових активів. Спираючись на індикатор світових ф'ючерсних ринків як незалежну змінну та ряд сировинних індексів на основі кореляційного та графічного аналізу було доведено наявність між ними прямих, помірних за інтенсивністю зв'язків. Останнє свідчить про вплив дисбалансів руху фінансових ресурсів, спричинених фінасіалізацією, на товарно-сировинні ринки. Додатково підтверджено наявність причинно-наслідкових зв'язків між динамікою індексів світових ф'ючерсних і товарно-сировинних ринків на основі проведення тесту Грейнджера з використанням F-статистики. Виявлено суттєвий вплив ринків похідних фінансових інструментів на цінові показники товарно-сировинних ринків, що є свідченням необхідності структурного реформування цих ринків з метою запобігання фінансовим кризам та руйнівним наслідкам посилення дисбалансів руху фінансових ресурсів. Сформовано підґрунтя для коригування системи моніторингу фінансового сектору.

Висновки до четвертого розділу

У четвертому розділі дисертації виявлено зв'язки між фінасіалізацією та інвестиційними потоками, удосконалено науково-методичний підхід до визначення залежності між дисбалансами руху фінансових ресурсів та цими потоками в економіці, здійснено групування детермінант посилення впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на функціонування товарно-сировинних ринків, запропоновано концептуальні засади визначення залежності між дисбалансами руху фінансових ресурсів та ціновими показниками товарно-сировинних ринків.

За результатами розділу зроблено наступні висновки:

1. Важливість підтримання оптимальних пропорцій фінансового та реального інвестування з метою досягнення макроекономічної рівноваги робить необхідним дослідження структурних зрушень у спрямуванні інвестиційних потоків під впливом дисбалансів руху фінансових ресурсів. Виявлено неоднозначні щодо сили та напрямку зв'язки між фінансіалізацією та інвестиційними потоками на основі аналізу статистичних даних щодо розвитку економік США та більшості європейських країн. Виокремлено, з одного боку, збільшення норми прибутку у фінансовій та страховій діяльності, розбудову фінансової інфраструктури за рахунок активізації інституційних інвесторів, з іншого – економічну недоцільність реалізації довгострокових інвестиційних проектів, витіснення реальних інвестицій фінансовими, посилення волатильності фінансових ринків за рахунок арбітражних та інших спекулятивних операцій.

2. Удосконалено науково-методичний підхід до визначення залежності між дисбалансами руху фінансових ресурсів та інвестиційними потоками в економіці, який базується на: 1) застосуванні регресійних моделей з фіксованими ефектами; 2) використанні лонгітюдних даних ряду країн Східної Європи, в тому числі України. На основі використання цього підходу було: 1) підтверджено гіпотезу щодо тісного зв'язку між дисбалансами руху фінансових ресурсів та обсягами прямих іноземних інвестицій. Зокрема збільшення індикаторів дисбалансів руху фінансових ресурсів приводить до зростання обсягів прямих іноземних інвестицій; 2) спростовано гіпотезу щодо суттєвого впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів в умовах фінансіалізації економіки на інвестиційну активність у реальному секторі, в тому числі інфраструктурні інвестиції. Загалом обґрунтовано вплив дисбалансів руху фінансових ресурсів на обсяги інфраструктурних та прямих іноземних інвестицій, динаміку нагромадження капіталу.

3. Встановлено, що виникнення дисбалансів руху фінансових ресурсів внаслідок фінансіалізації не сприяє розвитку інвестиційної активності в країні, а лише посилює фінансові диспропорції шляхом спрямування прямих іноземних інвестицій у фінансовий сектор.

4. Досліджено вплив дисбалансів руху фінансових ресурсів на функціонування товарно-сировинних ринків. Встановлено, що прояви таких дисбалансів обумовлюють: переорієнтацію капіталу у фінансовий сектор; зростання швидкості потоків на фінансових ринках; диспропорційності у ціноутворенні, а саме ціни на товари визначаються взаємодією не традиційних фундаментальних факторів, а фінансових; посилення зв'язків між змінними, що визначають ціни на товари та фінансові активи; активізацію операцій суб'єктів реального сектора з фінансовими інструментами.

5. Здійснено групування детермінант посилення впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на функціонування товарно-сировинних ринків за такими аспектами, як лібералізація валютно-фінансового регулювання, розвиток технологій торговельної діяльності, поширення фінансових інновацій, трансформація психологічно-поведінкової моделі. Це дало змогу обґрунтувати причинно-наслідковий зв'язок між дисбалансами руху фінансових ресурсів та дивергенцією фінансового і реального секторів економіки.

6. Драйвером посилення впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на функціонування товарно-сировинних ринків визначено ринки похідних фінансових інструментів. Відмічено поступове зміщення основної функції таких ринків з хеджувальної до спекулятивної та посилення впливу діяльності інституційних інвесторів на кон'юнктуру товарно-сировинних ринків.

7. Дослідження залежності між дисбалансами руху фінансових ресурсів та ціновими показниками товарно-сировинних ринків запропоновано проводити у наведеній нижче послідовності:

Етап 1. Побудова діаграми Ішикави, яка дозволяє згрупувати традиційні фундаментальні фактори впливу на кон'юнктуру світових товарно-сировинних ринків і фактори, пов'язані з дисбалансами руху фінансових ресурсів. До складу групи фундаментальних факторів віднесено: розвиток технологій-субститутів; скорочення пропозиції окремих груп товарів внаслідок ряду чинників, ризиків; зростання попиту на сировинні товари. Фактори, пов'язані з дисбалансами руху фінансових ресурсів, включають посилення впливу інфляції та курсу долара США на світові товарні і фінансові активи, а також бурхливий розвиток ринків товарних деривативів за рахунок переорієнтації з позабіржових ринків та

масштабного зростання обсягів контрактів за окремими товарними активами через сплеск цін на них.

Етап 2. Вибір незалежної змінної та залежних змінних. Як незалежну змінну обрано індекс світових ф'ючерсних ринків (формується на основі кошика найбільш ліквідних товарних деривативів), як залежні змінні – індекси світових товарно-сировинних (характеризують ціни на основні продовольчі, енергетичні товари та метали тощо) ринків.

Етап 3. Здійснення графічного та кореляційного аналізу з метою встановлення характеру зв'язку між індексами світових ф'ючерсних і товарно-сировинних ринків. Графічний аналіз зв'язку між незалежною змінною (в якості якої обрано Dow Jones-UBS Commodity Index) та окремими залежними засвідчив його наявність та форму. Результати кореляційного аналізу продемонстрували, що зв'язок між досліджуваними індексами є прямим, помірним та наближується до високої щільності.

Етап 4. Підтвердження наявності причинно-наслідкових зв'язків між динамікою індексів світових ф'ючерсних і товарно-сировинних ринків на основі проведення тесту Грейнджера з використанням F-статистики. Результати розрахунків дозволили з 5-процентним рівнем значущості відкинути гіпотезу про те, що динаміка обраного для дослідження індексу ф'ючерсних світових ринків не є причиною змін у динаміці рядів сировинних індексів з урахуванням 5-річних лагів.

Результати проведеного дослідження дали змогу: 1) сформулювати підґрунтя для коригування системи моніторингу фінансового сектору; 2) виявити суттєвий вплив ринків похідних фінансових інструментів на цінові показники товарно-сировинних ринків, що є свідченням необхідності структурного реформування цих ринків з метою запобігання фінансовим кризам та руйнівним наслідкам посилення дисбалансів руху фінансових ресурсів.

Основні положення даного розділу дисертаційної роботи опубліковано в роботах [38; 147; 149; 151; 155; 157; 159; 206; 475; 476; 478; 485; 488].

РОЗДІЛ 5

КОНЦЕПТУАЛЬНІ ТА МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ РЕГУЛЮВАННЯ
ДИСБАЛАНСІВ РУХУ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ В ЕКОНОМІЦІ УКРАЇНИ5.1 Особливості та напрями регулювання дисбалансів руху фінансових
ресурсів

В умовах фінансіалізації набуває актуальності не тільки виявлення впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на економічне зростання та соціальний розвиток країни, інвестиційні потоки, стійкість фінансового сектору та рівень його конвергентності з реальним сектором, а й регулювання таких дисбалансів з метою їх подолання.

Питанням регулювання економіки в цілому, її фінансового та реального секторів зокрема, присвячено ряд наукових праць вчених: О.Абакуменко [1], А.Акаєв [6], В.Базилевич [16], О.Бакаєв [18], О.Барановський [20; 21; 22; 259], В.Боронос [34], Т.Васильєва [43], О.Вовчак [51; 259], В.Гланц [64], В.Гниляк [66], О.Дзюблюк [82; 85; 86], І.Дорошенко [88; 89; 90], І.Д'яконова [73], Ю.Єльнікова [97], М.Єрмошенко [98], Ф.Журавка [101; 102], В.Зимовець [106; 107], О.Ісаєва [111], В.Кабанов [113], Д.Каменщик [114; 115], Г.Карчева [117], М.Ковалев [124], Ю.Коваленко [126; 127], Н. Козлов [129], В.Козюк [130], Л.Колінець [133], В.Корнєєв [138; 139], Л.Корнійчук [169], М.Крупка [176; 177], О.Куришко [180], П.Лансков [183], С.Леонов [188; 501], О.Луняков [196], І.Малий [208], В.Мартыненко [212], В.Міщенко [220; 233], О.Мозговий [223], С.Науменкова [231; 233], І.О.Лютий, А.Ф.Павленко та Т.Є.Оболенська [236], К.Отченаш та Т.Фролова [247], В.Плиса [262; 263], І.Рекуненко [290; 543], С.Румянцев [291], Т.Савченко [292; 293], О.Сохацька [310; 311], О.Чувардинський [351], В.Шелудько [357], І.Школьник [101; 110; 358; 360; 361; 362], І.Якушик [371], П. Руссо [551; 552] та інші.

Регулювання фінансового та реального секторів економіки на окремих рівнях можливо розглядати з таких позицій:

- класичне державне регулювання (коли базова роль у безпосередньому регулюванні відводиться саме державі);

- саморегулювання (коли окрім держави у процес регулювання включаються так звані саморегулівні організації, яким надається значний обсяг прав) [90; 247; 291, с. 3–4]. Організації подібного типу вперше зародились у США. Трактують поняття та функції цих організацій у контексті різних секторів економіки є дещо відмінним. Ряд вчених, спираючись на існуючу законодавчу базу, визначають такі організації як неприбуткові об'єднання суб'єктів, які функціонують в їх інтересах та інтересах багатьох інших учасників економічних відносин. Цим організаціям делегується ряд повноважень державними органами (що відповідають за безпосереднє державне регулювання), у тому числі повноваження по впровадженню системи правил ринкової поведінки. Вони посилюють стійкість як окремих суб'єктів економіки, так і її секторів в цілому [247; 290, с. 135–158; 291, с. 3–4; 345].

Виходячи з вищенаведеного, регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці можна розглядати з двох позицій.

По-перше, державне регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів.

По-друге, саморегулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів.

Ці різновиди спрямовані на подолання таких дисбалансів в умовах фінансіалізації.

Віддаючи належну роль саморегулюванню, у дисертації надалі будуть розглянуті аспекти класичного державного регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці. Як було зазначено вище, фінансіалізація характеризується випереджаючим розвитком фінансового сектору економіки над її реальним. Спричинені такою фінансіалізацією дисбаланси руху фінансових ресурсів в економіці. Враховуючи вищенаведене, визначимо зміст державного регулювання секторів економіки та дисбалансів руху фінансових ресурсів.

Під державним регулюванням сектору економіки (у тому числі фінансового) будемо розуміти комплексний вплив держави на такий сектор з метою, насамперед, підтримання рівня його розвитку та забезпечення ефективності роботи, стійкості і стабільності [16; 126; 236; 259; 290].

Регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці визначимо як сукупність засобів впливу на такі дисбаланси з метою їх подолання. Отже, мета регулювання полягає у подоланні дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці.

Державне регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці здійснюється за допомогою переліку інструментів фінансової політики, зокрема фіскальної та монетарної, які будуть детально охарактеризовані нижче.

Як відомо, окремими суб'єктами класичного державного регулювання вітчизняного фінансового сектору виступають Національний банк України, Нацкомфінпослуг, Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, органи часткового регулювання (Антимонопольний комітет України, Міністерство фінансів України та ін.) тощо [220; 221; 247; 290, с. 125–127]. Державне регулювання фінансового сектору має визначені цілі, об'єкти тощо (рис. 5.1). Одним із завдань такого регулювання, як приклад, можна виокремити пом'якшення домінуючого попиту на псевдофінансові операції порівняно з існуючим його рівнем. Метою державного регулювання фінансового сектору є створення сприятливих умов для його стабільного розвитку. Цілі такого регулювання полягають у забезпеченні:

- 1) захисту інтересів учасників фінансових відносин;
- 2) відносно рівного доступу ринкових учасників до сегментів фінансового сектору;
- 3) розвитку здорової конкуренції на ринку, його транспарентності та відкритості, інтеграції у світовий фінансовий простір [97; 247; 252; 290; 297].

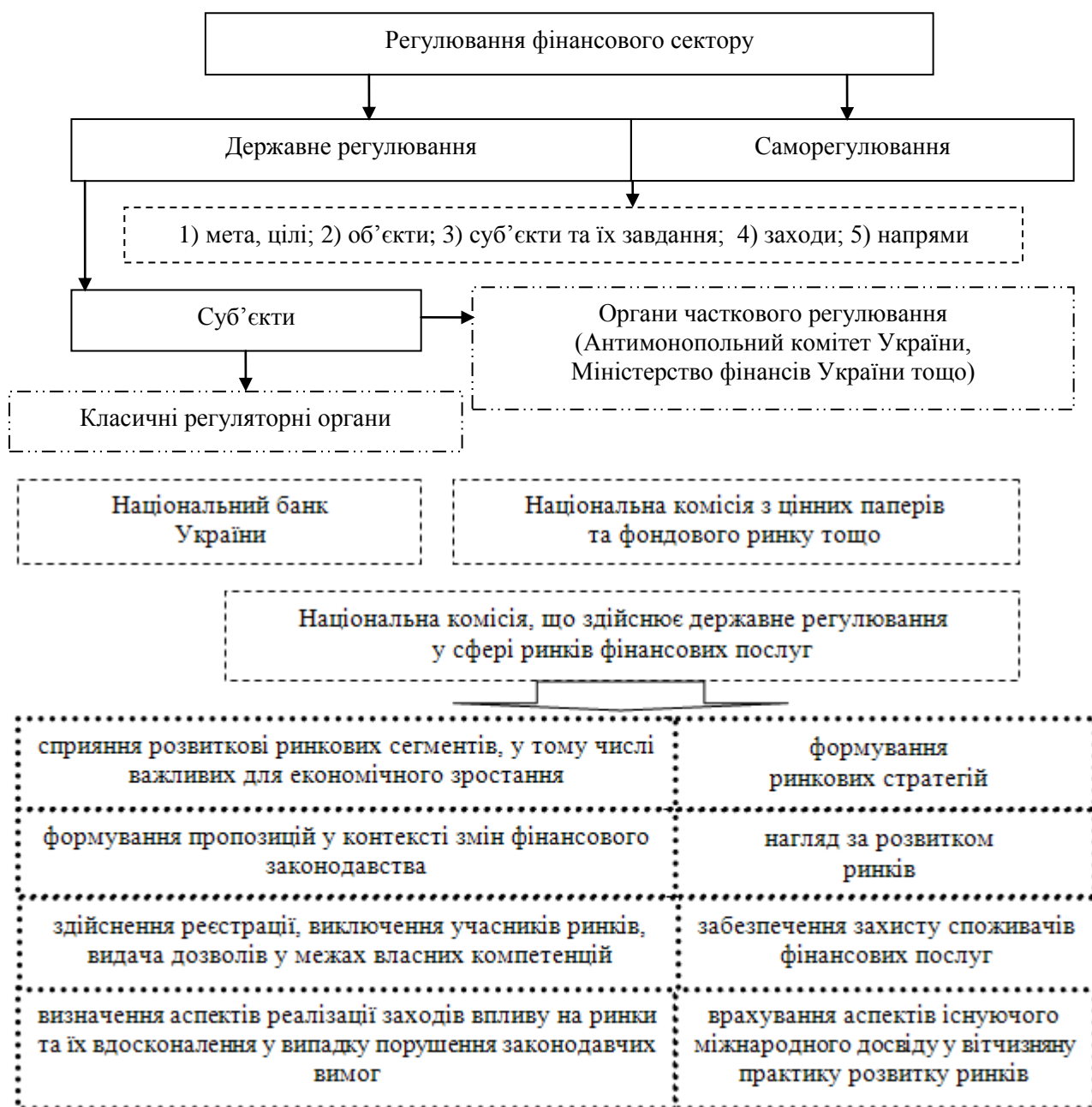


Рисунок 5.1 – Особливості регулювання фінансового сектору в Україні
(складено та доповнено на основі [156; 232; 279; 290])

В цілому на регуляторний орган держави повинно покладатися чимало завдань. У процесі реалізації державного регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів окреме значення має проведення системи заходів з метою підтримання рівня фінансової надійності суб'єктів економіки в цілому, імплементації загальних правил поведінки та стосовно захисту прав цих суб'єктів, попередження порушень та зловживань фінансового характеру. У цьому контексті необхідним з боку держави є встановлення ряду нормативних

вимог. Надалі регуляторні органи повинні систематично проводити моніторинг існуючих нормативів [250; 251; 278; 279; 281; 282]. Здійснюючи вказані вище процедури, державні регулятори можуть значно підвищити якість фінансових послуг [85; 279; 282; 286; 295; 299].

Стратегічні напрями регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці спрямовані на створення надійної системи захисту прав інвесторів, а також, в першу чергу, захист економічних інтересів таких споживачів фінансових послуг, як домогосподарства.

У контексті формування стратегічних напрямів регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці слід підкреслити важливу роль НБУ як суб'єкта забезпечення ефективної роботи фінансового сектору та регулювання досліджуваних дисбалансів. Значною мірою напрями діяльності НБУ залежать від грошово-кредитної політики. Така політика орієнтована на стабілізацію цін, зменшення рівнів інфляції та безробіття, забезпечення належних темпів економічного розвитку. НБУ необхідно постійно вдосконалювати інструментарій регулювання фінансової стабільності та зменшення наслідків негативних кризових явищ в економіці [85; 103; 104; 220; 250]. При цьому, як буде доведено нижче, саме інструменти грошово-кредитної політики відіграють базову роль у державному регулюванні дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці. Сьогоднішні умови характеризуються поступовим посиленням ролі фінансового сектора в економіці, що неодмінно призводить до змін у процесах переміщення капіталів [220]. Ефективним є поєднання грошово-кредитної та інших видів політик (валютно-курсової, бюджетної, податкової тощо) з одночасною розробкою заходів реалізації антикризової стратегії [220; 250; 264; 414]. До того ж валютно-курсова політика держави повинна створювати ліберальні умови для функціонування фінансового сектору економіки [84; 104; 220; 264; 298].

У контексті розробки стратегії регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці слід зупинитися на окремих аспектах. Ці аспекти пов'язані з формуванням ряду напрямів стратегічного характеру.

Державне регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці повинно бути релевантним, дієвим, ефективним, раціональним та цілеспрямованим. В кожних конкретних умовах господарювання регулюванню дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці властиві цільові орієнтири, завдання, складові, способи та методи здійснення, заходи, форми та механізми реалізації, інструменти та відповідні їм індикатори тощо (рис. 5.2).

На рис. 5.2 наведено окремі характеристики саморегулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці.

Стратегічним напрямом у контексті підвищення ступеня дієвості та релевантності державного регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці виступає своєчасний перегляд з метою подальшого вдосконалення законодавчої бази у сфері розвитку фінансового та реального секторів економіки, їх взаємодії. Реалізація цього напрямку неодмінно позитивно вплине на покращення методичного забезпечення діяльності суб'єктів відповідних секторів економіки, сприятиме розробці ефективного механізму захисту їх інтересів з метою недопущення надмірного перетікання фінансових ресурсів до фінансового сектору. В даному аспекті роль державних органів не має залишатися поза увагою, оскільки при реалізації необхідних регуляторних заходів у цьому напрямі держава повинна забезпечити можливість здійснення стабільної діяльності суб'єктами економіки, надавати гарантії виконання ними зобов'язань тощо.

Слід зазначити, що забезпечення дієвості державного регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці може бути досягнуто лише на основі своєчасного перегляду законодавчої бази стосовно всіх секторів економіки (а не тільки фінансового) та діяльності суб'єктів, які в них представлені.



Рисунок 5.2 – Особливості регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці

Відповідним напрямом у контексті посилення ефективності та дієвості державного регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів є застосування обґрунтованого з економічної точки зору переліку інструментів державної фінансової політики та відповідних їм індикаторів виміру. Додатково доцільно визначати часові лаги між застосуванням відповідних інструментів державної фінансової політики та отриманням очікуваних ефектів від їх дії.

Для виокремлення стратегічних напрямів у контексті досягнення необхідної цілеспрямованості державного регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці нижче детальніше розглянемо аспекти забезпечення стійкого та стабільного розвитку фінансового сектору. При цьому будемо враховувати, що стійкість фінансового сектору забезпечується його

стабільністю. Змістовні характеристики стійкості фінансового сектору економіки були наведені вище. Також було формалізовано напрями впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на стійкість фінансових секторів на основі аналізу зв'язків інтегральних показників таких дисбалансів та індикаторів фінансової стійкості Міжнародного валютного фонду і Світового банку для країн з різним рівнем економічного розвитку. Це дало змогу визначити умови-дестабілізатори стійкості фінансових секторів країн під впливом фінансіалізації їх економік, які слід вважати об'єктом застосування регуляторних заходів на фінансових ринках.

Дисбаланси руху фінансових ресурсів в економіці можуть, як правило, негативно впливати на стійкість її фінансового сектору. Останнє доводить нагальну необхідність вивчення та систематизації чинників забезпечення стійкого та стабільного розвитку фінансового сектору в умовах фінансіалізації. Звісно, практично не є можливим, враховуючи тільки чинники стійкого та стабільного розвитку фінансового сектору, подолати дисбаланси руху фінансових ресурсів в економіці. Але ж, зазначимо, що дієве державне регулювання повинно бути націлене, насамперед, на мінімізацію негативних наслідків дисбалансів руху фінансових ресурсів, спричинених фінансіалізацією економіки. Системне використання чинників забезпечення стійкого та стабільного розвитку фінансового сектору може грати базову роль у подоланні дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці. Підсумовуючи вищенаведене, зазначимо, що надмірна активізація руху фінансових ресурсів на макрорівні може посилювати значущість фінансового сектору економіки (насамперед завдяки зростанню фінансової інфраструктури), зменшуючи при цьому роль її реального сектору. Виходячи із цього, доцільним є враховувати чинники забезпечення стійкого та стабільного розвитку фінансового сектору з метою подолання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці [23; 58; 196; 284; 359].

Стабільний розвиток фінансового сектору буде, в першу чергу, залежати від подібного стану його окремих складових. Такий розвиток вплине на економіку в цілому та її стійкість зокрема. Незначний рівень стійкості фінансового сектору, його динамічне зниження відіграє, у більшості випадків, пригальмовуючий вплив на економічний розвиток країни. Отже, вірно обрана стратегія розвитку фінансового сектору безумовно окреслить позитивні орієнтири для економічного зростання країни [196; 221; 359].

Класичні чинники забезпечення стійкого та стабільного розвитку фінансових секторів економік країн поділяються зарубіжними та вітчизняними вченими на кластери. Ці кластери обумовлені історичними, політичними, соціальними аспектами функціонування окремих економік. Чинники забезпечення стійкого та стабільного розвитку фінансових секторів економік країн можуть розглядатись з внутрішньої та зовнішньої позицій (стосовно характеру їх впливу). При цьому зовнішні чинники тісно корелюють з внутрішніми. Додатково слід зазначити, що недосконале, з різних причин, фінансове законодавство для окремих країн посилює невизначеність розвитку фінансового та реального секторів їх економік, послаблює адекватність прогнозів, знижує результативність обраних стратегій тощо. Зовнішні чинники забезпечення стійкого та стабільного розвитку фінансових секторів країн впливають на загальний стан їх економік, в тому числі на такі індикатори, як рівень та глибина бідності населення, показник нерівномірності розподілу доходів населення, рівень безробіття, освіченості населення, рівень інфляції, ступінь інфраструктурного розвитку у розрізі окремих ринків, рівень розвиненості системи посередництва, фінансових послуг за їх видами, ступінь інноваційного розвитку, інвестиційні показники тощо. Додатково зазначимо, що на безпосередню стійкість та стабільність фінансового сектору впливає ступінь розвиненості законодавчої бази держави, а також політичний стан в країні [94; 173; 196; 221; 359].

Надалі буде розглянуто особливості впливу державної економічної політики (у розрізі її інструментів), суб'єктів економіки на стійкість та стабільність фінансового сектору (рис. 5.3).

Вплив на стійкість та стабільність фінансового сектору		
Державна економічна політика	Суб'єкти фінансового сектору	Суб'єкти реального сектору
<ul style="list-style-type: none"> – інструменти грошово-кредитної політики; – інструменти бюджетної політики; – інструменти податкової політики; – інструменти інвестиційної політики; – інструменти цінової політики; – інструменти валютно-курсової політики; – інструменти амортизаційної політики; – інструменти інноваційної політики – інструменти соціальної політики; – інструменти структурної політики 	<ul style="list-style-type: none"> – загальні показники діяльності суб'єктного складу фінансового сектору; – політика у сфері поточної діяльності суб'єктного складу фінансового сектору; – конкуренто-спроможність суб'єктного складу фінансового сектору 	<ul style="list-style-type: none"> – загальні показники діяльності суб'єктного складу реального сектору; – політика у сфері поточної діяльності суб'єктного складу реального сектору; – конкуренто-спроможність суб'єктного складу реального сектору

Рисунок 5.3 – Вплив державної економічної політики та суб'єктів економіки на фінансовий сектор

Загальна ефективність функціонування фінансового сектору країни пов'язана насамперед з його стійкістю та стабільністю. При цьому вагому роль у забезпеченні стійкості та стабільності фінансового сектору відіграють саме суб'єкти економіки. Виходячи з позицій теорії макроекономічного регулювання [218; 305], вплив на фінансовий сектор здійснюють інструменти державної економічної політики (причому напрям та сила такого впливу за цими інструментами різняться в окремих країнах та кожних конкретних умовах господарювання) [94; 107; 196; 221; 359].

Окремо слід приділити увагу аспектам впливу політики у сфері поточної діяльності суб'єктів економіки на стійкість та стабільність її фінансового сектору (рис. 5.4). Звісно, така політика також впливає на реальний сектор [221; 295; 359; 584].

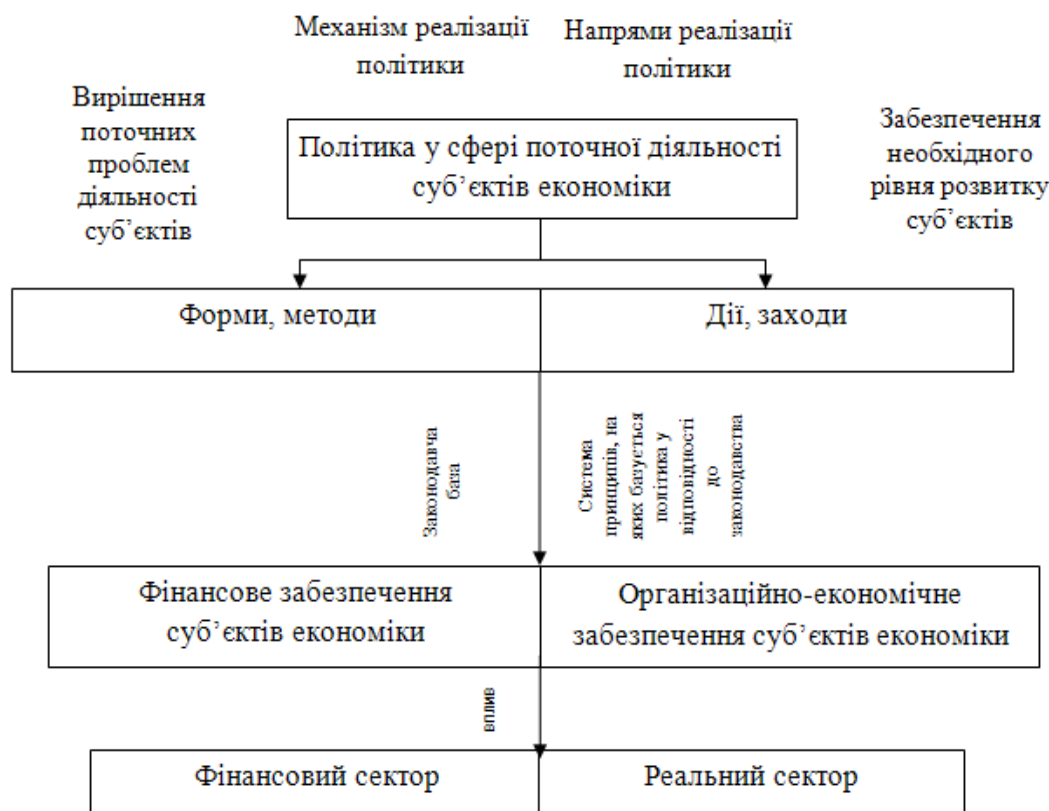


Рисунок 5.4 – Політика у сфері поточної діяльності суб'єктів економіки та її вплив на фінансовий та реальний сектори

Опосередкований вплив на стійкість та стабільність фінансового сектору мають складові забезпечення діяльності суб'єктів економіки, а також ступінь поширення інновацій. Можна виділити такі складові забезпечення діяльності суб'єктів економіки: нормативно-інструктивна, організаційна, фінансова, кадрова, методична, інформаційно-аналітична. Слід також звернути увагу на загальну впливовість зовнішнього характеру ступеня організації державного фінансового менеджменту (у контексті його складових), фінансового контролю на відносну стійкість та стабільність фінансового сектору. Як вже було

зазначено вище, стосовно стійкості фінансового сектору, показниками її оцінки можуть виступати ІФС, що були розроблені експертами Міжнародного валютного фонду [249] і Світового банку [253]. Такі індикатори відповідають окремим загально визнаним критеріям, що враховують існуючі аспекти стійкості [249; 253; 436].

Послаблювати стійкість та стабільність фінансового сектору може відсутність результативних балансів інтересів його суб'єктів, недостатня організація існуючих систем перерозподілу ризиків між ними, низький рівень ризик-менеджменту, невизначеність стратегічних орієнтирів тощо. Врівноважена економічна політика держави, підтримання оптимального балансу інтересів суб'єктів фінансового та реального секторів у контексті їх взаємодії здійснюють безпосередній вплив на загальну стійкість та стабільність фінансового сектору [94; 221; 362].

Виявлення ступеня впливу факторів на стійкість та стабільність фінансового сектору країни повинно базуватись на об'єктивному характері. Подальше врахування таких факторів повинно сприяти подоланню дисбалансів руху фінансових ресурсів, що спричинені фінансіалізацією.

Отже, на стійкість та стабільність фінансового сектору впливають різноманітні фактори внутрішнього та зовнішнього характеру. Забезпечивши стабільність фінансового сектору є можливість досягти відносно сталого економічного розвитку. У контексті цього доцільно систематично вивчати та враховувати чинники впливу на стійкість та стабільність фінансового сектору в умовах фінансіалізації. Додатково встановлено важливу роль таких чинників у подоланні дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці.

Стратегічні напрями регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці також спрямовані на посилення прозорості діяльності суб'єктів фінансового та реального секторів.

Ще один стратегічний напрям у контексті забезпечення раціональності, ефективності, відносної дієвості державного регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці пов'язаний з розробкою системи управління

такими дисбалансами в умовах фінансіалізації. У відповідності з цим нижче буде приділено увагу аспектам управління дисбалансами руху фінансових ресурсів в економіці.

Активізація процесів фінансіалізації обумовлює управління спричиненими нею дисбалансами руху фінансових ресурсів.

Управління дисбалансами руху фінансових ресурсів в економіці передбачає вирішення окремих завдань на основі ряду обґрунтованих принципів. У ході такого управління, як правило, приймаються поточні рішення його суб'єктами, завдяки яким поступово реалізується безпосередній управлінський процес. Основними суб'єктами управління дисбалансами руху фінансових ресурсів в економіці виступають державні органи. Об'єкти такого управління – диспропорційності використання фінансових ресурсів за напрямками, що характеризуються переорієнтацією їх з обслуговування товарних відносин у реальному секторі економіки на генерування підвищених потенційних економічних вигод у фінансовому секторі. Механізм управління дисбалансами руху фінансових ресурсів в економіці включає вищезазначені суб'єкти та об'єкти. Окремою складовою управління дисбалансами руху фінансових ресурсів в економіці виступає адаптивна. Управління дисбалансами руху фінансових ресурсів в економіці на адаптивних засадах має тактичний характер та базується на чітких цільових орієнтирах. Безпосереднє управління дисбалансами руху фінансових ресурсів в економіці доцільно розпочати у момент виникнення проблемної ситуації (наприклад, у разі підвищення рівня дисбалансів з низького до помірного). На наступному етапі, тобто після ідентифікації характеру проблемної ситуації, здійснюється безпосереднє моделювання проблеми та вибір схеми її вирішення. Надалі застосовуються наявні підходи до вирішення проблемної ситуації (вони можуть варіюватись залежно від специфічності кожних конкретних умов господарювання) [26; 27; 60; 67; 204; 258; 266; 268]. Аспекти реалізації моделювання, ідентифікації проблемних ситуацій широко висвітлені у працях [49; 50; 68; 69; 91; 116; 121; 134; 179; 275; 328; 330; 370] тощо.

Управління дисбалансами руху фінансових ресурсів в економіці націлене на контроль існуючого їх рівня та своєчасне регулювання з метою подолання (рис. 5.5).

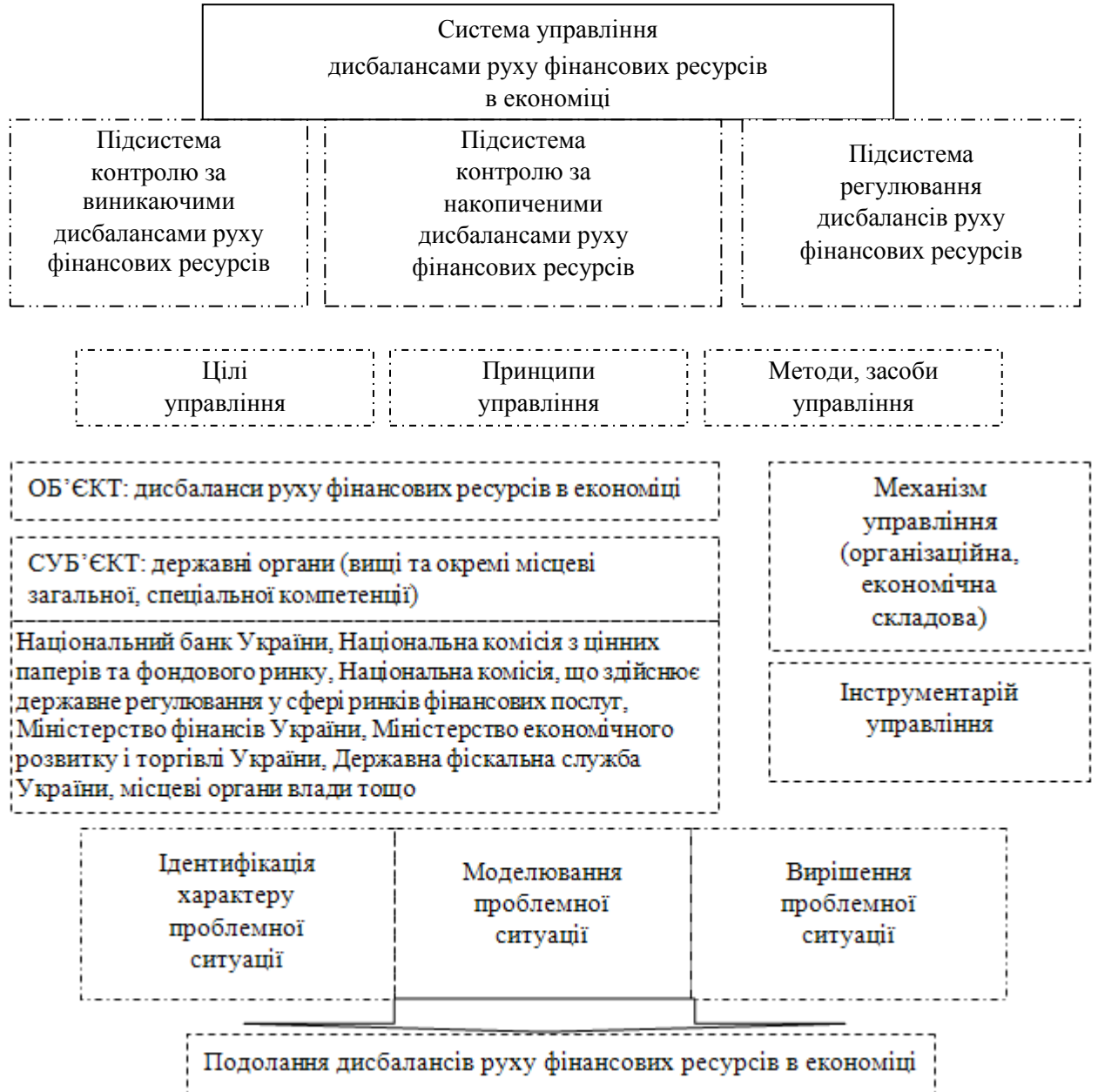


Рисунок 5.5 – Складові системи управління дисбалансами руху фінансових ресурсів в економіці (складено та доповнено на основі [97; 268])

Система управління дисбалансами руху фінансових ресурсів в економіці включає наступні підсистеми:

– підсистема контролю за виникаючими дисбалансами руху фінансових ресурсів (відповідає за результативний контроль над недопущенням проявів дисбалансів в економіці; використовуються у контексті функціонування цієї підсистеми, як правило, наявні наукові підходи до попередження проявів дисбалансів в економіці);

– підсистема контролю за накопиченими дисбалансами руху фінансових ресурсів (відповідає за результативний контроль рівня накопичених дисбалансів в економіці; використовуються у контексті функціонування цієї підсистеми описані вище методичні підходи до оцінювання дисбалансів в економіці);

– підсистема регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів (відповідає за загальну результативність регулювання дисбалансів в економіці; забезпечує раціональність, дієвість, ефективність, релевантність, цілеспрямованість державного регулювання дисбалансів в економіці; використовуються у контексті функціонування цієї підсистеми, як правило, інструменти державного впливу на дисбаланси). Розвиток даної підсистеми виступає стратегічним напрямом регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці.

Безпосереднє управління дисбалансами руху фінансових ресурсів в економіці базується на: 1) існуючому досвіді такого управління із застосуванням науково-методичних підходів до оцінювання диспропорційностей використання фінансових ресурсів за напрямками; 2) принципах автономності, самоорганізованості тощо. Методи та засоби відповідного управління націлені на подолання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці [26; 27; 60; 67; 204; 258; 266; 268]. Загалом, управління дисбалансами руху фінансових ресурсів в економіці націлене на їх подолання. Ефективна система управління такими дисбалансами дозволить вирішити ідентифіковані проблемні ситуації, що окреслить стратегічні орієнтири

розвитку фінансового та реального секторів економіки в умовах її фінансіалізації. Підсистеми контролю за виникаючими та накопиченими дисбалансами руху фінансових ресурсів тісно пов'язані з елементами забезпечення діяльності суб'єктного складу фінансового та реального секторів економіки (нормативними, організаційними, інформаційно-аналітичними, фінансовими) [387].

Стратегічне управління дисбалансами руху фінансових ресурсів в економіці припускає вибір, подальшу реалізацію найкращого варіанта управління такими дисбалансами в кожних конкретних умовах господарювання. Саме ступінь досягнення поставлених державними регуляторними органами (Національним банком України [250], Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку [251], Нацкомфінпослуг [252], Міністерством фінансів України, Міністерством економічного розвитку і торгівлі України, місцевими органами влади тощо) тактичних та стратегічних завдань виступає мірою ефективності системи управління дисбалансами руху фінансових ресурсів в економіці.

Окремими цільовими орієнтирами регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці за визначеними вище об'єктами оцінювання виступають:

- економічне зростання країни;
- соціальний розвиток країни;
- стійкість фінансового сектору та рівень його конвергентності з реальним сектором;
- інвестиційні потоки тощо.

На підставі отриманих результатів в рамках дослідження у попередніх розділах дисертації впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці на вказані вище об'єкти, можливо окреслити стратегічні напрями регулювання таких дисбалансів.

На рис. 5.6 продемонстровано окремі цільові орієнтири (за об'єктами оцінювання) та спрямованість стратегічних напрямів (за ознаками, результатами) регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці.

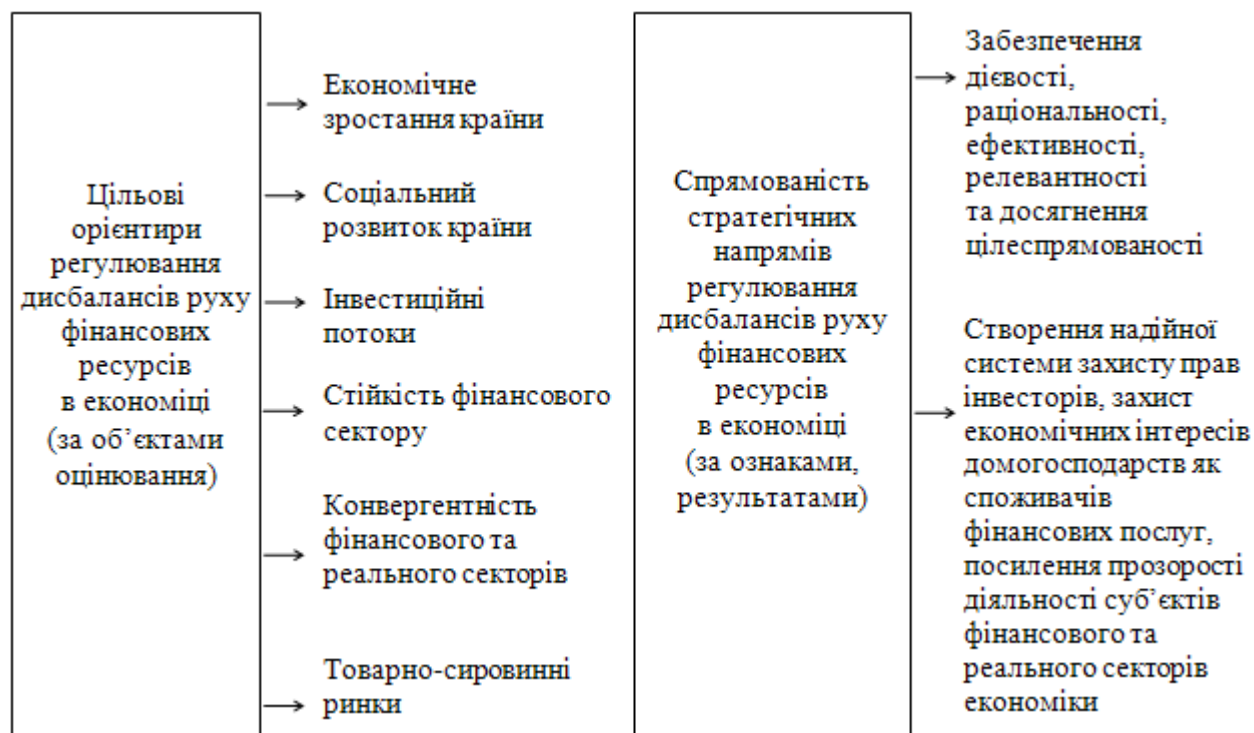


Рисунок 5.6 – Цільові орієнтири та спрямованість стратегічних напрямів регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці

Як приклад, результати виявлення впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на соціальний розвиток країни в умовах фінансіалізації її економіки, дають змогу окреслити напрями гармонізації державної фінансової та соціальної політик. Також, за результатами проведених вище досліджень було виокремлено пріоритетні напрями регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів з точки зору необхідності забезпечення позитивних зрушень у соціальному розвитку країни. Зокрема, це стосується заходів, спрямованих на підвищення обсягу внутрішніх заощаджень країни та переорієнтацію кількості зайнятих у фінансовому секторі (по відношенню до загального числа зайнятих в економіці) до реального сектору.

Для забезпечення ефективного регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці необхідно розробити таку законодавчу базу, яка б чітко регламентувала механізми взаємодії фінансового та реального секторів. Держава повинна зробити фінансовий та реальний сектори більш привабливими для окремих груп суб'єктів економіки [104; 221]. Це у відносній мірі мінімізує негативні наслідки дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці. Державні органи повинні на постійній основі сприяти ефективному функціонуванню секторів економіки [104; 221; 290], попереджувати прояви диспропорційностей використання фінансових ресурсів за напрямками.

Інструментальна направленість регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці базується на: 1) виборі інструментів регулювання та відповідних їм індикаторів виміру, за допомогою яких визначається зв'язок з рівнем існуючих дисбалансів; 2) обґрунтуванні доцільності використання саме обраного інструментарію регулювання; 3) визначенні ступеня дієвості обраного інструментарію у кожних конкретних умовах господарювання; 4) врахуванні часових лагів, що дозволяють визначити ефекти від застосування інструментів регулювання; 5) розрахунку загальної ефективності використаного інструментарію в цілому. На основі реалізації вищенаведених етапів здійснюється інтерпретація отриманих результатів та розробляються відповідні практичні рекомендації [156].

Таким чином, за результатами підрозділу розкрито змістовні характеристики регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці: сутність, цільові орієнтири, види, складові, суб'єкти, окремі заходи, стратегічні напрями та їх спрямованість тощо. Загалом регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці направлене на їх подолання. Стратегічні напрями регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці України спрямовані на створення надійної системи захисту прав інвесторів, захист економічних інтересів домогосподарств як споживачів фінансових послуг, посилення прозорості діяльності суб'єктів фінансового та реального секторів.

5.2 Деталізація положень концепції регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів

У контексті стратегічного розвитку економіки України та її фінансового і реального секторів важливим є регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів, покликане на перебудову фінансового і товарно-сировинних ринків з метою подолання таких дисбалансів. Обґрунтування такої перебудови лежить у площині наступних причин:

- стримування необґрунтованих цінових коливань, здійснення контролю за цінами на окремі товарні групи, запобігання ціновим сплескам на рівні товаровиробників;

- сприяння ціноутворенню на транспарентній основі на базові групи сировинних товарів, забезпечення виконання біржею ціноустановчої функції на базі традиційних фундаментальних факторів;

- недопущення дисбалансів у торгівлі товарними активами та похідними на них, скорочення проявів дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці;

- забезпечення скоординованого розвитку фінансового і товарно-сировинних ринків країни.

Базовою тезою концепції регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці повинно стати зменшення розриву між розвитком її фінансового та реального секторів. У контексті цього слід підкреслити необхідність комплексного характеру реформування фінансового і товарно-сировинних ринків. Оскільки випущені національними та наднаціональними регуляторами у відповідь на подолання наслідків світової фінансової кризи 2007–2008 рр. програмні документи орієнтовані на реформування насамперед фінансової архітектури, вони не містять положень, які б враховували виклики фінансіалізації товарно-сировинних ринків.

З метою розробки комплексних та гармонізованих заходів щодо перебудови національних ринків, було узагальнено основні зміни, що відбулися

у сфері державного регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів у відповідь на фінансову кризу 2007–2008 рр. з метою подолання їх деструктивного впливу на розвиток фінансового та реального секторів економіки. Надалі буде проаналізовано існуючі заходи з обмеження деструктивного впливу на розвиток секторів економіки на національному та наднаціональному рівнях.

Серед основних заходів слід назвати ініціативи щодо регулювання фінансових ринків, які містяться у:

– Директивах ЄС (Mifid II, EMIR – 2010–2012 рр.), Законі Додда-Френка (США, 2010 р.) та інших нормативних документах окремих країн – на національному рівні;

– вимогах групи країн G20, Ради з фінансової стабільності (2009), Міжнародної організації комісій з цінних паперів (IOSCO) – на наднаціональному рівні.

На наднаціональному рівні G20 у 2008 році з метою подолання наслідків світової фінансової кризи взяла на себе зобов'язання з реформування світового фінансового ринку як джерела фінансових ресурсів для реального сектору. Для реалізації цієї мети G20 створила Раду з фінансової стабільності, до повноважень якої було віднесено розробку нової парадигми всеохоплюючого регулювання світового фінансового ринку. Про стан розробки нової парадигми регулювання, її результативність, Рада з фінансової стабільності звітує в окремих документах. Варто також зауважити, що пропоновані заходи, насамперед на Пітсбургському саміті у вересні 2009 р., торкалися багатьох сфер – від системно значимих інститутів та тіньового банкінгу до позабіржового ринку деривативів. Ключовими напрямками реформування цього сегмента світового ринку деривативів, які у подальшому визначили зміни у законодавствах країн великої 20-ки, зокрема Законі Додда-Френка (США, 2010 р.), EMIR (European Market Infrastructure Regulation) у ЄС, було встановлено наступні: стандартизація позабіржових ПФІ, переведення торгів з ними на біржові ринки чи електронні торгові платформи; забезпечення клірингу

позабіржових ПФІ з використанням механізму центрального контрагента; розкриття інформації за позабіржовими ПФІ у торгових репозитаріях, доступ до яких мають регулятори; зростання вимог до капіталу та маржинального покриття для тих ПФІ, які не клірингуються, централізовано. Стан виконання цих заходів аналізується та представляється у окремих доповідях Ради з фінансової стабільності. Зокрема, у одній з доповідей Ради з фінансової стабільності зазначається, що $\frac{3}{4}$ її членів до початку 2014 року намагалися створити законодавче підґрунтя для розкриття інформації за усіма типами похідних у торгових репозитаріях (табл. 5.1), хоча вимоги щодо особливостей такого розкриття різняться у окремих юрисдикціях. Станом на квітень 2014 року декілька членів Ради з фінансової стабільності заявили про ефективну у відносній мірі реалізацію технології центрального контрагента. Ще ряд членів Ради з фінансової стабільності планували долучитися до цієї технології у повному обсязі до початку 2015 року. Окремі центральні контрагенти вже сьогодні готові співпрацювати з різними учасниками та здійснювати транскордонні операції, що є важливою ознакою підтримання відповідної ринкової активності. Варто також зауважити, що використання технології центрального контрагента, зокрема за стандартизованими процентними та кредитними позабіржовими ПФІ, дозволило підвищити кількість учасників ринку. В цілому більшість членів Ради з фінансової стабільності усвідомили важливість транскордонного регулювання позабіржових ринків ПФІ, застосування мінімальних стандартів прозорого ризик-менеджменту та використання технології центрального контрагента на таких ринках, двосторонніх вимог щодо покриття та вимог до капіталу [530].

Серед заходів, що передбачаються Міжнародною організацією комісій з цінних паперів (IOSCO), необхідно зробити наголос на новому розумінні структури ринків ПФІ з виділенням специфічної категорії посередників на цих ринках [465].

Таблиця 5.1 – Підсумки впровадження реформи позабіржового ринку деривативів у групі країн G20 (складено на основі [530])

Країна	Статус чинного законодавства					Статус реалізації регулювання				
	Центральний кліринг	Біржова торгівля	Звітність у торговий репозитарій	Капітал	Покриття	Центральний кліринг	Біржова торгівля	Звітність у торговий репозитарій	Капітал	Покриття
Аргентина	Прийнято	Прийнято		Не потрібно	Консультації	Прийнято	Прийнято	Прийнято	Ефективно	Консультації
Австралія	Прийнято	Прийнято	Прийнято	Прийнято	Не потрібно	Консультації		Ефективно частково	Ефективно	Не потрібно
Бразилія	Прийнято		Прийнято	Прийнято				Ефективно	Ефективно	
Канада	Прийнято	Прийнято	Прийнято	Не потрібно	Не потрібно	Консультації		Прийнято	Ефективно	
Китай		Прийнято		Не потрібно		Ефективно	Ефективно	Ефективно	Ефективно	
ЄС	Прийнято	Прийнято	Прийнято	Прийнято	Прийнято	Консультації		Ефективно	Ефективно	Консультації
Гонконг	Прийнято	Прийнято	Прийнято	Прийнято				Ефективно частково	Ефективно	
Індія	Прийнято	Прийнято	Прийнято	Не потрібно	Не потрібно	Прийнято	Прийнято частково	Ефективно	Ефективно	Ефективно частково
Індонезія		Прийнято	Прийнято			Не потрібно		Ефективно частково	Ефективно частково	Не потрібно
Японія	Прийнято	Прийнято	Прийнято	Не потрібно		Ефективно		Прийнято	Прийнято	
Республіка Корея	Прийнято		Прийнято	Запропоновано		Прийнято		Ефективно	Ефективно	

Продовження табл. 5.1

Країна	Статус чинного законодавства					Статус реалізації регулювання				
	Центральний кліринг	Біржова торгівля	Звітність у торговий репозитарій	Капітал	Покриття	Центральний кліринг	Біржова торгівля	Звітність у торговий репозитарій	Капітал	Покриття
Мексика	Не потрібно	Не потрібно	Не потрібно	Не потрібно	Не потрібно	Запропоновано	Запропоновано	Ефективно	Ефективно частково	
Росія	Прийнято частково		Прийнято	Прийнято	Не потрібно	Консультації		Ефективно частково	Ефективно	
Південна Африка	Прийнято	Прийнято	Прийнято	Прийнято	Прийнято			Консультації	Ефективно частково	
Саудівська Аравія	Не потрібно	Не потрібно	Не потрібно	Не потрібно	Не потрібно			Ефективно	Ефективно	
Сингапур	Прийнято	Консультації	Прийнято	Прийнято				Ефективно	Ефективно	
Сполучені Штати Америки	Прийнято	Прийнято	Прийнято	Прийнято	Прийнято	Ефективно частково	Ефективно частково	Ефективно частково	Прийнято частково	Запропоновано
Турція	Прийнято		Прийнято							
Швейцарія	Консультації	Консультації	Прийнято частково	Прийнято	Консультації			Ефективно частково	Ефективно	

Не потрібно – не передбачено юрисдикцією

Консультації – офіційний документ опубліковано

Запропоновано – перша версія офіційного документу

Прийнято частково

Прийнято – законодавство набуло чинності

Ефективно частково – законодавство в дії щодо сегменту ринку

Ефективно – законодавство в дії щодо усього ринку

Без поміток – жодних дій не вжито

Рекомендації щодо регулювання ринків деривативів зосереджуються навколо сфер, де капітал контрагентів може зазнавати ризиків, зокрема: прийняття посередниками на ринках зобов'язань щодо нівелювання системного ризику; дотримання вимог щодо управління ризиком контрагента на позабіржових ринках; захисту учасників позабіржових ринків від неналежної чи шахрайської поведінки інших учасників [465].

Від реформ ринків деривативів на наднаціональному рівні перейдемо до національного рівня. Відповідно до прийнятих зобов'язань у рамках G20 у країнах ЄС також відбувається впровадження заходів щодо перебудови архітектури фінансового ринку, у тому числі і ринку деривативів. Прийняття Директиви щодо регулювання ринкової інфраструктури – EMIR (European Market Infrastructure Regulation) та Директиви щодо ринків фінансових інструментів (MiFID II) цілком узгоджується з висунутими G20 ініціативами, зокрема:

- посилення нагляду, регулювання та прозорості на ринках позабіржових ПФІ;
- зниження кредитного ризику контрагента;
- застосування централізованого клірингу за усіма категоріями фінансових посередників та видами інструментів при перевищенні ними певних критеріїв;
- надання інформації за похідними у торгіві репозитарії;
- встановлення процедур щодо зниження рівня окремих ризиків за операціями, які не підпадають під вимогу про кліринг;
- розкриття інформації за окремими ПФІ тощо.

Загалом Директиви MiFID II та EMIR концентруються навколо забезпечення захисту споживачів фінансових послуг та прозорості ринків. Прийняття нової парадигми регулювання позабіржового ринку деривативів у ЄС, як зазначають більшість респондентів – інституційних інвесторів зумовило їх переорієнтацію з позабіржового ринку на біржовий передусім через значне подорожчання операцій на першому. Важливим кроком

на шляху перебудови фінансової архітектури європейського ринку стало впровадження єдиної електронної системи торгівлі ПФІ – TARGET2-Securities (T2S). Зазначена система дозволила впорядкувати передторгову та післяторгову інфраструктуру на відповідних ринках, спростити кліринг за ПФІ, скасувати транскордонні бар'єри між країнами-учасниками співтовариства, сформувані більш якісне інвестиційне середовище. Технічні стандарти T2S повністю будуть впроваджені у ЄС до 2015 року, а до 2017 р. вся інфраструктура фінансових ринків буде пов'язана цією системою [300, с. 191–197].

Однак реформування регулювання ринку деривативів у Європі є менш жорстким, ніж, наприклад, у США. Крім того, за деякими аспектами щодо впровадження більш жорстких вимог до учасників ринків деривативів серед країн ЄС відсутня однотайність. Так, Великобританія, яка має один із найбільших центрів торгівлі похідними фінансовими інструментами у світі, не висловлює принципової згоди з усіма регуляторними нововведеннями. Що стосується США, то прийняття Закону Додда-Френка враховує усі ініціативи, висунуті G20, щодо позабіржових ПФІ: їх централізований кліринг, переміщення на біржові ринки, розкриття інформації у торгових репозитаріях та зростання маржинальних і капітальних вимог. Поряд з цим, Закон Додда-Френка встановлює більш деталізовані та жорсткі вимоги й у інших аспектах регулювання ринку деривативів. Серед них можна назвати такі:

- виведення торгових операцій з рядом ПФІ в окрему організацію. Зокрема операції з найбільш ризиковими ПФІ мають бути відокремлені в новостворену юридичну особу від традиційної банківської діяльності;

- заборона торгівлі ПФІ за власний кошт банківським установам (так зване правило Волкера);

- вимоги щодо розподілу ряду покупців та продавців на американському ринку деривативів на учасників своп-угод (Major Swaps Participant – MSP) і своп-дилерів (Swaps Dealer – SD), які зумовлюють необхідність їх реєстрації в Комісії зі строкової торгівлі та дотримання ними специфічних правил торгівлі ПФІ. Ці правила передбачають встановлення окремих порогових значень на

торгівлю певними деривативами, зокрема сировинними, виключення операцій з похідними на валюту, свопів з афілійованими особами з контрольною участю, здійснення операцій на спеціалізованому ринку (Designated Contract Market – DCM) чи майданчику своп-угод (Swaps Execution Facility – SEF), швидке оновлення інформації за операціями типу своп у спеціальному репозитарії (Swaps Data Repository – SDR). На думку представників Міжнародної асоціації дилерів свопів та деривативів, виконання вимог Закону Додда-Френка зумовлює перехід на ф'ючерсні ринки з позабіржових не лише процентних, енергетичних, кредитних свопів, але й свопів на дефолт. Систематизація ініціатив щодо реформування фінансового ринку в окремих країнах дозволила зробити висновок про здійснення світовим співтовариством та окремими регуляторами такого ринку поступальних кроків у бік забезпечення стабільності, транспарентності та ефективності його функціонування. У той же час, на думку членів Ради з фінансової стабільності, залишаються певні виклики у реформуванні позабіржових ринків деривативів серед ряду країн. До них слід віднести такі: регуляторам варто використовувати будь-яку можливість підвищення кількості ПФІ, що клірингуються централізовано. Також їм слід: активізувати зусилля з переорієнтації діяльності на біржові ринки та електронні платформи і впровадження більш жорстких вимог до капіталу та покриття; запровадити вимоги на транспарентній основі щодо реформування інфраструктури фінансових ринків, у тому числі біржових; з метою уникнення регулятивного арбітражу посилити увагу до питань транскордонного регулювання позабіржових ринків; забезпечити повне використання даних, отриманих з торгових репозитаріїв, з метою своєчасної ідентифікації ряду ризиків у ході їх моніторингу. CPSS (Committee on Payment and Settlement Systems) та IOSCO (International Organization of Securities Commissions) слід розпочати моніторинг стану виконання Принципів інфраструктури фінансових ринків. Базельському комітету з банківського нагляду та IOSCO необхідно проводити моніторинг стану впровадження та

застосування їх стандартів з вимог щодо покриття для позабіржових ПФІ, які не клірингуються централізовано [530].

На нашу думку, недостатня увага приділена проблемам недопущення надмірної фінансіалізації товарно-сировинних ринків зокрема та координації заходів щодо подолання наслідків дивергенції фінансового і реального секторів в цілому, взаємодія яких була розглянута раніше.

З урахуванням існуючих регулятивних ініціатив, кращої практики їх імплементації та необхідності реформування фінансового та товарно-сировинних ринків, надалі буде розкрито та деталізовано ключові положення концепції регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці України. Ця концепція передбачає п'ять основних комплексних і гармонізованих заходів щодо перебудови фінансового і товарно-сировинних ринків, спрямованих на зниження деструктивного впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці (табл. 5.2).

Для України ключові положення концепції регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці є виключно важливими, оскільки повноцінне становлення ф'ючерсної торгівлі товарними деривативами, як власне і біржової торгівлі базовими активами, до цього часу не відбулося. Існуюча система біржового регулювання в Україні розрізнена, фрагментарна та не враховує сучасних викликів, що стоять перед комплексним реформуванням фінансіалізованих товарно-сировинних ринків у світі. В умовах нерозвиненості національного фінансового ринку та організованих товарно-сировинних ринків ключові положення концепції регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці сформулюють підґрунтя для скоординованого розвитку цих ринків в Україні з урахуванням вимог щодо запобігання надмірній фінансіалізації. Нижче зупинимось детально на кожному із положень концепції регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці.

Таблиця 5.2 – Ключові положення концепції регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці України

Мета	Захід щодо перебудови ринків	Наслідки імплементації	Практичне застосування
Сприяння ціноутворенню на транспарентній основі	Підвищення ринкової транспарентності	Зниження асиметричності інформації та рівня моральних ризиків	Стосовно позабіржових ринків – розкриття інформації у торгових репозитаріях на обов'язковій основі та суцільна реєстрація товарних похідних; стосовно біржових ринків – створення взаємозалежних баз даних для загального доступу
		Вільне ціноутворення на ринках (біржовий та позабіржовий, фінансовий і товарно-сировинний)	Лімітування позабіржової торгівлі товарними похідними та проведення операцій з ними із застосуванням центрального контрагента; організація біржових торгів на консолідованій основі; забезпечення транспарентності у залежності від операцій (хеджувальні, спекулятивні)
Стимування необґрунтованих цінових коливань на окремі товарні групи	Посилення регулювання ринків товарних деривативів	Обмеження спекуляцій на біржових ринках	Встановлення лімітів на окремі види операцій, цінові коридори; лімітування позицій окремих учасників тощо
		Зближення центрів біржової торгівлі за певними критеріями	Створення центрів біржової торгівлі одночасно товарами та похідними на них у місцях їх виготовлення тощо
		Виникнення індексів і контрактів з уніфікованими умовами	Розробка глобальних сировинних індексів на окремі товари та створення відповідних контрактів з уніфікованими умовами
Недопущення дисбалансів у торгівлі	Стимулювання хеджувальних операцій та їх розмежування зі спекулятивними операціями	Визначення хеджувальних операцій на чіткій основі	Чітка ідентифікація змісту, ключових особливостей, критеріїв хеджувальних операцій
		Визначення коефіцієнта ефективності хеджування	Використання фіксованого коефіцієнта ефективності хеджування, який регламентований обліковими стандартами
		Поява єдиних чітких вимог в облікових стандартах у контексті хеджування	Використання єдиних вимог, викладених чітко у облікових стандартах, щодо оцінки хеджувальних операцій, розкриття інформації про них тощо
	Введення додаткового оподаткування фінансових трансакцій, обмеження монополізації торгівлі	Диференційоване оподаткування операцій (спекулятивних, хеджувальних)	Звільнення від оподаткування підтверджених хеджувальних операцій; розвиток положень оподаткування спекулятивних операцій
		Лімітування торгівлі за власний рахунок	Розмежування операцій з торгівлі за власний рахунок найбільших суб'єктів фінансового і реального секторів та застосування жорсткого регулювання у цьому контексті
Здійснення контролю за цінами на окремі товарні групи	Наділення регуляторів правами «кредитора останньої інстанції»	Згладжування кон'юнктурних шоків, здійснення нагляду та контролю	Участь регуляторів у згладжуванні кон'юнктурних шоків та здійсненні нагляду, контролю, моніторингу цін на біржових ринках для недопущення надування цінових «бульбашок», надмірної фінансіалізації товарно-сировинних ринків

Необхідність підвищення транспарентності на усіх видах ринків, особливо на позабіржовому, пов'язане з існуванням значної асиметричності інформації на цих ринках, що призводить до зростання невизначеності при прийнятті рішень щодо купівлі-продажу товарних активів чи похідних на них, наростання «стадних» ефектів, провокування надмірних спекуляцій. Основними напрямками підвищення транспарентності на ринках позабіржових (за структурою активів), спотових та ф'ючерсних (за часовою структурою) є безумовна заборона торгівлі товарними деривативами, недопущення проведення торгів ними без центрального контрагента та реєстрації угод у торговому репозитарії, дані якого доступні безпосередньо регуляторам. Особливої актуальності вказана пропозиція набуває для хеджерів-учасників товарно-сировинних ринків, тому що дозволяє мінімізувати ризик контрагента за неліквідними, нестандартними позабіржовими товарними деривативами. Що стосується підвищення транспарентності на біржових ринках (товарно-сировинних, спотових, строкових тощо), необхідне створення взаємозалежних баз даних для загального доступу. Тобто, загальнодоступних баз даних у режимі реального часу як про здійснені угоди та їх кліринг через реалізацію технології центрального контрагента (з метою поліпшення інформованості регуляторів та своєчасного прийняття ними відповідних рішень), так і про фундаментальні фактори для проведення операцій з купівлі-продажу з боку учасників ринку. Для прикладу, за угодами з нафтою для учасників ринку має бути доступна інформація про виробничі потужності, запаси нафти; за агропромисловою продукцією – посівні площі, очікуваний врожай, запаси та короткостроковий попит на продукти чи сировину тощо [537].

Бази даних про ціни експорту, імпорту, запаси, виробничі потужності, стан перевезень за будь-яким видом сировинного товару, що торгується на біржі, чи на базі якого у результаті фінансового інжинірингу створено похідний контракт, дозволили б значно підвищити ринкову транспарентність. Фінансування створення таких баз у режимі реального часу могло б бути здійснене спільними зусиллями організаторів торгів, саморегульованих

організацій учасників ринків, державних регуляторних органів. Слід також зауважити, що рівень розкриття інформації щодо діяльності кожного учасника залежить від його типу: банк чи фізична особа, брокер чи суб'єкт реального сектору, хеджер чи спекулянт. Так, фінансові установи, що виконують спекулятивні операції, чиї відкриті позиції та торгові дії можуть дестабілізувати ринки, мають розкривати інформацію за найбільш жорсткими вимогами, у той час як хеджери можуть мати певні послаблення у цьому контексті. Підґрунтям розкриття інформації на біржових та позабіржових ринках мають бути загально визнані та зрозумілі облікові стандарти. Такими на сьогодні є Міжнародні стандарти фінансової звітності (МСФЗ 7 та 9), використання яких рекомендоване Базельським комітетом з банківського нагляду, Міжнародним валютним фондом [249], G20 та ін.. Ці стандарти знаходяться у процесі конвергенції з Загальноприйнятими принципами бухгалтерського обліку США. Щодо України вказані пропозиції з підвищення ринкової транспарентності актуалізуються через необхідність консолідації біржової торгівлі фінансовими інструментами в цілому та потребою у розвитку сегмента товарних похідних зокрема. Серед десяти організаторів торгів на вітчизняному фондовому ринку найбільш дієвою є строкова секція на Українській біржі, проте і тут торгівля здійснюється виключно похідними на індекс UX та носить суто спекулятивний характер, відірваний від потреб реального сектору економіки. З огляду на причини організаційного, нормативного, інфраструктурного характеру вітчизняні виробники сировинних товарів позбавлені ефективних механізмів хеджування власних ризиків через відсутність: 1) ліквідних товарних деривативів, що знаходяться в біржовому обігу; 2) організованих спотових ринків базових активів. Поодинокі угоди, які здійснюються на позабіржових ринках, не можуть бути ні орієнтирами для ціноутворення, ні забезпечувати хоча б мінімальний рівень ринкової транспарентності. Повноцінне запровадження технології центрального контрагента не лише на Українській біржі дозволить регуляторам фінансового ринку отримувати своєчасні дані про його стан та створить підґрунтя для здійснення заходів регуляторного

характеру. Отже, формування біржових ринків як базових активів, так і похідних на них, що враховує світові напрацювання у цьому напрямі, сприятиме підвищенню ринкової транспарентності в Україні та утворенню відповідної інфраструктури, що діє в інтересах фінансового та реального секторів. Позитивним ефектом від підвищення ринкової транспарентності стане зростання якості консолідованої інформації про попит та пропозицію. Це зменшить невпевненість та сприятиме зниженню рівня ризиків учасників цих ринків, зокрема моральних і таких, що викликані зростанням асиметричності інформації.

Впровадження більш жорсткого регулювання на ринках (спотових, строкових) є нагальним як у ЄС (з порівняно слабшими регулятивними ініціативами), так і в США (де регулювання біржової та позабіржової торгівлі є більш поширеним). Жорстке регулювання на ринках має відповідати ознакам комплексності (охоплювати як ринки похідних, так і відповідних базових активів), збалансованості. Регулятори мають віднайти баланс між забезпеченням виконання ринками власних функцій (інформаційних, трансляції ризиків і їх хеджування) та обмеженням спекулятивних операцій, які все ж залишаються джерелом ліквідності для хеджерів і генераторами певних цінових імпульсів. Слід зауважити, що лімітування позицій має торкатися не лише окремих учасників (за критерієм обсягу угод, належністю до певного виду фінансових посередників чи видом здійснюваних операцій), але й враховувати їх частки ринку, коридори зміни цін на активи протягом торгової сесії, кількість спекулятивних операцій на ринках, де представлений цей учасник.

Важливим у контексті перебудови національних ринків є вирішення проблеми надмірних спекуляцій, що пригнічують діяльність хеджерів через зростання цін, розгляду вимог щодо покриття та вартості хеджування ризиків в цілому. Крім того, безпоставочний характер більшості похідних контрактів, які є передумовою для спекуляцій, пов'язаний передусім з тим, що більшість центрів торгівлі сировинними товарами та похідними на них не співпадають з

центрами їх виготовлення, виробництва. Наприклад, незважаючи на той факт, що більша частина світового виробництва какао припадає на Західну Африку, ціна контракту на нього, що знаходиться в обігу на біржі Euronext Liffe, встановлюється на основі доставки в порти Північної Європи (Амстердам, Антверпен, Гамбург). Створення товарної та/або ф'ючерсної біржі в Гані або Кот-д'Івуарі, які є основними країнами-виробниками какао, сприяло б більш тісній прив'язці динаміки цін на нього в європейських центрах з очікуваннями його виробників [341]. Більше того, зазначений захід дозволив би зменшити частку безпоставочних контрактів, оскільки зробив би витрати на фізичну доставку какао, а також маржу спекулянтів та витрати на хеджування ризиків виробниками значно меншими. Крім удосконалень на інституційному рівні, доцільним є впровадження ряду фінансових інновацій на рівні окремих інструментів. Альтернативою зближення центрів біржової торгівлі сировинними товарами з місцями їх виготовлення та поширення доступу до цих бірж через електронні мережі можна вважати розробку глобальних контрактів з уніфікованими умовами. Наприклад, контракту на «найдешевшу в світі пшеницю». Прецедентом у створенні подібного фінансового продукту є контракт Euronext Liffe на рафінований цукор (введений у 1983 році), який є по суті глобальним з поставкою на умовах FOB (FOB, Free On Board) в 41 країну п'яти континентів [341].

Як мінімум, глобальний контракт з уніфікованими умовами міг би бути створений для пшениці, як максимум – інших сировинних товарів, що знаходяться у вільному обігу на біржах. Крім глобальних контрактів з уніфікованими умовами, робота могла б бути продовжена у напрямі створення відповідних біржових індексів, що відображають ціни на сировинні товари. Як приклад, можливим є створення індексу, який відображає ціну на пшеницю у ряді країн її найбільших експортерів та виробників. З урахуванням того, що Україна входить до світових лідерів з експорту зернових (у 2013–2014 маркетинговому році – місце у трійці лідерів), розробка та впровадження глобального контракту – продукту фінансового інжинірингу на пшеницю

певних сортів дозволило б міцніше закріпитися на світових ринках продовольства, і що найголовніше – розширити ринки збуту. Важливого значення набуває і розвиток вітчизняної біржової торгівлі сировинними товарами. Для прикладу, консолідація організаторів торгів біржовими контрактами на зернові та похідними на них має відбутися у областях – ключових виробниках зернових, а саме Полтавській, Харківській, Кіровоградській, Дніпропетровській. Недопущення спекуляцій на вітчизняних товарно-сировинних ринках, у т.ч. й зернових, сприяння ринковій конкуренції та впровадження механізмів хеджування ризиків товаровиробників має бути пріоритетом Міністерства економічного розвитку і торгівлі України як регулятора цих ринків у середньостроковій перспективі.

Отже, запровадження глобальних контрактів з уніфікованими умовами чи зближення центрів біржової торгівлі з одночасним обмеженням спекуляцій дозволило б сприяти вільному ціноутворенню на ринках, надало б державним регуляторам додатковий інструмент контролю над цінами та змогу не допустити монополізації галузі чи завищення цін при змові учасників ринку з метою спекуляцій. Більше того, у вигравші залишилися б виробники продукції, отримавши більш прогнозовані ціни та ув'язку фінансових факторів з реальним виробництвом власної продукції. Також спростився б порядок здійснення хеджування ризиків, зокрема цінових.

Додатково необхідно зосередити увагу на розмежуванні спекулятивних та хеджувальних операцій, відносному стимулюванні останніх. На сьогодні у вітчизняній практиці відсутні єдині підходи та чіткі критерії розмежування спекулятивних та хеджувальних операцій, окрім цільової настанови того чи іншого учасника ринку. Відсутність чітких критеріїв розмежування вищезазначених операцій не дозволяє регуляторам проводити стимулюючу політику чи надавати пільги хеджерам, так само як і проводити рестрикційну політику відносно спекулянтів. Первісно класифікована як хеджувальна операція з товарними деривативами у разі сприятливих змін ринкових факторів може бути використана учасником ринку як спекулятивна. До обов'язків

кожного учасника ринку повинна бути віднесена облігаторна система ризик-менеджменту, стан та результати функціонування якої повинні оприлюднюватися ним та подаватися за визначеною формою регуляторам. Опис функціонування такої системи ризик-менеджменту за окремими ПФІ повинен містити визначення механізмів нівелювання ризиків, прийнятих учасником, підходи до стрес-тестування позицій, оцінки та переоцінки операцій з деривативами, обґрунтування доцільності проведення тих чи інших операцій та підтвердження адекватного розуміння учасником застосованих технологій торгівлі. При цьому, ключове місце має бути відведене розмежуванню спекулятивних та хеджувальних операцій. Базою для їх відокремленого обліку та розкриття інформації можуть бути критерії, надані в Міжнародному стандарті бухгалтерського обліку (МСБО) 39 «Фінансові інструменти: визнання та оцінка» [219]. Слід зазначити, що на практиці необхідним є використання фіксованого коефіцієнта ефективності хеджування (Rx), який регламентований обліковими стандартами. Безпосереднє визначення ефективності хеджування наводиться у Міжнародному стандарті бухгалтерського обліку 39 «Фінансові інструменти: визнання та оцінка» [219]. На сьогодні Україна перебуває на шляху реформування національної системи обліку на основі впровадження Міжнародних стандартів фінансової звітності з 1998 р. Найбільш активні дії з імплементації цих стандартів державними регуляторними органами (НБУ, Нацкомфінпослуг тощо) спостерігаються з 2011 р. Зокрема, окремі суб'єкти фінансового сектору (СФС) зобов'язані використовувати ці стандарти у чітко визначені строки. Диференціація цих строків для різних категорій СФС наведена у табл. 5.3 [277]. Однак крім прямого копіювання стандартів учасникам ринку бракує практичного досвіду їх застосування, у т.ч. й в частині обліку операцій хеджування. У той же час застосування таких стандартів є основою для підвищення ринкової транспарентності, рівня довіри до учасників ринку, ліквідності та доступу до фінансування.

Таблиця 5.3 – Перехід на Міжнародні стандарти фінансової звітності в Україні окремих суб'єктів фінансового сектору (складено на основі [277])

Учасник ринку	Строк обов'язкового переходу
Банки	з 1.01.11
Страхові компанії	з 1.01.12
Окремі СФС (небанківські)	з 1.01.13 з 1.01.14
Кредитні спілки та компанії з управління активами	з 1.01.15

Хеджувальна операція, на відміну від спекулятивної, має бути строго задокументованою та результативною, оцінка результатів – надійною. Перспективне тестування ефективності хеджувальних операцій та застосування окремих фінансових інструментів у них повинно відповідати значенню R_x від 80 до 125 % [219; 277].

Наступний захід щодо перебудови національних ринків пов'язаний із введенням додаткового оподаткування фінансових трансакцій, обмеженням монополізації торгівлі (табл. 5.2). Слід відзначити, що ідея обмеження спекулятивних операцій, що є основою фінансіалізації, не нова. Її виникнення пов'язують з Дж. Кейнсом [118], а розвиток – з Дж. Тобіном, який у 70-х роках ХХ ст. запропонував стягувати 0,05–1 % податку з усіх фінансово-валютних операцій, що носять транскордонний характер. Обсяг надходжень від такого податку міг би дорівнювати 150 млрд дол. щорічно на світовому рівні, а його користь би полягала в обмеженні спекуляції до припустимого рівня та у захисті від спекулятивних атак економік країн, що розвиваються. Подібні ініціативи розглядаються та впроваджуються у ЄС з кінця 2011 року, проте вони нашоувхуються на суттєвий опір з боку учасників ринку та окремих країн, зокрема Великобританії. За ставкою податку в 0,1 % для операцій з акціями і облігаціями та 0,01 % – для ПФІ надходження по ЄС в цілому становитимуть близько 57 млрд євро на рік [96]. Однією з перших податок на високочастотний алгоритмічний трейдинг та деривативи на акції ввела Італія [112]. Пропорційна шкала оподаткування для операцій з окремими деривативами, пасивного

інвестування індексних фондів є логічним розвитком ідеї впровадження податку Тобіна для фінансових спекуляцій. Рівень застосування більш високої податкової ставки може бути визначений за різними принципами: на основі перевищення ціни, визначеної з урахуванням традиційних фундаментальних факторів; на основі встановлення зв'язків між рівнями цін та доходності тощо. Варто зауважити, що впровадження такого податку має бути суцільним – на усіх без винятку ринках незалежно від їх територіальної належності. Лише за такої умови можна буде уникнути регулятивного арбітражу, який спричинив масовий відтік інвесторів зі Стокгольмської біржі до Лондона під час дії у Швеції у 1985–1992 рр. податку на біржовий обіг. Спираючись на правило Волкера, слід сприяти введенню обмежень на торгівлю окремими деривативами за власний рахунок, причому не тільки для банківських установ, але й для потужних гравців на товарно-сировинних ринках. Оскільки, працюючи як агенти в хеджувальних операціях для своїх клієнтів (банки), чи володіючи інсайдерською інформацією щодо залишків запасів (суб'єкти реального сектору), вони можуть суттєво спотворювати механізм ринкового ціноутворення та викликати конфлікт інтересів. Наприклад, загальний прибуток інвестиційно-банківського підрозділу Barclays Bank – Barclays Capital вважався у 2010 році одним із найбільших серед учасників ринків агропромислових ПФІ у Європі, а його прибуток від біржових угод з продовольчими товарами склав 406 млн євро [368]. У цьому контексті були б доречними заходи з впровадження так званих «китайських стін».

Для України питання впровадження додаткового податку на фінансові трансакції в умовах нестабільності податкового законодавства мають розглядатися виважено. Зокрема, на нашу думку, операції, що мають документально підтверджений на основі зазначених вище облікових стандартів характер хеджування, як на фінансовому, так і на товарно-сировинних ринках, мають звільнитися від оподаткування. У той же час спекулятивні операції з фінансовими активами та реальними товарами мають оподатковуватися залежно від ринків, де вони відбуваються: на біржових – на рівні 0,01 % від

обсягу операції, на позабіржових – 0,1 % з урахуванням досвіду європейських регуляторів. Необхідно також зазначити, що Державна фіскальна служба України має переглянути підходи до оподаткування операцій з цінними паперами та деривативами як на фінансовому, так і на товарно-сировинних ринках в бік мінімізації інших видів податків і зборів, зокрема для фізичних осіб.

Участь регуляторів у згладжуванні кон'юнктурних шоків (попиту чи пропозиції) через стабілізаційні механізми інтервенцій та застосування перехресного регулювання не може бути недооцінена. Маючи запаси у держрезервах чи створюючи віртуальні резерви, засновані на *global intelligence unit* [537], регулятори матимуть змогу виходити на ринки з метою недопущення надування та схлопування «цінових бульбашок» та зниження відповідної волатильності. Однак варто зауважити, що інтервенції мають носити епізодичний характер, інакше спотворення ринкового механізму може стати значним і перманентним. Слід зауважити, що НБУ, Нацкомфінпослуг, НКЦПФР, Міністерству економічного розвитку і торгівлі України, Державному агентству резерву України необхідно координувати власну діяльність з розробки спільних заходів комплексного регулювання базового фінансового та товарно-сировинних ринків, недопущення надмірної фінансіалізації останніх, як і кризових явищ в економіці.

Підводячи проміжний підсумок, зазначимо, що вище було розглянуто окремі заходи щодо перебудови фінансового та товарно-сировинних ринків на основі комплексного підходу. Такі заходи, наслідки їх імплементації наведено у табл. 5.2. Практичне застосування цих заходів полягає у наступному: стосовно позабіржових ринків – розкриття інформації у торгових репозитаріях на обов'язковій основі та суцільна реєстрація товарних похідних; стосовно біржових ринків – створення взаємозалежних баз даних для загального доступу; лімітування позабіржової торгівлі товарними похідними та проведення операцій з ними із застосуванням центрального контрагента; організація біржових торгів на консолідованій основі; забезпечення транспарентності у

залежності від операцій (хеджувальні, спекулятивні); встановлення лімітів на окремі види операцій, цінові коридори; лімітування позицій окремих учасників; створення центрів біржової торгівлі одночасно товарами та похідними на них у місцях їх виготовлення; розробка глобальних сировинних індексів на окремі товари та створення відповідних контрактів з уніфікованими умовами; чітка ідентифікація змісту, ключових особливостей, критеріїв хеджувальних операцій; використання єдиних вимог, викладених чітко у облікових стандартах, щодо оцінки хеджувальних операцій, розкриття інформації про них; звільнення від оподаткування підтверджених хеджувальних операцій; розвиток положень оподаткування спекулятивних операцій; розмежування операцій з торгівлі за власний рахунок найбільших суб'єктів фінансового і реального секторів та застосування жорсткого регулювання у цьому контексті; участь регуляторів у згладжуванні кон'юнктурних шоків та здійсненні нагляду, контролю, моніторингу цін на біржових ринках для недопущення надування «цінових бульбашок», надмірної фінансіалізації товарно-сировинних ринків тощо.

За результатами підрозділу було узагальнено основні зміни, що відбулися у сфері державного регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів у відповідь на фінансову кризу 2007–2008 рр. з метою подолання їх деструктивного впливу на розвиток фінансового та реального секторів економіки. Розуміючи масштаби такого деструктивного впливу відбувається посилення регулювання відповідних ринків на наднаціональному та національному рівнях. Проаналізовано заходи як наднаціонального характеру, викладені у вимогах групи країн G20, Ради з фінансової стабільності та Міжнародної організації комісій з цінних паперів, так і національного рівня – представлені у положеннях Директив ЄС (Mifid II, EMIR – 2010–2012 рр.), Законі Додда-Френка (США, 2010 р.) та інших нормативних документах окремих країн. Дослідження основних програмних документів вказує орієнтацію їх на реформування насамперед фінансової архітектури, в тому числі переорієнтацію позабіржових деривативів на біржові ринки, їх

централізований кліринг та звітування про них у торгові репозитарії. Проте зазначені кроки не повною мірою дозволяють послабити негативний вплив дисбалансів руху фінансових ресурсів на функціонування товарно-сировинних ринків, що потребує обґрунтування комплексних та гармонізованих заходів щодо перебудови фінансових і товарно-сировинних ринків одночасно. Виходячи з цього було розкрито та деталізовано положення концепції регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці України, яка передбачає основні комплексні та гармонізовані заходи щодо перебудови фінансового і товарно-сировинних ринків. Базовою тезою цієї концепції стало зменшення розриву між розвитком фінансового та реального секторів.

Таким чином, концепція регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці України передбачає забезпечення перебудови фінансового та товарно-сировинних ринків, спрямованої на зниження деструктивного впливу таких дисбалансів. Це, у свою чергу, вимагає реалізації системи заходів щодо підвищення ринкової транспарентності, посилення регулювання ринків товарних деривативів з метою пригнічення надмірних спекуляцій, наділення регуляторів правами «кредитора останньої інстанції», розмежування спекулятивних і хеджувальних операцій та стимулювання останніх, введення додаткового оподаткування фінансових трансакцій, обмеження монополізації торгівлі. Реалізація положень концепції регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів дозволить сприяти зниженню асиметричності інформації та рівня моральних ризиків, вільному ціноутворенню на ринках, контролювати та стримувати коливання цін на базові сировинні товари шляхом обмеження спекулятивної активності та заохочення хеджувальних операцій тощо. Одним з базових векторів практичного застосування положень цієї концепції виступає недопущення надмірної фінансіалізації товарно-сировинних ринків зокрема та координація заходів щодо подолання наслідків дивергенції фінансового і реального секторів в цілому.

5.3 Обґрунтування переліку найбільш дієвих для економіки України інструментів державного регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів

Лібералізація транскордонного руху капіталу призвела до зміни пріоритетів в інвестиційних політиках суб'єктів економіки. Зокрема, переважання операцій короткострокового характеру зумовило бурхливий розвиток фінансового сектору та, як наслідок, фінансового інжинірингу. Використання модернізованих та новітніх фінансових інструментів дозволило окремим суб'єктам економіки швидкими темпами нарощувати фіктивний капітал та уникати регуляторного впливу з боку відповідних установ. Як вже згадувалося вище, такі дії призвели до створення «фінансових бульбашок» та настання кризових подій спочатку в економіках окремих країн, а потім і у глобальному вимірі.

У попередніх підрозділах дослідження було ідентифіковано факт становлення та розвитку України в умовах фінансіалізації світової економіки. Враховуючи суттєвий зв'язок між фінансовим сектором країни та темпами економічного зростання, справедливою є теза щодо необхідності врахування основних тенденцій розвитку світової економіки під час планування державних стратегій та політик.

Досвід зарубіжних країн, а також остання фінансова криза 2007–2008 рр. дозволяють стверджувати про нагальність перегляду системи регулювання фінансового сектору з урахуванням фінансіалізації, масштабність якої з кожним роком стає все більш загрозливою.

У межах цієї роботи запропоновано переглянути наявну вітчизняну систему регулювання фінансового сектору, зокрема в частині інструментарію, з урахуванням його банкоцентричного типу [221], а також монополії банків у напрямку акумуляції та перерозподілу фінансових ресурсів. Отже, одним із ключових завдань постає перегляд складу пріоритетів під час застосування

регуляторних заходів не лише НБУ, а й іншими державними інституціями, які забезпечують ефективність функціонування економіки.

Першочерговим завданням модернізації наявної системи регулювання фінансового сектору України є узагальнення світового та вітчизняного досвіду з метою виокремлення інструментів державного регулювання, зокрема у сфері фіскальної та монетарної політик, з позиції впливу на дисбаланси руху фінансових ресурсів в економіці. Ґрунтовне вивчення наявних напрацювань провідних науковців світу, проведене у попередніх розділах роботи, дозволяє стверджувати про обмеженість досліджень, спрямованих на ідентифікацію впливу інструментів державного регулювання на процес фінансіалізації. Виходячи з цього, особливої актуальності набувають питання створення та обґрунтування переліку найбільш дієвих для економіки України інструментів державного регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів. Саме тому в межах даного підрозділу роботи, спираючись на сформований вище інтегральний показник дисбалансів руху фінансових ресурсів, створимо та обґрунтуємо перелік найбільш дієвих для економіки України інструментів державного регулювання, використання яких дозволить впливати на такі дисбаланси.

Регулювання державою дисбалансів руху фінансових ресурсів, спричинених фінансіалізацією, може відбуватись шляхом використання інструментарію фінансової політики: монетарної (грошово-кредитної, валютно-курсової), фіскальної (бюджетної, податкової). Надалі охарактеризуємо інструментарій цих політик у контексті регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці України.

Як вже зазначалось вище, фінансовий сектор України має банкоцентричний тип [221]. З огляду на це головним суб'єктом, що здійснює регулювання фінансового сектору, є НБУ. Грошово-кредитна політика НБУ регулює стабільність відповідного сектору, ефективність його функціонування, а також має широкий спектр інструментів. Ч. Кіндлбергер [119] стверджував про здатність грошово-кредитної політики до пом'якшення «фінансових

бульбашок», які призводять до кризових подій, але у той же час про відсутність дієвих механізмів їх усунення [119].

На думку Ч. Кіндлбергера, грошово-кредитна політика центральних банків, яка у докризовий період характеризувалася значною дерегуляцією, дозволяла активно розвиватися фондовим ринкам країн за рахунок перетікання капіталу з довгострокових вкладень у операції переважно короткострокового характеру [119].

Визначальну роль процесу фінансіалізації було підтверджено представниками австрійської школи в теорії бізнес-циклів. Зокрема, у наукових працях [456; 519] вчені побудували модель надування «фінансової бульбашки» на ринку нерухомості, де першим етапом є активне нарощування обсягів грошової маси центральним банком, що призводить до зниження процентної ставки. У даному випадку капітал переходить із альтернативних короткострокових інструментів у довгострокові. Це забезпечує формування дефіциту інвестиційних можливостей, а грошова маса за даних умов розподіляється між секторами економіки нерівномірно. Загальним висновком теорії бізнес-циклів австрійської школи є те, що розширення монетарної експансії призводить до радикальних змін напрямків інвестування та, як наслідок, диспропорцій у розподілі капіталу, що має прояв у кризових подіях в економіці [393; 456; 519]. Узагальнюючи, зазначимо, що під час надування «фінансової бульбашки», за твердженням [350], регуляторна політика центрального банку може бути реалізована в наступних напрямках:

- не застосовувати жодних спеціальних заходів до врегулювання ситуації на ринку;
- намагатися підтримувати цільовий рівень цін на активи (стримувати надування «бульбашки» за допомогою більш жорсткої грошово-кредитної політики);
- використовувати окремі інструменти протидії процесу фінансіалізації;
- намагатися усунути «бульбашку» [350].

Традиційний підхід до регуляторної політики центральних банків у фаховій науковій літературі стверджує про такий напрям її застосування як таргетування інфляції. Остання світова фінансова криза 2007–2008 рр. довела проциклічність політики центральних банків та їх нездатність попередити або оперативно ліквідувати проблеми у фінансовому секторі. Складність застосування політики регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів, спричинених фінансіалізацією, полягає у тому, що до сьогодні відповіді на питання, яким чином попередити падіння ринку внаслідок надування «фінансової бульбашки», не існує [2; 17; 80; 87; 194; 261; 273; 326]. Пошук оптимуму зростання «фінансової бульбашки» ускладнюється невизначеністю поведінки учасників ринку. Ця теза підтверджується дослідженнями провідних науковців: А. Грінспена [449], Р. Шиллера [558], Р. Рубіна та Я. Весберга [553] та інших. Отже, виявити зі стовідсотковою точністю пікову точку надування «фінансової бульбашки» або «ірраціональне збудження» за А. Грінспеном [70; 449] неможливо.

Повертаючись до ідентифікації основних засад регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці України та враховуючи усе вищезазначене, визначимо перелік інструментів, що застосовуються НБУ в межах реалізації його функцій та провадження грошово-кредитної політики. Отже, здійснюватимуть вплив на дисбаланси руху фінансових ресурсів в економіці такі інструменти грошово-кредитної політики:

- емісія національної грошової одиниці (НБУ наділений виключним правом випуску грошей; даний інструмент дозволяє оперативно регулювати обсяги грошової маси, а також впливати на бюджетний процес);
- рефінансування банків (основна мета – підтримка ліквідності, а також фінансування розширення кредитування банками реального сектору економіки);
- збільшення норм обов'язкового резервування (їх підвищення зменшує обсяг вільних ресурсів у банків та, як наслідок, знижує кредитну та інвестиційну активність і навпаки);

– зміна облікової ставки НБУ (низька ставка стимулює кредитну активність на ринку, що призводить до зниження частки заощаджень; дешеві фінансові ресурси за практично нульової номінальної ставки, а у реальному вираженні – від’ємної, створюють сприятливі умови для зростання частки спекулятивних операцій);

– зміна умов доступу на ринок фінансових послуг (реалізується через вимоги до мінімального обсягу статутного капіталу). Згідно «Концепції реформи банківської системи України до 2020 р.» НБУ [250] планує збільшити вимоги до статутного капіталу зі 120 до 750 млн грн.;

– економічні ліміти та нормативи діяльності банків (пруденційні вимоги до банків, що покликані забезпечити їх стабільність; зміна нормативів відіграє важливу роль у забезпеченні економічного зростання, оскільки може обмежувати або навпаки розширювати можливості банків до проведення активних операцій) [32; 85; 86; 103; 130; 292].

Окремо варто відзначити інструменти валютно-курсової політики НБУ, оскільки в Україні питання доларизації економіки завжди було актуальним та одним із найскладніших для вирішення. Виклики сучасності до валютно-курсової політики спрямовані на попередження кризових подій, що спричинені різкими коливаннями курсів валют та, відповідно, спекуляціями з ними [3; 84; 102; 220; 233].

Варто зауважити, що валютно-курсова, як і грошово-кредитна політика в цілому, здійснюють оперативний вплив на результативні показники розвитку економіки. Одним із найбільш значимих завдань валютно-курсової політики НБУ є підтримання оптимального режиму курсу національної грошової одиниці [84; 102; 298].

На сьогодні визначено декілька режимів валютних курсів. У відповідності до роботи [199] окремі режими валютних курсів, їх характеристики та практичний аспект використання наведено у табл. 5.4.

Таблиця 5.4 – Окремі режими валютних курсів (складено на основі [199])

Назва режиму	Характеристика	Практичний аспект
«Вільне плавання»	Відсутність будь-яких регуляторних заходів	Теоретично є можливим, проте на практиці Центральний банк іноді проводить валютні інтервенції
«Кероване плавання»	Інтервенції Центрального банку, спрямовані на згладжування коливань валютного курсу	Часто використовується, проте основною проблемою є невизначеність у тривалості коливань валютних курсів
«Повзуча прив'язка»	Інтервенції Центрального банку, спрямовані на досягнення цілей коригування валютного курсу на постійній основі	Часто використовується, основною умовою є відповідність ринкових процесів політиці Центрального банку
Фіксований валютний курс з горизонтальною прив'язкою	Можливі коливання в межах допустимого коридору; динаміка зміни валютного курсу регулюється інтервенціями Центрального банку	Використовувався у Бреттон-Вудській та Європейській валютних системах; пов'язан з великими фінансовими витратами; на сьогодні використовується рідко з огляду на високу мобільність капіталу
Фіксований валютний курс з можливістю коригування	Валютний курс фіксується на тривалий час з вузьким коридором допустимих коливань	
Фіксований валютний курс	Повномасштабна фіксація валютного курсу на невизначений період часу	Застосовується рідко

Варто зауважити, що на сьогоднішній день виникають ситуації розбіжності де-юре заявленого валютного курсу із де-факто використовуваним і діями центральних банків у даній площині [84; 102; 298]. Враховуючи це, під час оцінювання впливу такого інструмента державного регулювання як встановлення режиму валютних курсів на дисбаланси руху фінансових ресурсів в економіці доцільно використовувати запропоновану у роботі [462] методологію по присвоєнню балів для кожного окремого режиму (табл. 5.5).

Таблиця 5.5 – Бальна оцінка режиму валютних курсів (складено на основі [462])

Характеристика режиму валютних курсів	Бальна оцінка
Відсутні легальні торги	1
Попередньо оголошено фіксований валютний курс або механізм управління курсом	1
Попередньо оголошено горизонтальну прив'язку, яка обмежена або дорівнює $\pm 2\%$	1
Де-факто фіксований валютний курс	1
Попередньо оголошена повзуча прив'язка	2
Попередньо оголошений повзучий коридор, який обмежено або дорівнює $\pm 2\%$	2
Де-факто «повзуча прив'язка»	2
Де-факто «повзучий коридор», який обмежено або дорівнює $\pm 2\%$	2
Попередньо оголошений «повзучий діапазон», який ширше $\pm 2\%$	3
Де-факто «повзучий коридор», який обмежено або дорівнює $\pm 5\%$	3
Коридор, який обмежено або дорівнює $\pm 2\%$ (тобто дозволяє як підвищувати, так і знижувати валютний курс з плином часу)	3
«Кероване плавання»	3
«Вільне плавання»	4
«Вільне падіння»	5
Подвійний валютний ринок, на якому відсутні окремі ринкові дані	6

Необхідно зазначити про вирішальну роль, яку має зміна валютних курсів для економіки країни та припливу/відтоку інвестиційного або спекулятивного капіталу. Наприклад, девальвація національної грошової одиниці стимулює експорт товарів і послуг [84]. Разом з цим така ситуація забезпечує активізацію інфляційних процесів. Отже, основними інструментами валютно-курсової політики, які використовує НБУ для регулювання валютних відносин в країні, є:

- встановлення режиму валютних курсів (дозволяє регулювати напрямки руху капіталу);

– валютні інтервенції (дозволяє оперативно регулювати грошову масу в обігу, впливати на кон'юнктуру валютного ринку та обмежувати спекуляції з валютою; це достатньо дорогий інструмент, оскільки він передбачає використання золотовалютних резервів країни);

– диверсифікація валютних резервів (забезпечує здатність країни проводити міжнародні розрахунки, захищає від валютних ризиків та є базою для проведення валютних інтервенцій) [84; 102; 225; 298].

Вищенаведені інструменти валютно-курсової політики здійснюватимуть вплив на дисбаланси руху фінансових ресурсів в економіці.

Необхідно також відзначити такий інструмент валютно-курсової політики як лібералізація торгівлі фінансовими послугами, яка повністю усуває ряд обмежень на рух капіталу між країнами. Угода про асоціацію України з ЄС передбачає поглиблення зони вільної торгівлі, однією зі сфер якої є саме лібералізація руху капіталу, а також можливість встановлення захисних заходів строком до 6 місяців лише у випадку виникнення ускладнень у провадженні грошово-кредитної та валютно-курсової політик [61, с. 5–14]. Фактично кордони України стали відкритими з 2008 р., а саме з моменту приєднання до Світової організації торгівлі (СОТ). Варто зауважити, що за твердженням вітчизняних науковців, Україна була не готова до повномасштабної лібералізації у відповідності до підписаних зобов'язань. Більшість країн зі схожою моделлю економічного розвитку та рівнем ВВП на душу населення за паритетом купівельної спроможності ратифікували лише зобов'язання щодо зняття обмежень для прямих іноземних інвестицій. Порівняльний аналіз залежності лібералізації руху капіталу від рівня доходів за країнами, а також наслідки цього процесу для України ґрунтовно представлено у дослідженні В. Гейця та Т. Богдан [61]. Позитивно варто відзначити очікування щодо припливу європейського капіталу у реальний сектор вітчизняної економіки, особливо на тлі кризових подій 2007–2008 рр., а саме вибуху «бульбашок» на ринках, які створили сприятливі умови для зміни напрямку фінансових потоків. Поряд з цим варто очікувати відплив заощаджень з України за кордон, що

приведе до суттєвого гальмування розвитку фінансового ринку, погіршення стану платіжного балансу країни тощо [61, с. 5–14].

Розглядаючи дії держави у контексті регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці варто окремо зазначити про бюджетну політику. Основною метою такої політики є забезпечення ефективного економічного розвитку країни через вплив на ділову активність, рівень державних видатків тощо [39; 236; 244; 264]. Отже, здійснюватимуть вплив на дисбаланси руху фінансових ресурсів в економіці такі інструменти бюджетної політики:

- гарантування урядом кредитів, позик, депозитів, у тому числі на євровалютному ринку (є інструментом підтримки суб'єктів економіки у провадженні профільної діяльності, а також стимулятором інноваційного розвитку реального сектору);

- державний кредит (є інструментом підтримки суб'єктів економіки у провадженні профільної діяльності);

- операції з облігаціями внутрішніх державних позик (ОВДП) (є інструментом застави, дозволяють ефективно розміщувати фінансові ресурси) [39; 107; 244; 264].

Обсяги державного кредитування та надання гарантій урядом визначені у бюджетному законодавстві України. Варто зауважити, що механізм використання таких інструментів бюджетної політики як гарантування урядом кредитів, позик, депозитів, у тому числі на євровалютному ринку, та державний кредит базується на тих же принципах, що і звичайний банківський кредит. Операції з ОВДП є інструментом альтернативним кредитуванню та наділим низьким рівнем ризику, який забезпечує інвестору отримання стабільного доходу за вкладеними коштами та майже абсолютну ліквідність. Поряд з цим даний інструмент забезпечує фінансування дефіциту державного бюджету. Позитивно варто відзначити наявність валютних ОВДП на ринку, а саме доларових. Це дозволяє оперативно регулювати валютну ліквідність фінансових установ та рівень обов'язкових резервів банків. Також валютні

ОВДП є однією з альтернатив розміщення валюти, особливо в умовах обмеженості валютного кредитування, та додатковим джерелом гарантій під час участі у рефінансуванні НБУ. Загалом, усі перелічені вище інструменти бюджетної політики дозволяють оперативно впливати на ліквідність ринку, ступінь наповнення бюджету, темпи зростання грошової бази, інфляцію тощо та забезпечувати інноваційний розвиток у різних сферах господарювання. Державний кредит та гарантії надаються суб'єктам економіки, що належать до галузей стратегічного значення для України. Варто зауважити, що у розвинутих країнах гарантування урядом кредитів, позик, депозитів є поширеним інструментом державної політики інноваційного розвитку. Головною умовою застосування таких інструментів бюджетної політики як державний кредит та гарантування урядом кредитів, позик, депозитів, у тому числі на євровалютному ринку, є адресність та програмно-цільовий метод [39; 107; 244; 264].

Суттєвий вплив на дисбаланси руху фінансових ресурсів в економіці здійснюють інструменти податкової політики. Ступінь податкового навантаження та прийнята в країні система оподаткування в цілому багато в чому визначають інтенсивність транскордонного руху капіталу, а також інвестиційну привабливість. Збалансоване податкове навантаження на окремих суб'єктів економіки дозволяє результативно наповнювати бюджет. У країнах Європи рівень податкового навантаження на банки та на окремих суб'єктів реального сектору є приблизно однаковим. Саме це і є основною причиною активізації руху капіталу. Відмінності у системах оподаткування країн ЄС та країн, що розвиваються, створюють сприятливе підґрунтя для переходу капіталу у країни з менш обтяжливим податковим навантаженням при інших рівних умовах. У відповідності до зазначеного вище, доцільно зауважити про досвід запровадження специфічних податків для фінансової діяльності. Фінансова криза 2007–2008 рр. продемонструвала нездатність більшості систем регулювання своєчасно реагувати на загрозливі процеси зростання спекулятивного капіталу, стрімкого відокремлення реального та фінансового

секторів тощо. Вбудовані стабілізатори, а також монетарні інструменти центральних банків не здатні були забезпечити належне регулювання надування «фінансових бульбашок» та своєчасне усунення виникаючих диспропорцій в економіках країн. Виходячи із цього, роль держави у забезпеченні стабільного функціонування фінансової системи, враховуючи її вирішальний вплив на економіку, суттєво підвищилася, що мало прояв у запровадженні специфічних податків для фінансової діяльності. Механізм дії таких податків полягає у перерахуванні стягнутих коштів до стабілізаційного фонду, який виступає своєрідним буфером у разі настання несприятливих подій та дозволяє покривати витрати держави на підтримку окремих суб'єктів економіки [570]. Варто зауважити, що питання запровадження специфічного оподаткування банків достатньо гостро постало лише після кризи 2007–2008 рр. й вже було вирішено такими країнами, як Швеція – відповідний податок введено з 2009 р.; Угорщина, Сполучені Штати Америки – з 2010 р.; Австрія, Греція, Франція, Німеччина, Португалія – з 2011 р.; Великобританія, Бельгія – з 2012 р. та ін. [64]. Зарубіжні науковці вже прорахували, що внаслідок введення податку на всі фінансові трансакції у світі в розмірі 0,05 % обсяги акумульованих коштів можуть коливатися від 200 до 600 млрд дол. США, 80 % з яких складатимуть кошти від операцій з ПФІ [317]. Також доцільно зазначити, що аналітиками Європейської комісії [419], на прикладі Франції, було доведено позитивний вплив від запровадження на початку 2012 р. податків у розмірі 0,2 % на операції з акціями та деякими ПФІ для суб'єктів, капіталізація яких перевищує 1 млрд євро та 0,01 % від скасованих угод. Очікуваний дохід від такого запровадження склав 690 млн євро у 2013 р. та 702 млн євро у 2014 р., що становить 0,03 % від валового внутрішнього продукту Франції [419]. Зокрема, у дослідженні [419] представлено порівняння німецького, італійського та французького ринків з середнім рівнем капіталізації, де на двох перших аналогічні податки не були запроваджені. За результатами проведених розрахунків аналітиками Європейської комісії доведено відсутність залежності між волатильністю цін на акції та специфічним

податком для фінансової діяльності. Поряд з цим за період дослідження відбулося зменшення ліквідності (за обсягами торгів) ринку на 10 % після введення відповідного податку [419]. Слід також відмітити, що практика специфічного оподаткування в Україні відсутня.

Підводячи проміжний підсумок, необхідно зазначити, що охарактеризовані вище інструменти державного регулювання активно використовуються не лише в Україні, а й за кордоном. Результативність використання інструментів державного регулювання залежить від багатьох факторів, проте у контексті глобальних процесів переміщення капіталу, зростання розриву між розвитком фінансового та реального секторів актуалізується питання систематичного перегляду їх переліку.

Індикатори (грошовий агрегат М3 до валового внутрішнього продукту, показник річного обсягу рефінансування банків до валового внутрішнього продукту, середнє значення за рік облікової ставки, обсяг валютних інтервенцій до валового внутрішнього продукту, обсяг наданих державних кредитів до валового внутрішнього продукту, обсяг операцій з ОВДП до валового внутрішнього продукту тощо) для ідентифікації впливу інструментів державного регулювання на дисбаланси руху фінансових ресурсів в економіці України наведено у табл. 5.6.

Узагальнений перелік інструментів (у сфері фіскальної та монетарної політик), напрями державного регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці України та результати проведених розрахунків представлено у табл. 5.7. Як можна бачити з табл. 5.7 було висунуто ряд гіпотез щодо напрямку та сили впливу на дисбаланси руху фінансових ресурсів кожного з інструментів державного регулювання. Результати перевірки цих гіпотез, наведені у табл. 5.7, дозволили створити перелік інструментів державного регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів за ступенем дієвості в умовах фінансіалізації економіки.

Таблиця 5.6 – Індикатори для ідентифікації впливу інструментів державного регулювання на дисбаланси руху фінансових ресурсів в економіці України

Індикатор	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Річний обсяг рефінансування банків до ВВП	0,17	0,17	0,14	0,12	0,28	0,08	4,16	0,46	0,07	2,19	6,29	4,47
Середній рівень нормативу (збільшення норм обов'язкового резервування), %	7,00	7,67	7,50	6,50	5,08	2,63	2,31	2,45	2,60	2,57	2,83	4,45
Середнє значення за рік облікової ставки, %	7,00	7,00	9,00	9,50	8,90	8,20	11,50	11,10	9,00	7,75	7,54	7,00
Мінімальний обсяг статутного капіталу до ВВП	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Норматив достатності (адекватності) регулятивного капіталу, %	8,00	8,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00
Норматив адекватності основного капіталу, %	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00
Норматив інвестування в цінні папери окремо за кожною установою, %	15,00	15,00	15,00	15,00	15,00	15,00	15,00	15,00	15,00	15,00	15,00	15,00
Норматив загальної суми інвестування, %	60,00	60,00	60,00	60,00	60,00	60,00	60,00	60,00	60,00	60,00	60,00	60,00
Нормативне значення загальної відкритої валютної позиції банку, %:												
загальна довга відкрита валютна позиція	30,00	30,00	30,00	20,00	20,00	20,00	20,00	20,00	20,00	5,00	5,00	5,00
загальна коротка відкрита валютна позиція	5,00	5,00	5,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00
Бальна оцінка для режиму валютних курсів	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,50	2,50	2,00	2,00	2,00	2,50
Обсяг валютних інтервенцій до ВВП	4,10	4,44	7,84	12,13	0,84	5,32	-2,15	-8,90	0,97	-2,29	4,25	1,77
Обсяг наданих гарантій (урядом кредитів, позик, депозитів, у тому числі на євровалютному ринку) до ВВП	2,43	2,43	2,43	0,16	0,64	0,79	0,11	3,51	0,92	0,98	5,34	1,51
Грошовий агрегат М3 до ВВП	28,84	35,66	36,42	43,96	47,98	54,97	54,40	53,35	55,23	52,65	54,79	62,48
Гарантований державою борг до ВВП	4,95	4,19	5,09	3,37	2,69	2,45	6,17	9,98	10,04	8,87	8,23	7,71
Обсяг наданих державних кредитів до ВВП	0,04	0,04	0,32	0,20	0,28	0,17	0,07	0,22	2,49	0,06	0,29	0,16
Обсяг операцій з ОВДП до ВВП	1,26	0,45	0,64	1,62	0,29	0,50	2,48	8,16	6,53	3,86	3,04	4,48
Інтегральний показник дисбалансів руху фінансових ресурсів (<i>IR</i>)	0,09	0,10	0,13	0,14	0,18	0,26	0,23	0,22	0,21	0,19	0,18	0,18

Таблиця 5.7 – Перелік інструментів та напрямів державного регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці України

Інструмент	Практичний аспект застосування	Індикатор виміру	Напрямок впливу відповідно до гіпотези	Наявність часового лагу	Значення коефіцієнта кореляції	Результат перевірки гіпотези
Грошово-кредитна політика						
Емісія національної грошової одиниці	Надлишкова емісія грошей підвищує рівень інфляції та збільшує активи банківської системи [124]. Помірний рівень інфляції стимулює економічне зростання [209]	Грошовий агрегат М3	стимулюючий	ні	0,92	підтверджена
Рефінансування банків	Активізація операцій рефінансування зменшує вартість кредитних ресурсів банку, що забезпечує розширення активних операцій [72]	Річний обсяг рефінансування банків	стримуючий	ні	0,35	спростована
Збільшення норм обов'язкового резервування	Найявний суттєвий за інтенсивністю кореляційний зв'язок між середнім значенням нормативу обов'язкового резервування та ліквідними активами; коефіцієнт детермінації при цьому складає 0,695 і підтверджує, що зміна обсягів кредитування на 69,5 % залежить від зміни норм обов'язкових резервів та на 30,5 % – від дії інших чинників [32, с. 46–47]	Середній рівень нормативу	стримуючий	ні	-0,84	підтверджена
Зміна облікової ставки НБУ	За умови високої облікової ставки відбувається приріст іноземного капіталу та, відповідно, зростання попиту на національну валюту (ревальвація). Високі облікові ставки (у порівнянні з США та ЄС) є однією з причин припливу спекулятивного капіталу. Поряд з цим, у більшості країн, що розвиваються, вплив облікової ставки на економічний розвиток та обсяги грошової емісії є незначним [212, с. 159–165]. Зниження її рівня не впливає на перебіг кризових подій	Середнє значення за рік облікової ставки	стимулюючий	ні	0,37	підтверджена

Продовження табл. 5.7

Інструмент	Практичний аспект застосування	Індикатор виміру	Напрямок впливу відповідно до гіпотези	Наявність часового лагу	Значення коефіцієнта кореляції	Результат перевірки гіпотези
Зміна умов доступу на ринок фінансових послуг	Підвищення вимог до капіталу банків призводить до зменшення обсягів кредитування реального сектора у поточному році та стабілізації таких обсягів протягом трьох років після зміни вимог [400]. Відключення НБУ банків, що порушують діюче законодавство від Системи підтвердження угод на міжбанківському валютному ринку, дозволяє стабілізувати ринкові очікування щодо курсу національної валюти та зменшувати обсяги спекуляцій на ринку [85; 86]	Мінімальний обсяг статутного капіталу	стриму-ючий	ні	-0,47	підтвер-джена
Економічні ліміти та нормативи діяльності банків (капітал, ліквідність, кредитування, інвестування)	Відповідно до результатів сучасних досліджень, введення більш жорстких нормативів капіталу для великих міжнародних банків, передбачених програмою Базеля III, призведе до зниження темпів приросту валового внутрішнього продукту країни, але, поряд із цим – і до загальної стабілізації банківської системи [329, с. 32–37]	Нормативи (за їх видами)	стриму-ючий	ні	1) 0,72 (норматив достатності регулятив-ного капіталу); 2) 0,58 (норматив адекватності основного капіталу); тощо	частково підтвер-джена
Податкова політика						
Перегляд системи оподаткування банків	Дозволяє обмежувати чи розширювати діяльність банків; є гнучким інструментом, проте має значний лаг результативності; інструмент потребує постійного перегляду та вдосконалення у відповідності до світової практики [31; 71; 243; 244; 339]					

Продовження табл. 5.7

Інструмент	Практичний аспект застосування	Індикатор виміру	Напрямок впливу відповідно до гіпотези	Наявність часового лагу	Значення коефіцієнта кореляції	Результат перевірки гіпотези
Запровадження специфічних податків для фінансової діяльності	Дослідження проведене аналітиками Європейської комісії щодо введення у Франції специфічного податку на операції з акціями та іншими фінансовими інструментами доводить відсутність збільшення цінової волатильності на ринку, наявність падіння ліквідності на 10 %, що сприяє зменшенню обсягів надлишкового капіталу, який використовується для проведення спекулятивних операцій [419]	Обсяг оподатковуваних операцій з акціями та іншими фінансовими інструментами	стримуючий	–	–	підтверджена*
Валютно-курсова політика						
Встановлення режиму валютних курсів	У промислово розвинутих країнах масштаби потоків капіталу значно вищі за умови введення фіксованого валютного курсу, ніж у країн з плаваючим валютним курсом [84; 546]	Бальна оцінка для режиму валютних курсів	стимулюючий	ні	0,55	підтверджена
Лібералізація торгівлі фінансовими послугами	Зняття обмежень повністю відкриває економіку для вільного входження іноземного капіталу, що підвищує ймовірність припливу короткострокового спекулятивного капіталу. Обмеження валютного кредитування дозволить збільшити стабільність кредитного портфеля банківської системи, що розширить можливості для подальшої кредитної активності. Обмеження операцій по обміну валют дозволить зменшити обсяг спекулятивних операцій. Для більшості країн, що розвиваються, лібералізація потоків капіталу згубно вплинула на економіку [61; 84; 102]					
Диверсифікація валютних резервів	Зміна обсягу офіційних золотовалютних резервів віддзеркалює масштаб втручання держави у формування валютних курсів [3, с. 108–114]. Диверсифікація валютних резервів за рахунок євро сприяє посиленню гнучкості інвестиційної політики країни завдяки доступу до європейського фінансового ринку [84; 135, с. 265–298; 545]					
Валютні інтервенції	Є дорогим інструментом; дозволяє ефективно впливати на скорочення / збільшення грошової маси в обігу, обмеження спекуляцій [298]	Обсяг валютних інтервенцій	стримуючий	ні	-0,46	підтверджена

Продовження табл. 5.7

Інструмент	Практичний аспект застосування	Індикатор виміру	Напрямок впливу відповідно до гіпотези	Наявність часового лагу	Значення коефіцієнта кореляції	Результат перевірки гіпотези
Бюджетна політика						
Гарантування урядом кредитів, позик, депозитів, у тому числі на євровалютному ринку	Формує сприятливий інвестиційний клімат на ринку, забезпечує підвищення довіри до учасників ринкових відносин, що призводить до збільшення кількості інвесторів та обсягів торгівлі. З одного боку, це сприяє позитивним зрушенням в економіці, але, з іншого, обумовлює підвищення обсягів спекулятивних операцій [39; 40; 218; 244]	Обсяг наданих гарантій	стимулюючий	так, 2 роки	-0,69	спростована (не підтверджена)
Державний кредит	Один із інструментів регулювання грошової маси в обігу та стимулювання економічного зростання. Проте в Україні на сьогодні відсутній механізм дієвого контролю за використанням наданих у кредит коштів. Це підвищує ймовірність використання таких коштів у спекулятивних цілях [39; 40; 72; 244]	Обсяг наданих державних кредитів	стимулюючий	так, 3 роки	0,47	підтверджена
Операції з облігаціями внутрішніх державних позик	Через введення певних інструментів, наприклад валютних облігацій, держава впливає на перетворення боргів у сек'юритизовану форму, підвищує чи знижує загальну ліквідність фінансового ринку. На сьогодні відбувається активізація вторинного ринку цінних паперів, що пов'язано із допуском до первинного розміщення облігацій лише окремих банків [39; 40; 72; 244]	Обсяг операцій з ОВДП	стримуючий	ні	0,46	спростована

* для Європейських країн, в Україні відсутня практика специфічного оподаткування

Характер зв'язків між зазначеними у табл. 5.7 індикаторами (за інструментами державного регулювання) та інтегральним показником дисбалансів руху фінансових ресурсів (*IR*) було встановлено за допомогою кореляційного аналізу. Як відомо, величина коефіцієнта кореляції коливається в межах інтервалу $[-1;1]$ та демонструє силу зв'язку (відсутній, практично відсутній, слабкий, помітний, сильний), яку можна визначити відповідно до шкали Чеддока [10]. З метою отримання адекватних висновків за розрахунками було проведено нормалізацію даних шляхом зважування досліджуваних індикаторів на обсяги річного валового внутрішнього продукту, що дозволило врахувати рівень економічного розвитку країни. Як видно з табл. 5.7, ряд висунутих гіпотез було підтверджено (частково підтверджено) або спростовано. Проаналізуємо більш детально отримані результати.

Монетарна політика держави має найбільший перелік інструментів для регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці України. Коефіцієнти кореляції між індикаторами монетарної (грошово-кредитної, валютно-курсової) політики та інтегральним показником дисбалансів руху фінансових ресурсів наведено у табл. 5.8.

Користуючись шкалою Чеддока, відзначимо, що за результатами розрахунків коефіцієнтів кореляції сильні зв'язки з інтегральним показником дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці України було виявлено для чотирьох індикаторів:

- грошовий агрегат М3 до валового внутрішнього продукту (значення коефіцієнта складає $(+0,92)$);
- середній рівень нормативу за таким інструментом як збільшення норм обов'язкового резервування (значення коефіцієнта складає $(-0,84)$);
- норматив достатності регулятивного капіталу (значення коефіцієнта складає $(+0,72)$);
- загальна коротка відкрита валютна позиція (значення коефіцієнта складає $(+0,8)$).

Таблиця 5.8 – Коефіцієнти кореляції між індикаторами монетарної політики та інтегральним показником дисбалансів руху фінансових ресурсів

Інструмент (індикатор)	Коефіцієнт кореляції	Сила зв'язку
Емісія національної грошової одиниці (грошовий агрегат М3 до ВВП)	0,92	сильний
Рефінансування банків (річний обсяг рефінансування банків до ВВП)	0,35	слабкий
Збільшення норм обов'язкового резервування (середній рівень нормативу)	-0,84	сильний
Зміна облікової ставки НБУ (середнє значення за рік облікової ставки)	0,37	слабкий
Зміна умов доступу на ринок фінансових послуг (мінімальний обсяг статутного капіталу до ВВП)	-0,47	слабкий
Економічні ліміти та нормативи діяльності банків (норматив достатності (адекватності) регулятивного капіталу)	0,72	сильний
Економічні ліміти та нормативи діяльності банків (норматив адекватності основного капіталу)	0,58	помітний
Економічні ліміти та нормативи діяльності банків (норматив інвестування в цінні папери окремо за кожною установою)	0,00	відсутній
Економічні ліміти та нормативи діяльності банків (норматив загальної суми інвестування)	0,00	відсутній
Економічні ліміти та нормативи діяльності банків (нормативне значення загальної відкритої валютної позиції банку)	-0,44	слабкий
загальна довга відкрита валютна позиція	-0,56	помітний
загальна коротка відкрита валютна позиція	0,80	сильний
Встановлення режиму валютних курсів (бальна оцінка для режиму валютних курсів)	0,55	помітний
Валютні інтервенції (обсяг валютних інтервенцій до ВВП)	-0,46	слабкий

Отримані значення коефіцієнтів кореляції для нормативів валютної позиції дозволяють стверджувати про часткове підтвердження висунутої вище гіпотези щодо стримуючого впливу відповідного інструмента грошово-кредитної політики на дисбаланси руху фінансових ресурсів в економіці України. Це пов'язано із сильним за шкалою Чеддока зв'язком для ліміту загальної короткої відкритої валютної позиції, що повністю співпадає з логікою регуляторного впливу на дисбаланси руху фінансових ресурсів в економіці

України: більш жорстке значення даного ліміту обмежує ресурсну складову у валюті та, як наслідок, можливості для спекуляцій. Варто також зауважити про зворотній характер зв'язку між нормами резервування та інтегральним показником дисбалансів руху фінансових ресурсів. Поряд з цим, зворотній характер зв'язку з інтегральним показником дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці України мають такі індикатори: мінімальний обсяг статутного капіталу до валового внутрішнього продукту (значення коефіцієнта кореляції складає (-0,47)); нормативне значення загальної відкритої валютної позиції банку (значення коефіцієнта кореляції складає (-0,44)); загальна довга відкрита валютна позиція (значення коефіцієнта кореляції складає (-0,56)). Проте вплив відповідних інструментів грошово-кредитної політики держави на дисбаланси руху фінансових ресурсів, спричинені фінансіалізацією, не можна вважати суттєвим. Варто зазначити про відсутність зв'язку між нормативами інвестування, встановленими НБУ, та інтегральним показником дисбалансів руху фінансових ресурсів, що можна пояснити відносною їх стабільністю протягом всього досліджуваного періоду.

У табл. 5.8 наведено коефіцієнти кореляції між індикаторами валютно-курсової політики (бальна оцінка для режиму валютних курсів, обсяг валютних інтервенцій до валового внутрішнього продукту) та інтегральним показником дисбалансів руху фінансових ресурсів. Відсутність якісної інформаційної бази щодо застосування такого інструмента валютно-курсової політики, як диверсифікація валютних резервів, обумовила виключення його з подальших розрахунків. Як видно з табл. 5.8, вектори впливу інструментів валютно-курсової політики на дисбаланси руху фінансових ресурсів в економіці України є діаметрально протилежними. Збільшення НБУ обсягу валютних інтервенцій приводить до зменшення інтегрального показника дисбалансів руху фінансових ресурсів, тоді як зміна режиму валютних курсів призводить до підвищення рівня дисбалансів в економіці. Сила зв'язку за шкалою Чеддока між індикаторами валютно-курсової політики та інтегральним показником дисбалансів руху фінансових ресурсів є слабкою. Щодо валютних інтервенцій,

необхідно надати уточнення про механізм їх дії. Обсяг валютних інтервенцій складає сальдо (купівля-продаж) проведених операцій. Отже, позитивне значення даного індикатора свідчить про вилучення НБУ валюти з ринку та, відповідно, розширення гривневої маси в обігу, і навпаки, від'ємне значення характеризує політику підкріплення банків валютними засобами. У даному контексті, не дивлячись на слабкий зв'язок з інтегральним показником дисбалансів руху фінансових ресурсів, логіка механізму дії інструмента валютних інтервенцій зберігається.

Коефіцієнти кореляції між індикаторами бюджетної політики та інтегральним показником дисбалансів руху фінансових ресурсів представлено в табл. 5.9.

Таблиця 5.9 – Коефіцієнти кореляції між індикаторами бюджетної політики та інтегральним показником дисбалансів руху фінансових ресурсів

Інструмент (індикатор)	Коефіцієнт кореляції	Сила зв'язку
Гарантування урядом кредитів, позик, депозитів, у тому числі на єрвалютному ринку (обсяг наданих гарантій до ВВП)	-0,23	практично відсутній
Державний кредит (обсяг наданих державних кредитів до ВВП)	0,18	практично відсутній
Операції з облігаціями внутрішніх державних позик (обсяг операцій з ОВДП до ВВП)	0,46	слабкий

Як видно з табл. 5.9, інструменти бюджетної політики здійснюють незначний вплив на дисбаланси руху фінансових ресурсів в економіці України у досліджуваному періоді, проте, виходячи із даних табл. 5.7, наявна зміна розрахункових значень коефіцієнтів кореляції за наявності часового лагу.

Проведено автокореляційний аналіз для перевірки наявності часових лагів у дії інструментів державного регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці України. За результатами такого аналізу було визначено часові лаги між застосуванням інструментів державного регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів та отриманням очікуваних ефектів від їх

дії в умовах фінансіалізації економіки. Коефіцієнти кореляції між індикаторами монетарної і фіскальної політик (в частині грошово-кредитної, валютно-курсової, бюджетної) та інтегральним показником дисбалансів руху фінансових ресурсів (з урахуванням та без урахування часових лагів) наведено у табл.5.10.

Таблиця 5.10 – Коефіцієнти кореляції між індикаторами монетарної і фіскальної політик та інтегральним показником дисбалансів руху фінансових ресурсів (з урахуванням та без урахування часових лагів)

Інструмент (індикатор)	Коефіцієнт кореляції			
	без зсуву	1 рік	2 роки	3 роки
Емісія національної грошової одиниці (грошовий агрегат М3 до ВВП)	0,92	0,83	0,60	0,23
Рефінансування банків (річний обсяг рефінансування банків до ВВП)	0,35	0,43	0,25	-0,22
Збільшення норм обов'язкового резервування (середній рівень нормативу)	-0,84	-0,69	-0,40	-0,01
Зміна облікової ставки НБУ (середнє значення за рік облікової ставки)	0,37	0,41	0,36	0,36
Зміна умов доступу на ринок фінансових послуг (мінімальний обсяг статутного капіталу до ВВП)	-0,47	-0,17	-0,19	-0,25
Економічні ліміти та нормативи діяльності банків (норматив достатності (адекватності) регулятивного капіталу)	0,72	0,73	0,79	0,68
Економічні ліміти та нормативи діяльності банків (норматив адекватності основного капіталу)	0,58	0,36	0,13	-0,05
Економічні ліміти та нормативи діяльності банків (нормативне значення загальної відкритої валютної позиції банку)	-0,44	-0,47	-0,63	-0,25
загальна довга відкрита валютна позиція	-0,56	-0,61	-0,75	-0,25
загальна коротка відкрита валютна позиція	0,80	0,85	0,77	0,25
Встановлення режиму валютних курсів (бальна оцінка для режиму валютних курсів)	0,55	0,26	-0,01	-0,34
Валютні інтервенції (обсяг валютних інтервенцій до ВВП)	-0,46	-0,32	0,15	0,45

Продовження табл. 5.10

Інструмент (індикатор)	Коефіцієнт кореляції			
	без зсуву	1 рік	2 роки	3 роки
Гарантування урядом кредитів, позик, депозитів, у тому числі на євровалютному ринку (обсяг наданих гарантій до ВВП)	-0,23	-0,07	-0,69	-0,36
Державний кредит (обсяг наданих державних кредитів до ВВП)	0,18	0,05	-0,11	0,47
Операції з облігаціями внутрішніх державних позик (обсяг операцій з ОВДП до ВВП)	0,46	0,16	-0,02	-0,03

Виходячи з табл. 5.10, визначимо індикатори (за відповідними інструментами державного регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці України), коефіцієнт кореляції яких з показником *IR* змінився у напрямку зміцнення зв'язку за умови зсуву даних:

- норматив достатності (адекватності) регулятивного капіталу демонструє незначне зміцнення зв'язку через два роки;

- нормативне значення загальної відкритої валютної позиції банку – ідентифіковано помітний за шкалою Чеддока зв'язок з часовим лагом у два роки (коефіцієнт кореляції складає (-0,63)). Висунута гіпотеза за відповідним даному індикатору інструментом державного регулювання спростована;

- загальна довга відкрита валютна позиція – зв'язок з інтегральним показником дисбалансів руху фінансових ресурсів міцнішає через два роки (коефіцієнт кореляції складає (-0,75)). Висунута гіпотеза за відповідним даному індикатору інструментом державного регулювання спростована;

- загальна коротка відкрита валютна позиція – незначне зміцнення зв'язку встановлено через рік;

- бальна оцінка для режиму валютних курсів – зв'язок з інтегральним показником дисбалансів руху фінансових ресурсів змінюється з прямого на обернений з часовим лагом у три роки (коефіцієнт кореляції складає (-0,34)). Відповідно до цього змінюється на протилежний напрям впливу на дисбаланси

руху фінансових ресурсів в економіці України такого інструмента валютно-курсової політики, як встановлення режиму валютних курсів (з часовим лагом у три роки);

– обсяг валютних інтервенцій до валового внутрішнього продукту – зв'язок з інтегральним показником дисбалансів руху фінансових ресурсів змінюється з оберненого на прямий з часовим лагом у три роки (проте такий зв'язок є слабким, коефіцієнт кореляції складає $(+0,45)$). Отже, у даному випадку визначено зміну вектору дії відповідного даному індикатору інструмента державного регулювання на дисбаланси руху фінансових ресурсів в економіці України (часовий лаг складає три роки);

– обсяг наданих гарантій (урядом кредитів, позик, депозитів, у тому числі на євровалютному ринку) до валового внутрішнього продукту – спостерігається зміна сили зв'язку зі слабкого на помітний (часовий лаг складає два роки);

– обсяг наданих державних кредитів до валового внутрішнього продукту – зв'язок з практично відсутнього перетворюється на слабкий через три роки (коефіцієнт кореляції складає $(+0,47)$).

Отримані результати розрахунків (табл. 5.10) мають прикладний характер, оскільки ідентифікація не лише наявності безпосередньо часового лагу, а й напряду впливу відповідного інструмента державного регулювання на дисбаланси руху фінансових ресурсів в економіці створюють об'єктивне підґрунтя перегляду засад використання цих інструментів під час здійснення регуляторних заходів з боку держави. Зокрема, окрему зацікавленість викликає дія такого інструмента державного регулювання, як валютні інтервенції, що змінює вектор впливу з часовим лагом у три роки. З урахуванням рівня доларизації вітчизняної економіки даний інструмент у короткостроковій перспективі має стримуючий характер по відношенню до дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці. Проте у довгостроковій перспективі валютні інтервенції активно стимулюють розширення обсягу спекулятивного капіталу. Щодо часового лагу внаслідок застосування такого інструмента державного

регулювання як гарантування урядом кредитів, позик, депозитів, у тому числі на євровалютному ринку, необхідно зазначити, що посилення зв'язку через два роки з інтегральним показником дисбалансів руху фінансових ресурсів можна пояснити специфікою використання коштів. За таким інструментом регулювання як державний кредит було підтверджено гіпотезу щодо стимулюючого характеру його впливу на дисбаланси руху фінансових ресурсів в економіці України з часовим лагом у три роки (табл. 5.7). У табл. 5.7 було зроблено припущення про ймовірність нецільового використання коштів, отриманих від держави, що обумовило б зростання спекуляцій. Підтвердження вищезазначеної гіпотези доводить нагальну необхідність перегляду системи моніторингу за напрямками використання коштів, отриманих від держави.

Узагальнюючи наведене вище, можна зробити наступні висновки. В умовах функціонування вітчизняної економіки одними із найбільш дієвих інструментів державного регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів є емісія національної грошової одиниці, яка стимулює відповідні дисбаланси, ліміт загальної короткої відкритої валютної позиції та встановлення режиму валютних курсів. Ці інструменти, відповідно до отриманих вище результатів, здатні оперативнo впливати на активізацію спекулятивних операцій на ринку. Також важливими інструментами державного регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці є зміна умов доступу на ринок фінансових послуг (виступає першочерговим вхідним бар'єром на ринок), збільшення норм обов'язкового резервування, гарантування урядом кредитів, позик, депозитів, у тому числі на євровалютному ринку тощо. Проте, незважаючи на важливість застосування з теоретичної позиції наведених вище інструментів державного регулювання (табл. 5.7), вплив окремих з них на дисбаланси руху фінансових ресурсів в економіці України залишається несуттєвим. Зокрема це стосується зміни облікової ставки НБУ (обумовлене недієвістю процентного каналу трансмісійного механізму монетарної політики), надання кредитів рефінансування (пов'язано зі слабким контролем за цільовим використанням кредитних ресурсів), обсягу валютних інтервенцій (що спричинено

спекулятивними операціями на валютному ринку), надання державних кредитів та проведення операцій з облігаціями внутрішніх державних позик (обумовлено неефективністю організаційно-економічного механізму їх проведення). Використання результатів, отриманих у даному підрозділі, дозволить на практиці реалізовувати вплив інструментів фіскальної та монетарної політик відповідно до необхідного напрямку регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці України. Це, у свою чергу, дасть можливість подолати спричинені фінансіалізацією дисбаланси руху фінансових ресурсів в економіці. Отримані вище результати свідчать про те, що найбільше потенційних можливостей у контексті державного регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці України має саме монетарна політика (з позиції кількості дієвих інструментів такого регулювання). За нею (згідно з такою позицією) слідує фіскальна політика. У додатку К наведено структурно-логічну схему, яка дозволяє створити та обґрунтувати перелік найбільш дієвих для економіки інструментів державного регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів.

Таким чином, створення та обґрунтування переліку найбільш дієвих для економіки України інструментів державного регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів дало змогу визначити взаємоузгоджені напрями подолання таких дисбалансів, враховуючи часові лаги між застосуванням відповідних інструментів і отриманням ефектів від їх дії та заходи фіскальної і монетарної політик. За результатами підрозділу було висунуто та перевірено гіпотези щодо напрямку та сили впливу на дисбаланси руху фінансових ресурсів інструментів державного регулювання, що дозволило створити їх перелік за ступенем дієвості в умовах фінансіалізації економіки. Виявлено, що вплив на дисбаланси руху фінансових ресурсів ряду інструментів, які традиційно вважаються основними для регулювання фінансового сектору економіки України, є несуттєвим. Підтвердження отриманих зв'язків рекомендоване для врахування відповідними вітчизняними регуляторними органами в процесі реалізації

заходів, спрямованих на подолання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці України.

Загалом концептуальні та методологічні засади регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці України відповідно базуються на системі визначених заходів з одночасної перебудови фінансового і товарно-сировинних ринків та використанні державою найбільш дієвих для економіки інструментів її фінансової політики (фіскальної, монетарної) у контексті подолання дисбалансів.

Висновки до п'ятого розділу

У п'ятому розділі дисертації визначено особливості та окреслено стратегічні напрями регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів, проаналізовано заходи державного регулювання таких дисбалансів, розкрито та деталізовано положення концепції регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в умовах фінансіалізації економіки України, створено та обґрунтовано перелік найбільш дієвих для економіки України інструментів державного регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів.

За результатами розділу зроблено наступні висновки:

1. Розкрито змістовні характеристики регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці: сутність, цільові орієнтири, види, складові, суб'єкти, окремі заходи, стратегічні напрями та їх спрямованість. Стратегічні напрями регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів спрямовані на створення надійної системи захисту прав інвесторів, захист економічних інтересів домогосподарств як споживачів фінансових послуг, посилення прозорості діяльності суб'єктів фінансового та реального секторів економіки України тощо.

2. Узагальнено основні зміни, що відбулися у сфері державного регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів у відповідь на фінансову кризу 2007–2008 рр. з метою подолання їх деструктивного впливу на розвиток фінансового та реального секторів економіки. Проаналізовано заходи як наднаціонального характеру, викладені у вимогах групи країн G20, Ради з фінансової стабільності та Міжнародної організації комісій з цінних паперів, так і національного рівня – представлені у положеннях Директив ЄС (Mifid II, EMIR – 2010–2012 рр.), Законі Додда-Френка (США, 2010 р.) та інших нормативних документах окремих країн. Дослідження основних програмних документів вказує орієнтацію їх на реформування насамперед фінансової архітектури, в тому числі переорієнтацію позабіржових деривативів на біржові ринки, їх централізований кліринг та звітування про них у торговій репозитарії. Проте зазначені кроки не повною мірою дозволяють послабити негативний вплив дисбалансів руху фінансових ресурсів на функціонування товарно-сировинних ринків, що потребує обґрунтування комплексних та гармонізованих заходів щодо перебудови фінансових і товарно-сировинних ринків одночасно.

3. Розкрито та деталізовано положення концепції регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці України, яка передбачає п'ять основних заходів щодо перебудови фінансового і товарно-сировинних ринків. Ці заходи спрямовані на підвищення ринкової транспарентності, посилення регулювання ринків товарних деривативів та наділення регуляторів правами «кредитора останньої інстанції», розмежування спекулятивних та хеджувальних операцій, введення додаткового оподаткування фінансових трансакцій тощо. Зазначені заходи сприятимуть зниженню асиметричності інформації та рівня моральних ризиків, вільному ціноутворенню на фінансових і товарно-сировинних ринках тощо.

4. Узагальнення світового та вітчизняного досвіду дозволило виокремити інструменти державного регулювання, зокрема у сфері фіскальної та монетарної політик з позиції впливу на дисбаланси руху фінансових ресурсів

в економіці країни. Результати перевірки висунутих гіпотез щодо напрямку та сили впливу на дисбаланси руху фінансових ресурсів кожного з інструментів державного регулювання дозволили створити їх перелік за ступенем дієвості в умовах фінансіалізації економіки. Визначено часові лаги між застосуванням інструментів державного регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів та отриманням очікуваних ефектів від їх дії в умовах фінансіалізації економіки України.

5. Виявлено, що вплив на дисбаланси руху фінансових ресурсів ряду інструментів, які традиційно вважаються основними для регулювання фінансового сектору економіки України, є несуттєвим. Зокрема, це стосується зміни облікової ставки НБУ (обумовлено недієвістю процентного каналу трансмісійного механізму монетарної політики), надання кредитів рефінансування (пов'язано зі слабким контролем за цільовим використанням кредитних ресурсів), обсягу валютних інтервенцій (спричинено спекулятивними операціями на валютному ринку), надання державних кредитів та проведення операцій з облігаціями внутрішніх державних позик (обумовлено неефективністю організаційно-економічного механізму їх проведення).

6. Підтвердження отриманих зв'язків рекомендоване для врахування відповідними регуляторними органами в Україні (НБУ, Державною фіскальною службою України, Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку, Національною комісією, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, Міністерством фінансів України та Міністерством економічного розвитку і торгівлі України, а також місцевими органами влади тощо) в процесі реалізації заходів, спрямованих на подолання дисбалансів руху фінансових ресурсів в умовах фінансіалізації економіки країни.

Основні положення даного розділу дисертаційної роботи опубліковано в роботах [141; 143; 146; 147; 151; 152; 155; 156; 160; 162; 165; 166; 475; 480; 483].

ВИСНОВКИ

У дисертації надано теоретичне узагальнення і здійснено нове вирішення важливої наукової проблеми, що виявляється у розвитку теоретико-методологічних засад та розробці науково-методичного забезпечення і практичних рекомендацій щодо оцінювання та регулювання ДР ФР в умовах фінансіалізації економіки України.

За результатами дисертаційного дослідження зроблено такі висновки:

1. Досліджено сутність, призначення, склад та структуру, джерела і форми утворення, напрямки використання ФР. Розкрито змістовний базис руху ФР, його характеристики, ключові особливості та типологію. Встановлено, що в умовах еволюційного розвитку змінюється інституційна структура економіки країни, що призводить до трансформації механізму руху ФР.

2. Розкрито сутність та продемонстровано структуру фінансового та реального секторів економіки, розглянуто аспекти їх взаємодії. Підтверджено поступове зростання ролі фінансового сектору по відношенню до реального від обслуговуючо-пасивної до відносно функціонально самостійної та автономної. Визначено, що теоретико-методологічною основою дослідження феномену фінансіалізації слід вважати генезис наукової думки в напрямку трансформації ролі фінансового сектору в економіці країни.

3. Встановлено, що у широкому значенні фінансіалізація означає домінування ролі фінансового сектору над реальним з позиції забезпечення економічного розвитку країни, а у вузькому – трансформацію напрямків руху ФР шляхом переорієнтації їх з обслуговування товарних відносин у реальному секторі економіки на генерування підвищених потенційних економічних вигод у фінансовому секторі. Виокремлено акціонерний, інноваційний, нагромаджувальний, внутрішньогосподарський, гегемоністичний підходи до розкриття змісту поняття «фінансіалізація» та сформульовано комплексне її визначення – процес стрімкого розширення частки фінансового сектору в

економіці, що обумовлений швидкими темпами впровадження фінансових інновацій, перетіканням капіталу з реального у фінансовий сектор та характеризується зростанням кількості операцій з фіктивним капіталом і лібералізацією фінансових відносин.

Визначено, що джерела виникнення та поширення фінансіалізації обумовлені як індивідуальними, так і суспільними змінами щодо місця та значення фінансових активів у задоволенні життєвих потреб. Наслідки фінансіалізації можна спостерігати на наступних рівнях: окремих індивідуумів, компаній, економік.

4. Ідентифіковано економічну природу формування ДР ФР, що пов'язана з порушенням еквівалентності товарної та грошової сторін економічних відносин у процесі чотирьох фаз руху ФР: обслуговування ФР переважно реального сектору економіки країни із забезпеченням пропорційності руху матеріальних та нематеріальних активів (I фаза); переорієнтація ФР на обслуговування фінансового сектору економіки шляхом зростання кількості операцій з фінансовими інструментами (II фаза); акумулювання ФР у фінансовому секторі економіки, трансформація відносин власності щодо них, та, як наслідок, виникнення розриву між їх власниками та об'єктами реального інвестування (III фаза); накопичення ДР ФР, що обумовлює кризові явища в економіці країни (IV фаза).

Визначено ДР ФР як диспропорційності використання ФР за напрямками. Виокремлено спричинені фінансіалізацією трансформаційні зміни в русі ФР залежно від їх напрямків і мети використання.

5. Розроблено науково-методичний підхід до оцінювання залежності ДР ФР від процесів фінансіалізації. Сформовано інтегральний показник ДР ФР на основі методу головних компонент та оцінено їх динамічні зрушення. Розрахунок такого показника, який характеризує рівень ДР ФР, засвідчив наявність тенденцій до його зростання/зниження у докризовий/посткризовий періоди розвитку світової економіки відповідно. Підтверджено пропорційну залежність рівнів економічного розвитку країн та ДР ФР (для США –

критичний рівень, для України – низький) – масштабність за обсягами та структурою фінансового сектору економічно розвинутих країн суттєво підвищує ймовірність виникнення «фінансових бульбашок» та дифузії наслідків ДР ФР у реальний сектор економіки. Визначено, що, незважаючи на виявлений низький рівень ДР ФР в економіці України, особливу загрозу становлять його стрімкі динамічні зміни за 1991–2013 рр.

6. Формалізовано напрями впливу ДР ФР на стійкість фінансових секторів на основі результатів аналізу зв'язків інтегрального показника таких дисбалансів та індикаторів фінансової стійкості Міжнародного валютного фонду і Світового банку для країн з різним рівнем економічного розвитку. Визначено умови-дестабілізатори стійкості фінансових секторів країн під впливом фінансiалiзацiї їх економiк, якi слiд вважати об'єктом застосування регуляторних заходів на фінансових ринках. До їх складу віднесено: 1) рівень інтегрованості ринків у світовий фінансовий простір, що визначає схильність до трансмісії системних ризиків; 2) ступінь розвитку ринків, який впливає на їх волатильність.

7. Удосконалено науково-методичне забезпечення оцінки впливу фінансового сектору на рівень економічної активності у реальному секторі та динаміку валового внутрішнього продукту країни. Висунуто гіпотезу щодо прямого впливу ДР ФР на конвергентні процеси у цих секторах економіки, перевірку якої здійснено на основі: 1) застосування регресії з урахуванням індивідуальних відмінностей лонгітюдних даних з повторюваними вимірами; 2) врахування таких контрольних змінних, як обсяг прямих іноземних інвестицій, показник інфляції та відсоток у ВВП доданої вартості, створеної у виробництві; 3) врахування активів нефінансових корпорацій. Доведено, що збільшення обсягів активів фінансового сектору обумовлює зростання активів реального сектору. Підтверджено гіпотезу щодо прямого впливу ДР ФР на конвергентні процеси у фінансовому та реальному секторах економік досліджуваних країн. Встановлено, що отримані результати слугуватимуть подальшій розбудові фінансового сектору в напрямку підвищення якості та доступності фінансових

послуг з метою забезпечення позитивного впливу на ділову активність нефінансових корпорацій та ВВП.

8. Узагальнено світовий досвід вивчення зв'язків між фінансіалізацією та економічним розвитком країн. Виявлено відсутність єдності позицій науковців щодо сили та напрямку зв'язків подібного типу. З одного боку, фінансіалізація приводить до збільшення темпів економічного зростання країн, скорочення рівня бідності населення, а з іншого – до зменшення таких темпів, нерівномірного розподілу доходів та зниження зайнятості населення. На основі цього, встановлено важливість удосконалення науково-методичних засад оцінювання впливу ДР ФР на економічне зростання і соціальний розвиток країн в умовах фінансіалізації їх економік.

9. Проведено формалізацію впливу ДР ФР на економічне зростання, застосовуючи: 1) запропонований індекс фінансіалізації, визначений на основі методу головних компонент з урахуванням глибини фінансового сектору, обсягів кредитів приватному сектору та активів фінансового сектору; 2) авторегресійну модель з розподіленням лагом. Засвідчено негативний вплив ДР ФР на економічне зростання досліджуваних країн у короткостроковому і довгостроковому періодах. Визначено, що зростання індексу фінансіалізації у досліджуваних країнах призводить до зниження темпів приросту ВВП на душу населення.

Удосконалено методичні засади виявлення впливу ДР ФР на соціальний розвиток країни в умовах фінансіалізації її економіки, що ґрунтуються на: 1) встановленні зв'язків таких дисбалансів з рівномірністю розподілу доходів населення, рівнем та глибиною бідності, рівнем безробіття; 2) застосуванні багатофакторної регресійної моделі з фіксованими ефектами. Виокремлено напрями регулювання ДР ФР з точки зору необхідності забезпечення позитивних зрушень у соціальному розвитку країни. Доведено необхідність розробки заходів, спрямованих на підвищення обсягу внутрішніх заощаджень країни та переорієнтацію кількості зайнятих у фінансовому секторі (по відношенню до загального числа зайнятих в економіці) до реального сектору.

10. Встановлено неоднозначні щодо сили та напрямку зв'язки між фінансіалізацією та інвестиційними потоками. Виокремлено, з одного боку, збільшення норми прибутку у фінансовій та страховій діяльності, розбудову фінансової інфраструктури за рахунок активізації інституційних інвесторів, з іншого – економічну недоцільність реалізації довгострокових інвестиційних проектів, витіснення реальних інвестицій фінансовими, посилення волатильності фінансових ринків за рахунок арбітражних та інших спекулятивних операцій.

Удосконалено науково-методичний підхід до визначення залежності між ДР ФР та інвестиційними потоками в економіці, який базується на застосуванні регресійних моделей з фіксованими ефектами. Встановлено, що: 1) найбільший позитивний вплив на обсяги інфраструктурних інвестицій має динаміка доданої вартості, створеної фінансовим сектором та сектором нерухомості, і темп приросту ВВП на душу населення; 2) процеси валового нагромадження капіталу в досліджуваних країнах визначаються активністю внутрішнього кредитування; 3) ДР ФР в умовах фінансіалізації економіки сприяють нарощуванню прямих іноземних інвестицій в країну. Підтверджено гіпотезу щодо тісного зв'язку між ДР ФР та обсягами прямих іноземних інвестицій. Спростовано гіпотезу щодо суттєвого впливу ДР ФР в умовах фінансіалізації економіки на інвестиційну активність у реальному секторі, в тому числі інфраструктурні інвестиції. Загалом обґрунтовано вплив ДР ФР на обсяги інфраструктурних та прямих іноземних інвестицій, динаміку нагромадження капіталу. Визначено, що виникнення ДР ФР внаслідок фінансіалізації не сприяє розвитку інвестиційної активності в країні, а лише посилює фінансові диспропорції шляхом спрямування прямих іноземних інвестицій у фінансовий сектор.

11. Здійснено групування детермінант посилення впливу ДР ФР в умовах фінансіалізації економіки на функціонування товарно-сировинних ринків за такими аспектами: 1) лібералізація валютно-фінансового регулювання; 2) розвиток технологій торговельної діяльності; 3) поширення фінансових інновацій; 4) трансформація психологічно-поведінкової моделі. Обґрунтовано

причинно-наслідковий зв'язок між ДР ФР та дивергенцією фінансового і реального секторів економіки.

12. Запропоновано концептуальні засади визначення залежності між ДР ФР та ціновими показниками товарно-сировинних ринків, що забезпечується шляхом: 1) групування традиційних фундаментальних факторів впливу на кон'юнктуру світових товарно-сировинних ринків та факторів, пов'язаних з ДР ФР; 2) встановлення характеру та підтвердження наявності причинно-наслідкових зв'язків між динамікою індексів світових ф'ючерсних та товарно-сировинних ринків. Сформовано підґрунтя для коригування системи моніторингу фінансового сектору України, яке полягає в узгодженості дій та заходів на фінансових і товарно-сировинних ринках. Доведено суттєвий вплив ринків похідних фінансових інструментів на цінові показники товарно-сировинних ринків в умовах фінансіалізації економіки.

13. Розкрито змістовні характеристики регулювання ДР ФР в економіці: сутність, цільові орієнтири, види, складові, суб'єкти. Окреслено стратегічні напрями такого регулювання та встановлено їх спрямованість. Узагальнено основні зміни, що відбулися у сфері державного регулювання ДР ФР у відповідь на фінансову кризу 2007–2008 рр. з метою подолання їх деструктивного впливу на розвиток фінансового та реального секторів економіки. Проаналізовано заходи державного регулювання ДР ФР на наднаціональному та національному рівнях. Визначено, що орієнтованість основних програмних документів щодо державного регулювання ДР ФР не повною мірою дозволяє послабити їх негативний вплив на функціонування товарно-сировинних ринків. Це потребує визначення комплексних та гармонізованих заходів щодо перебудови фінансових і товарно-сировинних ринків одночасно.

14. Розкрито та деталізовано положення концепції регулювання ДР ФР в умовах фінансіалізації економіки України, яка передбачає забезпечення комплексної та гармонізованої перебудови фінансових і товарно-сировинних ринків, спрямованої на зниження деструктивного впливу таких дисбалансів, що

вимагає реалізації системи заходів, направлених на підвищення ринкової транспарентності, посилення регулювання ринків товарних деривативів та наділення регуляторів правами «кредитора останньої інстанції», розмежування спекулятивних та хеджувальних операцій, введення додаткового оподаткування фінансових трансакцій тощо.

15. Створено та обґрунтовано перелік найбільш дієвих для економіки України інструментів державного регулювання ДР ФР. Встановлено, що з метою реалізації державного регулювання ДР ФР в економіці України слід:

- 1) враховувати часові лаги між застосуванням відповідних інструментів та отриманням очікуваних ефектів від їх дії;
- 2) комплексно використовувати заходи фіскальної і монетарної політик.

Це повинно бути покладено в основу реформування роботи регуляторів, розробки та впровадження програм розвитку фінансового та реального секторів економіки. Визначено взаємоузгоджені напрями подолання ДР ФР в економіці України.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Абакуменко, О. В. Розвиток кон'юнктури фінансового ринку України : монографія / О. В. Абакуменко – Чернігів : ПАТ «ПВК Десна», 2013. – 464 с.
2. Абалкин, Л. И. Логика экономического роста : учеб. пособие / Л. И. Абалкин. – М.: Институт экономики РАН, 2002. – 228 с.
3. Абыкеева, М. А. Валютная политика государства / М. А. Абыкеева // Вестник КРСУ, 2006. – Т. 6, № 6. – С. 107–114.
4. Азаренкова, Г. М. Фінансова стабільність розвитку банків : монографія / Г. М. Азаренкова, О. Г. Головка, В. В. Смирнов. – Київ : Університет банківської справи НБУ, 2011. – 191 с.
5. Азаренкова, Г. М. Фінансові потоки в системі економічних відносин: Монографія / Г.М.Азаренкова. – Харків: «ИНЖЕК», 2006. – 328 с.
6. Акаев, А. А. Современный финансово-экономический кризис в свете теории инновационно-технологического развития экономики и управления инновационным процессом / Мониторинг глобальных и региональных рисков 2008–2009 / Ред. Д. А. Халтурина, А. В. Коротаев. – М.: УРСС, 2009. – С. 141–162.
7. Александрова, М.М. Гроші. Фінанси. Кредит : навч. посіб. [для студ.вищ.навч.закл.] / М.М. Александрова, С.О. Маслова; [За ред. Г.Г. Кірейцева]. – 2-ге вид., перероб.і допов. – К. : ЦУЛ, 2002. – 335 с.
8. Антошкін, В. К. Комплексна оцінка впливу фінансових ресурсів за межі України / В.К. Антошкін // Економіка і регіон. – 2009. – № 4 (23). – С. 203–208.
9. Арриги, Дж. Долгий двадцатый век: Деньги, власть и истоки нашего времени / Джованни Арриги / Пер. с англ. А. Смирнова и Н. Эдельмана. — М.: Издательский дом «Территория будущего», 2006. – 472 с.

10. Астафурова, И. С. Статистика [Электронный ресурс] / И. С. Астафурова. – Режим доступа : http://abc.vvsu.ru/Books/um_statistikazo/page0004.asp
11. Бабух, І. Б. Інституційна роль банківського сегменту у розвитку ринку фінансових послуг / І. Б. Бабух, В. І. Кравець. – Сталий розвиток економіки: науково-виробничий журнал. – 2011. – № 1 (4). – С. 301–305.
12. Багмет, К. В. Ключові ознаки банківсько-страхової інтеграції в контексті забезпечення розвитку фінансового сектору / К. В. Багмет, В. П. Левченко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. тез доп. XIV Всеукр. наук.-практ. конф. (27–28 жовтня 2011 р.) : у 2 т. / ДВНЗ «УАБС НБУ». – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2011. – Т. 2. – С. 94–96.
13. Багмет, К. В. Банківсько- страхова інтеграція в умовах формування конвергентної моделі розвитку фінансового ринку / К. В. Багмет // Вісник ЖДТУ. – 2011. – № 4 (58). – С. 106–111.
14. Багмет, К. В. Дослідження передумов банківсько-страхової інтеграції / К. В. Багмет // Вісник Української академії банківської справи. – 2010. – № 2. – С. 123–128.
15. Багратян, Г. А. Світова криза та Україна: проблеми й нові підходи до фінансового регулювання / Г. А. Багратян, І. С. Кравченко // Фінанси України. – 2009. – № 4. – С.33–41.
16. Базилевич, В. Д. Розвиток фінансового ринку в сучасних умовах / В.Д. Базилевич // Фінанси України. – 2009. – № 12 (169). – С. 5–10.
17. Байер, А. Картина мира: последний пузырь [Электронный ресурс] / А. Байер. – Режим доступа: <http://www.vedomosti.ru/newspaper/article.shtml?2008/11/21/170106>
18. Бакаєв, О. Л. Розвиток фінансових ринків в умовах глобалізації : автореф. дис. канд. екон. наук: 08.05.01 / Олександр Леонідович Бакаєв; Київський національний економічний університет. – К., 2005. – 18 с.

19. Балацький, Є. О. Фінансові потоки у глобальному світі / Є. О. Балацький // Механізм регулювання економіки. – 2008. – № 3 (35), Т. 1. – С. 173–180.
20. Барановський, О. І. Економіка мильних бульбашок / О. І. Барановський // Економіка і прогнозування. – 2009. – № 1. – С. 7–23.
21. Барановський, О. І. Передтечі фінансових криз / О. І. Барановський // Фінанси України. – 2009. – № 3. – С. 3–22.
22. Барановський, О. І. Фінансова безпека в Україні (методологія оцінки та механізми забезпечення) : монографія / О. І. Барановський. – К.: КНТЕУ, 2004. – 759 с.
23. Барсегов, Г. Г. Тенденции взаимодействия финансового и реального секторов экономики : дис. канд. экон. наук: 08.00.01 / Геннадий Генрихович Барсегов; Саратовский государственный социально-экономический университет. – Саратов, 2010. – 181 с.
24. Белл, Д. Грядущее постиндустриальное общество. Опыт социального прогнозирования: пер. с англ. / Д. Белл. – М.: Academia, 1999. – 956 с.
25. Бияков, О. А. Теория экономического пространства: методологический и региональный аспекты / О. А. Бияков. – Томск: Издательство Томского университета, 2004. – 152 с.
26. Бланк, И. А. Управление денежными потоками предприятия : монографія / И. А. Бланк – Киев: Ника-Центр, 2007. – 752 с.
27. Бланк, И. А. Управление капиталом: учебный курс / И. А. Бланк. – К.: Эльга, Ника-Центр, 2009. – 576 с.
28. Блэкберн, Р. Финансы и четвертое измерение / Р. Блэкберн // Прогнозие 2006. – №3 (7). – С. 61–90.
29. Бобров, Є. А. Аналіз причин виникнення світової фінансової кризи та її вплив на економіку України / Є. А. Бобров // Фінанси України. – 2008. – № 12. – С. 33–43.

30. Богушов, И. А. Разработка показателей эффективности взаимодействия реального и финансового секторов экономики России [Электронный ресурс] / И. А. Богушов. – Режим доступа: <http://www.uecs.ru/teoriya-sistem/item/1528-2012-09-12-06-30-26>.
31. Боди, З. Финансы / Зви Боди, Роберт К. Мертон ; ред. В. А. Кравченко ; пер. с англ. – М.: Вильямс, 2000. – 584 с.
32. Бойко, Д. І. Використання норм обов'язкових резервів у грошово-кредитній політиці України / Д. І. Бойко, О. О. Коковіхіна // Економічний часопис-XXI, 2011. – № 3–4. – С. 45–47.
33. Бондаренко, В. М. Нерешенные проблемы методологии / В. М. Бондаренко // Горизонты экономики, 2012. – № 3. – С. 13–22.
34. Боронос, В. Г. Методологічні засади управління фінансовим потенціалом території / В. Г. Боронос. – Суми : Сумський державний університет, 2011. – 310 с.
35. Бочаров, В.В. Коммерческое бюджетирование. Финансовые ресурсы. Системы управления финансами. Виды бюджетов: учебник для вузов / В.В. Бочаров. – Спб.: Питер, 2003. – 368 с.
36. Бузгалин, А. Рынок симулякров: взгляд сквозь призму классической политической экономии [Электронный ресурс] / А. Бузгалин, А. Колганов – Режим доступа: <http://www.intelros.ru/readroom/alternativi/a2-2012/15619-rynok-simulyakrov-vzglyad-skvoz-prizmu-klassicheskoy-politicheskoy-ekonomii.html>.
37. Бурденко, І. Похідні фінансові інструменти як форма фіктивного капіталу / Ірина Бурденко, Інна Макаренко // Актуальні проблеми економіки. – 2010. – № 11. – С. 181–188.
38. Бурденко, І. М. Інструментарій оцінювання ринку похідних фінансових інструментів / І. М. Бурденко, М. В. Корнєєв, І. О. Макаренко // Бізнес Інформ. – 2011. – № 6. – С. 111–114.
39. Бюджетний менеджмент: підручник / [В.Федосов, В.Опарін, Л.Сафонова та ін.]; за ред. В. Федосова – К.: КНЕУ, 2004. – 864 с.

40. Василик, О. Д. Фінансові ресурси держави / О. Д. Василик, К. В.Павлюк // Проблеми фінансово-кредитного регулювання в перехідній економіці: [зб. наук. праць; НАН України, Інститут економіки]. – К., 1996. – 109 с.
41. Василик, О.Д. Державні фінанси України: підручник / О.Д.Василик, К.В. Павлюк – К.: Центр навчальної літератури, 2003. – 608 с.
42. Василик, О.Д. Теорія фінансів: підручник. – К: НІОС. – 2000. – 416 с.
43. Васильєва, Т. А. Фінансовий інструментарій забезпечення ефективного функціонування інвестиційного ринку / Т. А. Васильєва, С. В. Леонов // Ринкова система України: стан та перспективи розвитку: монографія / За заг. ред. О. В. Макарюка, В. М. Жмайлова, Ю. І. Данька. – Х.: «Міськдрук». – 2011. – С. 330–342.
44. Вахович, І. М. Теоретичні засади фінансових потоків в логістичних системах [Електронний ресурс] / І. М. Вахович, І. М. Камінська // Економічні науки. Серія : Регіональна економіка : збірник наукових праць. – Луцьк, 2009. – Вип. 6 (21), Ч.1. – Режим доступу : www.nbu.gov.ua/portal/soc_gum/en_re/2009_6_1/4.pdf
45. Веблен, Т. Теория праздного класса / Торстейн Веблен. – М.: Прогресс, 1984. – 368 с.
46. Вишинська, Т. Л. Відплив капіталу як фактор іллегалізації у сфері зовнішньої торгівлі [Електронний ресурс] / Т. Л Вишинська // Вісник Донецького національного університету економіки і торгівлі імені Михайла Туган-Барановського. Серія «Економічні науки». – 2011. – № 3. – Режим доступу: http://www.nbu.gov.ua/portal/soc_gum/Vdnuet/econ/2011_3/Vishin.pdf.
47. Вишинська, Т.Л. Інституційно-організаційний механізм протидії іллегалізації сфери зовнішньої торгівлі : автореферат дис. ... канд. екон. наук : 08.00.03 / Тетяна Леонідівна Вишинська ; Київський національний торговельно-економічний університет. – Київ, 2014. – 24 с.

48. Вірченко, В.В. Синергетичний підхід в економічних дослідженнях / В.В. Вірченко, А.А. Кузьменко // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Серія «Економіка». – 2009. – Вип. 110. – С. 34–36.
49. Вітлінський, В. В. Аналіз, моделювання та управління економічним ризиком / В. В. Вітлінський, П. І. Верчено. – К.: КНЕУ, 2000. – 292 с.
50. Вітлінський, В. В. Моделювання економіки: Навч. посібник / В. В. Вітлінський. – К.: КНЕУ, 2003. – 407 с.
51. Вовчак, О.Д. Банківська інвестиційна діяльність в Україні: монографія / О. Д.Вовчак. – Львів: Видавництво Львівської комерційної академії, 2005. – 544 с.
52. Вожжов, А. П. Процеси трансформації банківських ресурсів: монографія / А. П. Вожжов. – Севастополь: Видавництво СевНТУ, 2006. – 339 с.
53. Вожжов, А. П. Формирование ресурсов коммерческих банков / А. П. Вожжов // Финансы Украины. – 2003. – № 1.– С.116–129.
54. Вожжов, А.П. Формування моделі кругообороту фінансових і матеріальних ресурсів як формуючий чинник соціально-економічної системи / А. П. Вожжов // Актуальні проблеми міжнародних відносин: зб. наук. пр. – К.: ВПЦ «Київський університет», Інститут міжнародних відносин, 2001. – Вип. 26. – С. 281–286.
55. Ворошилова, И. В. Финансовый рынок как источник развития инвестиционного потенциала региональной экономики / И. В. Ворошилова, Д. Я. Родин // Финансы и кредит. – 2008. – № 19 (307). – С. 52–58.
56. Габбард, Г. Г. Гроші, фінансова система та економіка : підручник / Глен Г. Габбард; пер. з англ.; наук. ред., пер. М. Савлук, Д. Олесевич. – К. : КНЕУ, 2004. – 889 с.
57. Гаврега, О. В. Вплив світової фінансової кризи на економіку України [Електронний ресурс] / О. В. Гаврега, В. Є. Писаренко, А. П. Сушков. – Режим доступу : <http://udau.edu.ua/library.php?pid=699>.

58. Галимова, Э. Р. Институциональные связи реального и финансового секторов в современной российской экономике : дис. канд. экон. наук : 08.00.01 / Эльвира Рафаэлевна Галимова; Казанский государственный университет. – Казань, 2007. – 201 с.
59. Галимова, Э. Р. Эволюция институциональных связей реального и финансового секторов в современной российской экономике / Э. Р. Галимова [Электронный ресурс] // Вестник НГУ Серия: Социально-экономические науки. – 2007. – Режим доступа : http://www.nsu.ru/exp/ref/Media:4ef1a2a18846c8c01300028621_Galimova.pdf
60. Гапоненко, А. Л. Терия управления: підручник / А. Л. Гапоненко. – М.: Издательство РАГС, 2003. – 558 с.
61. Геець, В. М. Лібералізація руху капіталів у взаємовідносинах України з ЄС / В. М. Геець, Т. П. Богдан // Стратегічні пріоритети. – 2013. – № 4 (29). – С. 5–14.
62. Генералова, Ю. В. Економічне зростання в умовах переходу до постіндустріального суспільства / Ю. В. Генералова // Актуальні проблеми економіки. – 2006. – № 11 (65). – С. 14–21.
63. Гильфердинг, Р. Финансовый капитал / Р. Гильфердинг. – М., Финансы и статистика, 1959. – 358 с.
64. Гланц, В. Н. Зарубіжний досвід податкового регулювання банківської діяльності [Електронний ресурс] / В. Н. Гланц // Всеукраїнська наукова інтернет-конференція «Актуальні проблеми економіки України : науковий підхід до їх вирішення (27–28 лютого 2013 р.)» . – Вип. 18. – Режим доступу: <http://www.Konferenciaonline.org.ua/arhiv-konferenciy/27-02-2013>
65. Глубокий, В. Природа економічного капіталу та його роль у діяльності банку / В. Глубокий // Вісник Київського національного торговельно-економічного університету. – 2010. – № 1. – С. 83–92.
66. Гниляк, В.О. Організація та регулювання біржового ринку товарних деривативів на сільськогосподарську продукцію : автореф. дис... канд. экон.

наук : 08.07.02 / Валентина Олександрівна Гниляк; Національний аграрний університет. – К., 2006. – 19 с.

67. Говорушко, Т. А. Управління фінансовою діяльністю суб'єкта фінансового сектора з метою забезпечення її ефективного розвитку : монографія / Т. А. Говорушко, В. М. Стецюк, О. Ю. Толстенко. – К.: «Центр учбової літератури», 2012. – 168 с.

68. Грабчук, О. М. Змістове наповнення фінансового прогнозування розвитку економіки в умовах невизначеності / О. М. Грабчук // Економіка та держава. – 2012. – № 8. – С. 96–98.

69. Грабчук, О. М. Фінансове прогнозування невизначеності економічних процесів на макрорівні : монографія/ О. М. Грабчук. Дніпропетровськ, 2012. – 358 с.

70. Гринспен, А. Эпоха потрясений. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы / Серия «Сколково» // А. Гринспен. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. – 528 с.

71. Грідчіна, М. В. Фінанси (теоретичні основи): Підручник / М. В. Грідчіна, В. Б. Захожай, Л. Л. Осіпчук та ін.; Під керівництвом і за науковою ред. М. В. Грідчіної, В. Б. Захожая. – 2-ге вид., випр. і допов. – К.: МАУП, 2004. – 312 с.

72. Гроші та кредит: підручник / [М. І. Савлук, А. М. Мороз, М. Ф. Пуховкіна та ін.]; за заг. ред. М. І. Савлука. – К.: КНЕУ, 2002. – 599 с.

73. Д'яконова, І. І. Теоретико-методологічні основи функціонування банківської системи України : монографія / І. І. Д'яконова. – Суми : Університетська книга, 2007. – 400 с.

74. Дамодаран, А. Инвестиционные байки: разоблачение мифов о беспроигрышных стратегиях / А. Дамодаран. // пер. с. англ. В. В. Ильина – СПб. : Питер, 2007. – 480 с.

75. Данилишин, Б. Україна в міжнародних рейтингах сталого розвитку / Б. Данилишин, О.Веклич // Економіка України. – 2008. – № 7. – С. 13–23.

76. Данілов, О. Д. Фінансові потоки держави в умовах ринкових перетворень / О. Д. Данілов, Т. В. Паєнко // Соціально-економічні наслідки ринкових перетворень у постсоціалістичних країнах : IV Міжнар. наук. конф., [м. Черкаси], 23–25 вересня 2009 р. : доповіді та сповіщення. – Т. 2. – Черкаси, 2009. – С.59–62.
77. Дарушин, И. Гипотеза определяющего влияния срочного рынка / Иван Дарушин // Рынок ценных бумаг. – 2006. – № 1. – С. 23–25.
78. Делягин, М. Г. Мировой кризис. Общая теория глобализации: учеб. пособие / М. Г. Делягин. – М.: Инфра-М, 2003. – 768 с.
79. Дербенцев, В. Д. Синергетичні та еконофізичні методи дослідження динамічних та структурних характеристик економічних систем: монографія / [В. Д. Дербенцев, О. А. Сердюк, В. М. Соловійов, О. Д. Шарапов]. – Черкаси, 2010. – 287 с.
80. Дербенцев, В.Д. Діагностика передкризових станів у світовій економіці за допомогою індикаторів передвісників / В.Д. Дербенцев // Культура народів Причорномор'я. – 2012. – № 231. – С. 27–29.
81. Державне фінансове забезпечення соціальної сфери : колективна монографія / [Т. М. Кір'ян, Ю. В. Пасічник, Ю.М.Коваленко та ін.]; за ред. Т. М. Кір'ян, Ю. В. Пасічника. – Черкаси, 2012. – 398 с.
82. Дзюблюк, О. В. Банки і підприємства : кредитні аспекти взаємодії в умовах ринкової трансформації економіки : монографія / О. В. Дзюблюк, О. Л. Малахова. – Тернопіль : Вектор, 2008. – 324 с.
83. Дзюблюк, О. В. Банківські операції: підр. / за заг. ред. О. В. Дзюблюка. – Тернопіль: ТНЕУ «Економічна думка», 2009. – 696 с.
84. Дзюблюк, О. В. Валютна політика : [підручник] / О. В. Дзюблюк–К. : Знання, 2007. – 422 с.
85. Дзюблюк, О. В. Удосконалення інструментів монетарного регулювання економіки України з урахуванням досвіду європейського центрального банку / О. В. Дзюблюк // Науковий вісник Волинського національного університету імені Лесі Українки. – 2010. – № 5. – С.92–99.

86. Дзюблюк, О. Стратегія монетарної політики Національного банку України та її вплив на економічний розвиток / Олександр Дзюблюк // Вісник Національного банку України. – 2008. – № 1. – С. 8–16.

87. Діагностика фінансових криз: аналіз, методи, моделі : монографія / [І.Г. Лук'яненко, В.М. Жук, О.В. Неживенко та ін.]; Національний університет «Києво-Могилянська академія». – К.: НаУКМА, 2011. – 198 с.

88. Дорошенко І. В. Теоретико-методологічні основи концепції розвитку фінансових ринків в умовах глобальної кризи / І. В. Дорошенко // Фінанси України. – 2009. – № 3. – С. 77–89.

89. Дорошенко, І. В. Фактори та наслідки глобальних кризових явищ на фінансових ринках [Електроний ресурс] / І. В. Дорошенко // Проблеми підвищення ефективності інфраструктури: збірник наукових праць. – Вип. 31. – Київ: НАУ, 2011. – Режим доступу : <http://jrn1.nau.edu.ua/index.php/PPEI/article/view/349>

90. Дорошенко, І. Саморегуляція глобальних фінансових ринків – механізм встановлення ринкової рівноваги чи джерело нестабільності та макроекономічних ризиків / І. Дорошенко // Банківська справа. – 2009. – № 1. – С. 14–26.

91. Дубицький, Д. П. Визначення зон економічних ризиків на основі аналізу показників економічної безпеки підприємства / О. М. Вакульчик, Д. П. Дубицький // Економіст. – 2009. – № 8. – С. 40–43.

92. Дудко, Н. В. Механізм запобігання та протидії міжнародним фінансовим кризам на глобальному та національному рівнях : автореф. дис. канд. екон. наук: 08.00.02 / Надія Валентинівна Дудко; Нац. акад. наук України, Ін-т світ. економіки і міжнар. відносин. – К., 2007. – 19 с.

93. Дутченко, О. М. Аналіз тенденцій розвитку промисловості / О. М. Дутченко, І. В. Белова, О. О. Дутченко // Бізнес Інформ. – 2011. – № 4 (397). – С. 41–43.

94. Дяченко, Ю. Ю. Реструктуризація фінансового сектору в Україні : автореф. дис. канд. екон. наук : 08.00.01 / Юлія Юріївна Дяченко; ДВНЗ

«Київський національний економічний університет ім. В. Гетьмана». – К., 2010. – 19 с.

95. Економічна безпека: навчальний посібник / [О.Є. Користін, О.І. Барановський, Л.В. Герасименко та ін.]; за ред. О.М. Джужі. – К: Алерта; КНТ; Центр учбової літератури, 2010. – 368 с.

96. Європа схвалила введення податку на фінансові операції [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://dt.ua/UKRAINE/evropa-shvalila-vvedennya-podatku-na-finansovi-operaciyi.html>.

97. Єльнікова, Ю. В. Державне регулювання ринку похідних фінансових інструментів України : дис. канд. екон. наук : 08. 00. 08 / Юлія Василівна Єльнікова; Українська академія банківської справи НБУ. – Суми, 2015. – 296 с.

98. Єрмошенко, М. М. Фінансова безпека держави: національні інтереси, реальні загрози, стратегія забезпечення / М. М. Єрмошенко. – К., 2001. – 309 с.

99. Єрмошкіна, О. В. Визначення параметричних характеристик фінансових потоків промислових підприємств / О. В. Єрмошкіна // Вісник Тернопільського національного економічного університету. – Тернопіль: Економічна думка, 2008. – Вип. 4. – С. 143–150.

100. Жуджунь, Д. Феномен економічного розвитку Китаю: Научное издание / Дин Жуджунь, М. М. Ковалев, В. В. Новик. – Мн.: Издательский центр БГУ, 2008. – 446 с.

101. 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». – Черкаси : ЧДТУ, 2008. – Вип. 20. – С. 30–34.

102. Журавка, Ф.О. Валютна політика в умовах трансформаційних змін економіки України : монографія / Ф.О. Журавка. – Суми, 2008. – 334 с.

103. Забезпечення умов стабільного функціонування банківського сектору України : монографія / [О. М. Колодизев, О. В. Бойко, І. О. Губарева та ін.]. – Х. : ХНЕУ, 2010. – 310 с.

104. Забезпечення фінансової стабільності в Україні в умовах посткризової економіки : аналіт. доповідь / [Я. В. Белінська, Д. С. Покришка, О. О. Молдован та ін.] ; за ред. Я. В. Белінської ; Національний інститут стратегічних досліджень. – К. : НІСД, 2011. – 88 с.

105. Звіт про рух грошових коштів [Електронний ресурс] : положення (стандарт) бухгалтерського обліку 4 від 31.03.99. № 87.– Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0398-99>

106. Зимовець, В. В. Фінансове посередництво : навчальний посібник / В. В. Зимовець, С. П. Зубик. – К. : КНЕУ, 2005. – 288 с.

107. Зимовець, В.В. Державна фінансова політика економічного розвитку / В. В. Зимовець. – К.: Інститут економіки і прогнозування НАН України, 2010. – 356 с.

108. Иноземцев, В. Парадоксы постиндустриальной экономики / Владислав Иноземцев // Финансист. – 2000. – № 4. – С. 45–47.

109. Інвестиційна діяльність комерційних банків : монографія / [І.О. Лютий, Р.В. Пікус, Н.В. Приказюк та ін.] – Київ, 2010. – 388 с.

110. Інтеграційні процеси на фінансовому ринку України : монографія / за заг. редакцією д.е.н. А.О. Єпіфанова, д.е.н. І.О. Школьник, д.е.н. Ф.Павелки ; [А.О. Єпіфанов, І.О. Школьник, Ф. Павелка та ін.]. – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2012. – 258 с.

111. Ісаєва, О. В. Оцінка діяльності держави на фінансовому ринку України : дис. ... канд. екон. наук : 08.00.08 / Олена Володимирівна Ісаєва ; Національний банк України, Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України». – Суми, 2014. – 280 с.

112. Італія першою в світі запровадила податок на надшвидкі біржові операції [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://news.finance.ua/ua/~1/0/all/2013/09/02/308257>.

113. Кабанов, В. Г. Методологічні засади ідентифікації кризових явищ на ринку фінансових інвестицій / В. Г. Кабанов // Фінанси України. – 2009. – № 4. – С. 109–117.

114. Каменщик, Д. В. Глобальный финансовый кризис в контексте закономерностей развития мировой экономики / Д. В. Каменщик // Экономические науки. – 2012. – № 6 (91). – С. 49–54.

115. Каменщик, Д. В. Ценовые «пузыри» на мировых финансовых рынках как форма реализации избыточной ликвидности на национальном уровне / Д. В. Каменщик // Экономические науки. – 2012. – №9 (94). – С. 171–173.

116. Кан, М. Технический анализ – просто и ясно / М. Кан. – М.: Алтер, 2007. – 282 с.

117. Карчева, Г.Т. Ефективність функціонування та перспективи розвитку банківської системи України / Г.Т. Карчева. – К.: ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України», 2012. – 520 с.

118. Кейнс, Дж. Общая теория занятости, процента и денег. Избранное / Дж. Кейнс. – М.: Эксмо. Серия «Антология экономической мысли», 2007. – 960 с.

119. Киндлбергер, Ч. Мировые финансовые кризисы: мании, паники и крахи / Ч. Киндлбергер. – СПб: Питер, 2010. – 544 с.

120. Киселев, М. В. Функции деривативов / М. В. Киселев // Фондовый рынок. – 2008. – № 3. – С. 45–49.

121. Клименко, С. М. Обґрунтування господарських рішень та оцінка ризиків / С. М. Клименко, О. С. Дуброва. – К.: КНЕУ, 2005. – 252 с.

122. Клинов, В. Г. Мировая экономика: прогноз до 2050 г. / В. Г. Клинов // Вопросы экономики. – 2008. – № 5. – С. 62–79.

123. Князева, Е. Н. Основные принципы синергетического мировоззрения [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://spkurdyumov.narod.ru/GLAVA5.htm>.

124. Ковалев, М. Антиинфляционная политика для Республики Беларусь [Электронный ресурс] / М. Ковалев. – Режим доступа : <http://www.bsu.by/Cache/pdf/51263.pdf>

125. Ковалев, М. М. В чем причины феноменального успеха китайских экономических реформ? [Электронный ресурс] / М. М. Ковалев // Белорусский государственный университет. – Режим доступа : <http://www.bsu.by/Cache/pdf/49773.pdf>

126. Коваленко, Ю. М. Інституційна організація фінансового сектора економіки України [Електронний ресурс] / Ю. М. Коваленко. – Режим доступу: http://lib.uabs.edu.ua/library/Visnik/Numbers/2_29_2010/29_01_01.pdf

127. Коваленко, Ю.М. Фінансова стійкість та її підтримання у фінансовому секторі економіки : міжнародний і національний контексти / Ю. М. Коваленко // Бізнес Інформ. – 2013. – № 9. – С.274–279.

128. Ковалик, Т. У истоков современного финансового кризиса / Тадеуш Ковалик // Белорусский экономический журнал. – 2009. – № 1. – С. 4–12.

129. Козлов, Н.Б. Регулирование финансовых рынков как фактор экономического развития России / Н.Б. Козлов // Финансовый бизнес. – 2006. – № 2. – С.33–40.

130. Козюк, В.В. Монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури : монографія / В.В. Козюк. – Тернопіль: Видавництво Астон, 2005. – 512 с.

131. Козьменко, С. М. Періодизація процесу фінансіалізації економіки: вітчизняний та зарубіжний контексти / С. М. Козьменко, М. В. Корнєєв // Економічний часопис-XXI: науковий журнал. – 2014. – № 9–10 (1). – С.73–76.

132. Козьменко, С. М. Фінансіалізація економіки та її вплив на індикатори соціально-економічного розвитку окремих країн / С. М. Козьменко,

М. В. Корнєєв, В. В. Македон // Актуальні проблеми економіки. – 2014. – № 11 (161) – С.290–298.

133. Колінець, Л. Б. Антикризове регулювання економіки в умовах світових економічних криз: орієнтація на реалізацію стратегії економічного розвитку / Л. Б. Колінець // Економічний аналіз. – 2010. – № 5. – С. 276–279.

134. Комаринець, С. О. Оцінювання нестабільності зовнішнього економічного середовища підприємства / С. О. Комаринець // Науковий вісник національного лісотехнічного університету України. – 2012. – Вип. 22.4. – С. 220–226.

135. Кондратов, Д. И. Международный рынок евро: проблемы и перспективы развития / Д. И. Кондратов // Экономический журнал ВШЭ. – 2013. – № 2. – С. 264–321.

136. Кондратьев, Н. Д. Большие циклы конъюнктуры и теория предвидения. Избранные труды / Н. Д. Кондратьев. – М.: Экономика, 2002. – 550 с.

137. Кондратьева, И. Г. Концептуальные положения моделирования финансовых потоков коммерческих банков / И. Г. Кондратьева // Культура народов Причерноморья. – 2006. – № 81. – С. 74–82.

138. Корнєєв, В.В. Кредитні та інвестиційні потоки капіталу на фінансових ринках: монографія / В.В. Корнєєв. – К.: НДФІ, 2003. – 376 с.

139. Корнєєв, В.В. Фінансові посередники: інституційна роль та інструментарій / В. В. Корнєєв // Фінанси України. – 2000.– № 2.– С. 37–45.

140. Корнєєв, М. В. Дисбаланси руху фінансових ресурсів в умовах превалювання фінансового сектору економіки над реальним: формування та оптимізація рівня / М. В. Корнєєв // Актуальні питання економічних наук: збірник матеріалів VII Міжнародної науково-практичної конференції. – Запоріжжя, 2015. – С. 34–37.

141. Корнєєв, М. В. Вектор впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці / М. В. Корнєєв // Економіка та держава. – 2015 – № 6 – С.54–58.

142. Корнєєв, М. В. Дисбаланси руху фінансових ресурсів в економіці: особливості виникнення та накопичення / М. В. Корнєєв // Інвестиції: практика та досвід. – 2015 – № 10 – С.57–62.

143. Корнєєв, М. В. Моделювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в умовах превалювання фінансового сектору економіки над її реальним сектором / М. В. Корнєєв // Проблеми та перспективи соціально-економічного розвитку : матеріали XXII Міжнародної науково-практичної конференції (м. Чернівці). – Т. 2. – Київ, 2015. – С.18–20.

144. Корнєєв, М. В. Оптимізація динамічних фінансових потоків у контексті сучасного розвитку фінансового сектора / М. В. Корнєєв // Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Серія «Економіка» : збірник наукових праць / ред. кол. : І. Д. Пасічник, О. І. Дем'янчук. – Острог, 2013. – Вип. 24. – С. 220–223.

145. Корнєєв, М. В. Особливості управління ресурсним потенціалом окремих суб'єктів фінансового сектору на регіональному рівні / М.В. Корнєєв // Регіональна бізнес-економіка та управління. – 2013. – № 4 (40). – С. 32–39.

146. Корнєєв, М. В. Управління дисбалансами руху фінансових ресурсів в економіці / М. В. Корнєєв // Економіка. Фінанси. Право. – 2015. – № 6. – С. 28–30.

147. Корнєєв, М.В. Дисбаланси руху фінансових ресурсів в економіці: монографія / М. В. Корнєєв. – Дніпропетровськ, 2015. – 308 с.

148. Корнєєв, М.В. Теоретико-методологічні засади дисбалансів руху фінансових ресурсів в економічних системах / М.В. Корнєєв // Пошук ефективних механізмів промислового розвитку в контексті сучасної економічної теорії: збірник матеріалів Міжнародної науково-практичної конференції. – Київ, 2015 – Ч.2. – С. 53–55.

149. Корнєєв, М. В. Вплив розвитку ринку похідних фінансових інструментів на цінові показники ринків реальних товарів / М. В. Корнєєв // Вісник Одеського національного університету імені І. І. Мечникова. Серія «Економіка». – 2014. – Т. 19. Вип. 3/4 – С.45–49.

150. Корнєєв, М. В. Вплив фінансіалізації економіки на рівень задоволення окремих суспільних потреб / М. В. Корнєєв // Вісник Хмельницького національного університету. Серія «Економічні науки» – Хмельницький, 2014. – № 4, Т.1 (214). – С.211–219.

151. Корнєєв, М. В. Дисбаланси руху фінансових ресурсів в економіці: напрями впливу та окремі наслідки / М. В. Корнєєв // Проблеми формування та розвитку інноваційної інфраструктури: європейський вектор – нові виклики та можливості: тези доповідей III Міжнародної науково-практичної конференції. – Львів, 2015. – С. 186–187.

152. Корнєєв, М. В. Забезпечення розвитку фінансового сектору у контексті попередження дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці / М. В. Корнєєв // Агросвіт. – 2015. – № 11. – С.57–60.

153. Корнєєв, М. В. Засади взаємозв'язку між рівнем фінансового розвитку та економічним зростанням / М. В. Корнєєв // Інвестиції: практика та досвід. – 2014 – № 17. – С.37–41.

154. Корнєєв, М. В. Засади оцінювання впливу фінансіалізації економіки на стійкість фінансової системи / М. В. Корнєєв // Агросвіт. – 2014. – № 16. – С.50–58.

155. Корнєєв, М. В. Концептуальні основи дослідження дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці / М. В. Корнєєв // Вісник Приазовського державного технічного університету. Серія: Економічні науки : Зб.наук. праць. – Маріуполь, 2015. – Вип. 29. – С.15–20.

156. Корнєєв, М. В. Направленості державного регулювання процесів виникнення та поширення диспропорцій руху фінансових ресурсів в економіці [Електронний ресурс] / М. В. Корнєєв // Ефективна економіка. – 2012. – № 12. – Режим доступу : <http://www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=4356>.

157. Корнєєв, М. В. Особливості перерозподілу інвестиційних ресурсів в умовах фінансіалізації економіки / М. В. Корнєєв // Інвестиції: практика та досвід. – 2014 – № 16. – С.40–45.

158. Корнєєв, М. В. Особливості руху фінансових ресурсів в економіці України [Електронний ресурс] / М. В. Корнєєв // Ефективна економіка. – 2012. – № 10. – Режим доступу : <http://www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=4362>.

159. Корнєєв, М. В. Особливості фінансіалізації товарних ринків на сучасному етапі економічного розвитку / М. В. Корнєєв // Науковий вісник національного лісотехнічного університету України. – Львів : РВВ НЛТУ України. – 2014. – Вип. 24.8. – С.319–325.

160. Корнєєв, М. В. Оцінювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці / М. В. Корнєєв // Структурні трансформації національних економік в глобальному вимірі. Матеріали III Міжнародної науково-практичної конференції. – Миколаїв, 2015. – С.93–95.

161. Корнєєв, М. В. Прояви дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці / М. В. Корнєєв // Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія «Економічні науки». – Херсон, 2015. – Вип. 11, Ч. 3 – С.113–116.

162. Корнєєв, М. В. Регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в національній економіці / М. В. Корнєєв // Перспективи стабільного економічного розвитку та економічної безпеки України та її регіонів. Матеріали Міжнародної науково-практичної конференції. – Ужгород, 2015. – Ч.3. – С. 41–44.

163. Корнєєв, М. В. Систематизація фінансових потоків в економіці / М. В. Корнєєв // Розвиток економічних методів управління національною економікою та економікою підприємства: зб. наук. праць / ДонДУУ. – Донецьк: ДонДУУ, 2013. – т. XIV. – (серія «Економіка»; вип. 278). – С.140–147.

164. Корнєєв, М. В. Теоретико-методичні засади оцінювання рівня фінансіалізації економіки / М. В. Корнєєв // Проблеми економіки. – 2014. – № 3. – С.19–24.

165. Корнєєв, М. В. Удосконалення засад перебудови фінансових систем та окремих ринків / М. В. Корнєєв // Агросвіт. – 2014. – № 17. – С.33–39.

166. Корнєєв, М. В. Удосконалення системи регулювання вітчизняного фінансового сектора в умовах фінансiалiзацiї економiки / М. В. Корнєєв // Бiзнес Інформ. – 2014. – № 8. – С.243–247.

167. Корнєєв, М. В. Фiнансiалiзацiя i конвергентнi процеси в реальному та фiнансовому секторах економiки / М. В. Корнєєв // Регiональна бiзнес-економiка та управлiння. – 2014. – № 1 (41). – С. 73–80.

168. Корнєєв, М. В. Фiнансовi ресурси та дисбаланси їх руху в умовах превалювання фiнансового сектору економiки над реальним [Електронний ресурс] / М. В. Корнєєв // Фiнансовий простiр: мiжнародний науково-практичний журнал / Унiверситет банкiвської справи Нацiонального банку України, Черкаський iнститут банкiвської справи. – м. Черкаси. – № 2 (18). – 2015. – С.175–179. – Режим доступу : <http://fp.cibs.ck.ua/files/1502/15kmvfrt.pdf>

169. Корнiйчук, Л. Сталий розвиток i глобальна мiсiя України / Л. Корнiйчук, В. Шевчук // Економiка України. – 2009. – № 4. – С.4–13.

170. Коробов, М.Я. Фiнансово-економiчний аналіз дiяльностi пiдприємств: навч. посiб. / М.Я. Коробов. – К.: Знання, 2000. – 378 с.

171. Кравченко, М. С. Iндустрiальна цивiлiзацiя та система економiчних вiдносин свiтового господарства у II пол. ХІХ – поч. ХХ ст. / М. С. Кравченко // Вiсник економiчної науки України. – К., 2011. – № 2. – С. 3–8.

172. Кравчук, Г. В. Iнформацiйна асиметрiя в фiнансовiй сферi як сучасна загроза фiнансовiй безпецi держави / Г. В. Кравчук, О. Л. Пластун, М. В. Дубина // Науковий вiсник ЧДIEУ. – № 4 (16). – 2012. – С. 178–185.

173. Кравчук, Г.В. Вплив системи парабанкiвських посередникiв на розвиток нацiональної економiки / Г.В. Кравчук, М.В. Дубина // Актуальнi проблеми економiки. – К.: ВНЗ «Нацiональна академiя управлiння», 2012. – № 5 (131). – С. 108–114.

174. Красникова, Е. От единообразия к многообразию форм собственности / Е. Красникова // Мировая экономика и международные отношения, 2007. – № 3. – С. 153–161.

175. Красота, О. В. Розгортання світової економічної кризи в Україні та можливості обмеження рецесії / О. В. Красота // Вчені записки УЕП «КРОК». – К., 2009. – Вип. 19. – С. 27–37.

176. Крупка, М. І. Оцінка фінансового потенціалу інвестиційної діяльності в економіці України / М. І. Крупка, Н. Б. Демчишак // Фінанси України. – 2011. – № 11. – С. 22–32.

177. Крупка, М. І. Фінансово-кредитний механізм інноваційного розвитку економіки України / М. І. Крупка. – Львів: Видавничий центр Львівського національного університету імені Івана Франка, 2001. – 608 с.

178. Кузнєцова, Л. В. Сутність та основні складові системи управління фінансами банку / Л. В. Кузнєцова // Науковий вісник національного лісотехнічного університету України. – 2009. – Вип. 19.9. – С.196–205.

179. Курбатський, С. Н. Прогнозування часових рядів / С. Н. Курбатський // Штучний інтелект. – 2005. – № 3. – С. 12–18.

180. Куришко, О. О. Національна система фінансового моніторингу в Україні : дис. ... канд. екон. наук : 08.00.08 / Олександр Олександрович Куришко ; Національний банк України, Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України». – Суми, 2013. – 262 с.

181. Лаврушин, О. И. Производные финансовые инструменты в примерах [Электронный ресурс] / О. И. Лаврушин. – Режим доступа : http://www.elitarium.ru /2008/05/30 /finansovye_instrumenty_primery.html.

182. Лазичева, Е. А. Исследование сущности финансовых потоков / Е. А. Лазичева // Вестник Томского государственного университета. – 2009. – № 329. – С. 186–189.

183. Лансков, П. М. Совершенствование механизма регулирования финансового рынка / П. М. Лансков // Финансы и кредит. – 2005. – № 36. – С. 27–35.

184. Лапіна, Ю.Г. Інвестиційний банкінг в Україні на засадах корпоративного управління : дис. ... канд. екон. наук : 08.00.08 / Юлія

Григорівна Лапіна ; Національний банк України, Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України». – Суми, 2014. – 224 с.

185. Левина, И. К. вопросу о соотношении реального и финансового секторов / И. К. Левина // Вопросы экономики. – 2006. – № 9. – С. 83–103.

186. Левяш, И. Я. Постиндустриализм: проблема адекватности концепта / И. Я. Левяш // Общественные науки и современность. – 2001. – № 3. – С. 153–161.

187. Лех, І. А. Світова фінансова криза та промисловий сектор економіки України / І. А. Лех // Вісник Львівського університету. Серія економічна. – Львів: ЛНУ імені Івана Франка. – 2009. – Вип. 41. – С. 342–348.

188. Леонов, С. В. Інвестиційний потенціал банківської системи України : монографія / С. В. Леонов. – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2009. – 375 с.

189. Либерализация финансовой системы в 2000–2010 годах (на примере Турции и Ирана) [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.akm.ru/rus/analyt/macro/article8.htm>.

190. Либман, А. М. Роль экономической интеграции и дезинтеграции на постсоветском пространстве: количественный анализ / А.М. Либман // Проблемы прогнозирования. – 2006. – № 5. – С. 58–73.

191. Лисенко, Р. С. Економічна сутність фінансової стабільності банківської системи / Р. С. Лисенко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. наук. праць / Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України». – 2007. – Вип. 22. – С. 87–91.

192. Лисянська, О. О. Деякі аспекти управління доходами і витратами банку / О. О. Лисянська // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. – Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ», 2007. – Вип.22 – С.99–104.

193. Ломачинська, І. А. Вплив конвергенції фінансового та реального секторів на розвиток національної економіки України / І. А. Ломачинська, А. О.

Кравцова // Вісник Одеського національного університету імені І. І. Мечникова. – 2012. – Т. 17, Вип. 2. – С. 139–146.

194. Лук'яненко, І.Г. Оцінка ймовірності настання кризових явищ у фінансовому секторі України / І.Г. Лук'яненко // Бізнес Інформ. – 2011. – № 5 (2). – С. 51–54.

195. Лукьянов, В. С. Финансиализация как проявление глобализационной трансформации / В.С. Лукьянов // Актуальні проблеми економіки. – 2013. – № 4 (142). – С. 15–23.

196. Луняков, О. В. Дисбалансы в финансовом секторе экономики: сущность и инструменты регулирования: монография / О. В. Луняков. – Севастополь: Рибэст, 2013. – 416 с.

197. Луняков, О.В. Міжкраїнний факторний аналіз дисбалансів та стійкості фінансового сектору економіки України / О.В. Луняков, М. В. Корнеєв // Держава, підприємства та банки в системі антикризового управління : монографія / за ред. д.е.н., проф. Т. А. Васильєвої, к.е.н. О. Б. Афанасьєвої. – Суми : «Ярославна», 2013. – С. 143–152.

198. Луцишин, З. О. Формування глобальної фінансової архітектури світового господарства : автореф. дис... д-ра екон. наук: 08.05.01 / Зоряна Орестівна Луцишин ; Київський національний ун-т ім. Тараса Шевченка. – К., 2003. – 40 с.

199. Лэттер, Т. Выбор режима валютного курса [Электронный ресурс] / Т. Лэттер. – Режим доступа : http://www.bankofengland.co.uk/education/Documents/ccbs/handbooks/pdf/ccbshb02_ru.pdf

200. Магута, Р. М. Структурні фінансові індикатори як основа оцінки тенденцій нестабільності [Електронний ресурс] / Р. М. Магута // Ефективна економіка. – 2014. – № 9. – Режим доступу : <http://www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=3356>

201. Мазнева, В. В. Діяльність корпоративних інвестиційних фондів в умовах недосконалого законодавства / В. В.Мазнева // Форум права. – 2010. – № 3. – С. 284–289.

202. Мазуренко, В. І. Світові фінансові кризи та національна економічна безпека: теорія і методологія : монографія / В. І. Мазуренко. – К.: КНУТШ, 2007. – 511 с.

203. Мазуренко, В. І. Системні детермінанти світових фінансових криз: автореф. дис. д-ра екон. наук : 08.00.02 / Валерій Іванович Мазуренко; Київський національний університет імені Т.Шевченка . – К., 2010. – 32 с.

204. Майборода, О. В. Управління фінансовими потоками підприємства : дис. ... канд. економ. наук : 08. 04. 01 / Олег Володимирович Майборода ; Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи НБУ». – Суми, 2006. – 244 с.

205. Макаренко, М. І. Нестабільність фінансових ринків і волатильність реального сектора в умовах світової кризи / М. І. Макаренко // Вісник Академії митної служби України. Серія: «Економіка». – 2009. – № 2. – С. 15–20.

206. Македон, В. В. Особливості взаємодії реального і фінансового секторів економіки / В.В.Македон, М. В. Корнеєв // Наука й економіка. – 2015. – №2 (38). – С. 20–24.

207. Максимчук, Н. Перспективы интеграции организованных товарных рынков стран ЕЭП / Н. Максимчук // Евразийская экономическая интеграция. – 2013. – № 3 (20). – С. 7–26.

208. Малий, І. Й. Ефективність державного фінансового управління в забезпеченні конкурентоспроможності національної економіки / І. Й. Малий, Т. О. Королюк // Теоретичні й прикладні питання економіки. – 2011. – Вип. 24. – С. 85–94

209. Малков, С. Ю. Модель взаимодействия реального сектора экономики и фондового рынка [Электронный ресурс] / С. Ю. Малков. – Режим доступа : http://problemanalysis.ru/expert/NE2_2014_Malkov.pdf

210. Маркс, К. Капитал. Критика политической экономии : Т.3 [Кн. 3] : Процесс капиталистического производства, взятый в целом. Часть вторая / Карл Маркс; ред. Фридрих Энгельс. – М. : Издательство политической литературы, 1986. – 1080 с.

211. Маркс, К. Капитал. Критика политической экономии. Сочинения : Т. 25 / Карл Маркс, Фридрих Энгельс. – М.: Издательство политической литературы, 1978. – 1200 с.

212. Мартыненко, В. В. Кризис идеологии монетарного регулирования / В. В. Мартыненко // Вестник российской академии наук. – 2014. – Т. 84, № 2. – С. 159–165.

213. Маршалл, Дж. Финансовая инженерия : Полное руководство по финансовым нововведениям : учебное пособие ; пер. с англ. / Дж. Маршалл, К. Бансал Випул. – М. : ИНФРА-М, 1998. – 784 с.

214. Международные финансовые центры и их роль в развитии мировой экономики». Аналитический обзор. – М.: Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, 2012. – 444 с.

215. Международный менеджмент : учебник для вузов / [Д. И. Баркан, С. Э. Пивоваров, Л. С. Тарасевич, А. И. Майзель]. – СПб. : Питер, 2002. – 547 с.

216. Миркин, Я. М. Нефтяная ловушка / Я. М. Миркин // Прямые инвестиции. – 2014. – № 4 (144) . – С.18–21.

217. Миркин, Я. М. Формирование цен на нефть: прошлое, настоящее и будущее [Электронный ресурс] / Я. М. Миркин. – Режим доступа : <http://ecpol.ru/component/content/article.html?id=899>

218. Міжнародна макроекономіка: навчальний посібник/ [Ю.Г. Козак, Ю.М. Пахомов, Н.С. Логвінова та ін.]; за ред. Ю.Г. Козака, Ю.М. Пахомова, Н.С. Логвінової. – К.: ЦУЛ, 2012. – 399 с.

219. Міжнародний стандарт бухгалтерського обліку 39 «Фінансові інструменти: визнання та оцінка» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/929_015/conv/print1389888121429214.

220. Міщенко, В. І. Гнучкий режим курсоутворення: етапи запровадження та можливі наслідки для економічного розвитку України : наук.-аналіт. матер. / В. І. Міщенко, І. А. Нідзельська, А. П. Кулінець, С. О. Шульга. – К. : Видавництво НБУ ЦНД. – 2010. – Вип. 15. – 124 с.

221. Міщенко, С. В. Формування ефективної структури фінансового сектору України : дис. канд. екон. наук : 08.00.08 / Світлана Володимирівна Міщенко. – К., 2009. – 246 с.

222. Міщук, О. В. Фінансове забезпечення економічного зростання: теоретичний аспект / О. В. Міщук // Науковий вісник: фінанси, банки, інвестиції. – 2011. – № 2. – С. 9–12.

223. Мозговий, О. Глобальна фінансова криза: теорія і практика подолання наслідків фінансових потрясінь / Олег Мозговий, Наталія Стукало // Ринок цінних паперів України. – 2008. – № 11–12. – С. 31–36.

224. Молодцов, Б. И. К вопросу об осознании явления «постиндустриализации» в современной экономике / Б. И. Молодцов // Грані, 2010. – № 5. – С. 93–98.

225. Мороз, А. М. Іноземні банки та іноземна валюта : окремі аспекти їх функціонування в Україні / А.М. Мороз // Фінанси, облік і аудит : зб. наук. праць. – К.: КНЕУ, 2009. – Вип. 13. – С.88–92.

226. Музиченко, А. Г. Залучення фінансових ресурсів компаніями України шляхом виходу на іноземні фондові біржі / А. Г. Музиченко // Вісник Донецького Національного університету. Серія Економіка і право. – 2009. – № 1. – С.404–409.

227. Мунтян, М. Постиндустриальное общество и устойчивое развитие в XXI веке / М. Мунтян // Безопасность Евразии. Журнал высоких гуманитарных технологий, 2011. – № 3. – С. 225–262.

228. Мусатов, В. Т. США: биржа и экономика / В. Т. Мусатов. – М.: Наука, 1985. – 224 с.

229. Надель, С. Вероятность и перспективы будущей индустриальной революции / С. Надель // Мировая экономика и международные отношения, 2002. – № 9. – С. 26–37.

230. Науменкова, С. В. Інституційний розвиток фінансового сектору України / С. В. Науменкова, С. В. Міщенко // Фінанси України. – 2008. – № 7. – С.53–71.

231. Науменкова, С. В. Нові тенденції в механізмі регулювання фінансового сектору / С. В. Науменкова // Вісник Національного банку України. – 2011. – № 12. – С.4–11.

232. Науменкова, С. В. Проблеми подолання негативного впливу глобальних диспропорцій та формування нового геофінансового механізму / С. В. Науменкова, С. В. Міщенко // Фінанси України. – 2009. – № 3. – С.23–36.

233. Науменкова, С. В. Системи регулювання ринків фінансових послуг зарубіжних країн : навч. посібник / С. В. Науменкова, В. І. Міщенко. – К. : Центр наукових досліджень НБУ ; Університет банківської справи НБУ, 2010. – 170 с.

234. Науменкова, С. В. Сучасна модель фінансової системи: порівняльний аналіз основних підходів / С. В. Науменкова, С. В. Міщенко // Фінанси України. – 2006. – № 6. – С. 44–56.

235. Науменкова, С.В. Розвиток фінансового сектору України в умовах формування нової фінансової архітектури: монографія / С.В. Науменкова, С.В. Міщенко. – К.: Університет банківської справи, Центр наукових досліджень Національного банку України, 2009. – 384 с.

236. Національні фінансові системи в умовах глобалізації : монографія / [І.О. Лютий, А.Ф. Павленко, Т.Є. Оболенська та ін.] ; за заг. ред. І.О. Лютого. – Івано-Франківськ : Галицька Академія, 2008. – 306 с.

237. Некрасов, С. Н. Закат індустріального общества и философский смысл концепции неоиндустриализма / С. Н. Некрасов // Вестник Российского философского общества. – 2007. – № 2 (42). – С. 129–135.

238. Николайчук, О. М. Вплив іноземних інвестицій на рівень життя населення / О. М. Николайчук // Науковий вісник Волинського національного університету імені Лесі Українки. – 2010. – № 26. – С. 159–163.

239. Новицький, В. Специфіка процесів інтернаціоналізації на сучасному етапі та геоекономічні виміри зовнішньої політики України / В. Новицький // Вісник Київського національного університету ім. Т. Г. Шевченка. Серія: Економіка. – 2009. – № 103. – С. 4–10.

240. Обзор финансовой стабильности. Центральный банк Российской Федерации [Электронный ресурс]. – 2013. – 40 с. – Режим доступа: www.cbr.ru/analytics/fin_stab/fin-stab-2013_2-3r.pdf.

241. Огієнко, В. І. Систематизація та аналіз індикаторів фінансової стійкості в Україні / В. І. Огієнко, О. В. Луняков // Вісник Університету банківської справи Національного банку України. – 2013. – № 1 (16). – С. 3–8.

242. Олійник, М. В. Міжнародний рух фінансових інститутів в умовах глобалізації / М. В. Олійник, В. М. Соколов, Л. О. Українська // Вісник Університету банківської справи Національного банку України. – 2011. – № 1 (10). – С. 10–16.

243. Опарін, В. М. Фінанси (Загальна теорія): навч. Посібник / В. М. Опарін. – 2-ге вид., доп. і перероб. – К.: КНЕУ, 2002. – 240 с.

244. Опарін, В. Фінансова система України (теоретико-методологічні аспекти): монографія / В. Опарін – К.: КНЕУ, 2005. – 240 с.

245. Осадчая, И. Постиндустриальная экономика: меняется ли роль государства? / И. Осадчая // Экономика и международные отношения, 2009. – № 5. – С. 31–42.

246. Осик, Ю. И. Деглобализация мировой экономики как следствие ее финансиализации / Ю. И. Осик // Международный журнал прикладных и фундаментальных исследований. – 2014. – № 1. – С. 202–205.

247. Отченаш, К.Г. Державне регулювання та саморегулювання у фінансовому секторі [Електронний ресурс] / К.Г. Отченаш, Т.О. Фролова // Ефективна економіка. – 2014. – № 9. – Режим доступу: <http://www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=3327>

248. Офіційний сайт Державної служби статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ukrstat.gov.ua>.

249. Офіційний сайт Міжнародного валютного фонду [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.imf.org>.

250. Офіційний сайт Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://bank.gov.ua>.

251. Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://nssmc.gov.ua>.
252. Офіційний сайт Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://nfr.gov.ua>.
253. Офіційний сайт Світового банку [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.worldbank.org>.
254. Пантин, В. И. Кризисная эпоха 2010–2020 гг. и ее последствия для России / В. И. Пантин // Проекты и риски будущего. Концепции, модели, инструменты, прогнозы / отв. ред. А. А. Акаев, А. В. Коротаев, Г. Г. Малинецкий, С. Ю. Малков – М.: ЛИБРОКОМ, 2010. – С. 312–322.
255. Пархоменко, А. А. Взаимодействие реального и фінансового секторов економіки на етапі фінансового кризиса / А. А. Пархоменко // Вестник Томского государственного университета. – 2010. – № 338. – С. 149–151.
256. Петренко, Е. В. Рынок деривативов в мировой финансовой системе: состояние, развитие и перспективы : автореф. дис. канд. эконом. наук : 08.00.14 / Евгений Васильевич Петренко; Российский государственный торгово-экономический университет. – М., 2012. – 24 с.
257. Пилипенко, О.І. Фінансові ресурси корпорацій: поняття та класифікація / О.І. Пилипенко // Проблеми теорії бухгалтерського обліку, контролю і аналізу. Міжнародний збірник наукових праць. Серія: Бухгалтерський облік, контроль і аналіз. – Житомир: ЖДТУ, 2008. – Вип. 3 (12). – С. 367–380.
258. Писаревський, І. М. Менеджмент організацій: навчальний посібник / І. М. Писаревський, Л. А. Нохріна, О. В. Познякова; за ред. І. М. Писаревського. – Харків: ХНАМГ, 2008. – 133 с.
259. Підвищення ефективності взаємодії банківського і реального секторів економіки в умовах глобалізації та євроінтеграції : монографія / [О. І.

Барановський, О. Д. Вовчак, Т. Д. Гірченко та ін.]; за ред. д.е.н., проф. О. І. Барановського. – К. : Університет банківської справи НБУ, 2010. – 482 с.

260. Пластун, В. Л. Підходи до класифікації інституційних інвесторів / В. Л. Пластун, В. С. Домбровський // Бізнес Інформ. 2012. – № 9. – С.118–122

261. Пластун, О.Л. Цінові бульбашки та анти-бульбашки: технологія виявлення та правила торгівлі з невірно оціненими активами / О.Л. Пластун // Вісник Національного банку України. – 2013. – № 10. – С.44–59.

262. Плиса, В.Й. Державне регулювання фондового ринку в Україні: монографія / В.Й. Плиса, Н.В. Блага. – Львів: ННВК АТБ, 2007. – 168с.

263. Плиса, В.Й. Стратегія забезпечення фінансової стійкості суб'єктів господарювання в економіці України: монографія / В.Й. Плиса, І.І. Приймак. – Львів: ННВК АТБ, 2009. – 144 с.

264. Плужніков, І. О. Механізм узгодження бюджетної та грошово-кредитної політики держави / І. О. Плужніков // Проблеми і перспективи розвитку банківської справи України. – 2011. – № 7. – С.84–91.

265. Плущевская, Ю. Исследование финансовых потоков в российской экономике / Ю. Плущевская, Л.Старикова // Вопросы экономики. – 1997. – №12. – С. 117–131.

266. Поддєрьогін, А. М. Ефективність управління грошовими потоками підприємства / А. М. Поддєрьогін, Я. І. Невмержицький // Фінанси України. – 2007. – № 11. – С. 119–128.

267. Поддєрьогін, А. М. Фінанси підприємств: підручник / [А.М.Поддєрьогін, Л.Д.Буряк, Г.Г.Нам та ін.] / кер. кол. авт. і наук. ред. проф. А. М. Поддєрьогін. – 3-те вид., перероб. та допов. – К.: КНЕУ, 2001. – 460 с.

268. Поддєрьогін, А. М. Фінансовий менеджмент: підручник / [А. М. Поддєрьогін, М. Д.Білик, Л. Д. Буряк та ін.]; кер. кол. авт. і наук. ред. проф. А. М. Поддєрьогіна. – К.: КНЕУ, 2005. – 535 с.

269. Показники фінансової стабільності : посібник Міжнародного валютного фонду. – К. : Діалог прес, 2007. – 93 с.

270. Пономаренко, В. С. Витоки і особливості невизначеності при прийнятті інвестиційних рішень / В. С. Пономаренко, Л. М. Малярець, О. В. Дорохов // Актуальні проблеми економіки. – 2011. – №4 (118). – С.151–159.

271. Поповенко, Н. С. Інноваційні процеси у банківській сфері / Н. С. Поповенко, Н. Б. Марченко // Економічний простір. – 2008. – № 15. – С. 97–104

272. Постоянные Фейгенбаума [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://ru.wikipedia.org/wiki/Постоянная_Фейгенбаума.

273. Пригожин, И. Порядок из хаоса: Новый диалог человека с природой: пер. с англ. / Илья Пригожин, Изабелла Стенгерс; общ. ред. и послесловие В. И. Аршинова, Ю. Л. Климонтовича, Ю. В. Сачкова.. – М. : Прогресс, 1986. – 432 с.

274. Примостка, Л. О. Фінансові деривативи: аналітичні та облікові аспекти : монографія / Л.О. Примостка. – К. : КНЕУ, 2001. – 263 с.

275. Присенко, Г. В. Прогнозування соціально-економічних процесів: навч. посіб. / Г. В. Присенко, Є. І. Равікович. – К.: КНЕУ, 2005. – 378 с.

276. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні [Електронний ресурс]: закон України від 30.10.1996 № 448/96-ВР. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/448/96-вр>

277. Про затвердження Порядку подання фінансової звітності [Електронний ресурс] : постанова КМУ від 28.02.2000 № 419. – Режим доступу : <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/419-2000-%D0%BF>.

278. Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні [Електронний ресурс] : закон України від 10.12.1997 № 710/97-ВР. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/710/97-вр>

279. Про Національну комісію, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг [Електронний ресурс] : положення від 23 листопада 2011 р. № 1070. – Режим доступу : <http://zakon3.rada.gov.ua>.

280. Про особливості здійснення діяльності з управління активами інституційних інвесторів [Електронний ресурс] : положення ДКЦПФР від

02.11.2006 №1227. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z1252-06>

281. Про страхування [Електронний ресурс] : закон України від 07.03.1996 № 85/96-ВР. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/>

282. Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг [Електронний ресурс] : закон України від 12 липня 2001 р. № 2664–III. – Режим доступу : <http://zakon3.rada.gov.ua>.

283. Про цінні папери та фондовий ринок [Електронний ресурс]: закон України від 23.02.2006 № 3480-IV. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/3480-15/conv>

284. Проблеми цінової та фінансової стабільності й інноваційного розвитку в Україні : монографія / [А. Я. Кузнєцова, Т. С. Смовженко, О. І. Петрик та ін.]; за ред. д.е.н., проф. А. Я. Кузнєцової. – К. : Університет банківської справи НБУ, 2010. – 263 с.

285. Проект Стратегії розвитку фінансового сектору України до 2015 року [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.u-fin.com.ua/konsercia/002.docndei.me.gov.ua/downloads/strategy.pdf.

286. Пурий, Г. М. Інституційне забезпечення розвитку фінансового ринку України / Г. М. Пурий // Економіка АПК. – 2010. – № 2. – С. 95–101.

287. Радіщук, Т. П. Сутність поняття кон'юнктури товарного ринку / Т. П. Радіщук // Економічні науки. Серія «Економіка та менеджмент». Збірник наукових праць Луцького національного технічного університету. – 2010. – Вип. 7(26), Ч. 3 – С. 3–14.

288. Радченко, Ю. Неоосферна модель виробництва проти індустріальної: на початку філогенетичного розгалудження / Ю. Радченко // Економіст. – 2010. – № 6. – С.4–9.

289. Регіональна економіка: тексти лекцій / [Ольшанська О. В., Фащевський М. І., Білоконь І. В. та ін.]; за заг. ред. М. І. Фащевського, О. В. Ольшанської. – К.: КНЕУ, 2009. – 328 с.

290. Рекуненко, І. І. Інфраструктура фінансового ринку України: сучасний стан та перспективи розвитку : монографія / І. І. Рекуненко – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2013. – 411 с.
291. Румянцев, С. Розвиток механізмів саморегулювання / С. Румянцев // Цінні папери України. – 2008. – № 45 (537). – С. 3–4.
292. Савченко, Т. Г. Банківська система у формуванні та підтриманні рівноважних станів в економіці : монографія / Т. Г. Савченко. – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2012. – 368 с.
293. Савченко, Т. Г. Грошовий ринок: сутність, структура та інструменти / Т. Г. Савченко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. наук. праць. – Вип. 31. – Суми, 2011. – С. 257–266
294. Садовничий, В. А. Моделирование и прогнозирование мировой динамики / В. А. Садовничий, А. А. Акаев, А. В. Коротаев, С. Ю. Малков // Научный совет по Программе фонд. исслед. Президиума Российской академии наук «Экономика и социология знания». – М.: ИСПИ РАН, 2012. – 360 с.
295. Салтикова, Г. В. Фінансова політика держави: сутність, напрями та інструменти реалізації / Г. В. Салтикова // Вісник Міжнародного Слов'янського університету. – Серія «Економічні науки». – 2011. – Т. XIV, № 1. – С. 141–151.
296. Седунов, А. Ф. Рынок деривативов в мировой экономике : особенности развития и направления трансформации : дис... канд. эконом. наук : 08.00.14 / Алексей Федорович Седунов; Институт экономики РАН. – М., 2013. – 180 с.
297. Семенов, А. Ю. Діяльність небанківських фінансових установ у контексті економічного зростання / А. Ю. Семенов // Вісник Запорізького національного університету. – 2011. – № 1 (9). – С. 139–148.
298. Сергеева, Т. А. Колебание валютных курсов [Электронный ресурс] / Т. А. Сергеева. – Режим доступа : http://www.orelgiel.ru/83_22_10_12_33.pdf
299. Сибирка, Л. А. Фінансова криза: сучасні підходи до трактування / Л. А. Сибирка // Вісник Київського національного університету технологій та дизайну. – 2011. – № 6. – С. 245–248.

300. Силантьєв, С. О. Розвиток законодавства щодо врегулювання позабіржового ринку похідних фінансових інструментів / С. О. Силантьєв // Актуальні проблеми економіки. – 2013. – № 9. – С.190–199.
301. Симановский, А. Ю. Достаточность банковского капитала: новые подходы и перспективы их реализации / А. Ю. Симановский // Деньги и кредит. – 2010. – № 6. – С. 20–26.
302. Синергетичний підхід [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://sites.google.com/site/ne4itkalogika/fraktalnij-analiz-finansovih-rinkiv/sinergeticnij-pidhid>.
303. Скоробогатов, А. Фондовый рынок, институциональная структура и проблема стабильности капиталистической экономики / А. Скоробогатов // Вопросы экономики. – 2009. – № 12. – С. 80–97.
304. Смит, А. Исследование о природе и причинах богатства народов / А. Смит. – М.: Эксмо, 2007. – 960 с.
305. Соболева, О.П. Макроекономіка: навчальний посібник / О.П. Соболева – Харків: ХІБС УБС НБУ, 2013 – 158 с.
306. Сорнетте, Д. Как предсказывать крахи финансовых рынков: критические события в сложных финансовых системах: биржевая література / Д. Сорнетте. – М.: SmartBook: Издательство «И-трейд», 2003. – 400 с.
307. Сорос, Дж. Период великого разрушения благосостояния [Электронный ресурс] / Дж. Сорос. – Режим доступа : http://politika.co.ua/articles?article_id=1025
308. Сохацька, О. М. Біржова справа: підручник / О. М. Сохацька. – Тернопіль : Карт-бланш, 2003. – 602 с.
309. Сохацька, О. М. Глобальні дисбаланси: світова та українська економіка / О. М. Сохацька // Вісник Тернопільського національного економічного університету. – 2012. – Вип. 4 – С. 137–152.
310. Сохацька, О. М. Новий порядок на світовому фінансовому ринку: післякризові проекти і реалії / О. М. Сохацька // Журнал Європейської економіки. – 2010. – Т. 9, № 1. – С. 101–116.

311. Сохацька, О. М. Ф`ючерні ринки. Історія, сучасність, перспективи становлення в Україні / О. М. Сохацька. – Тернопіль : Економічна думка, 1999. – 408 с.

312. Степаненко, С. В. Нова економіка в постіндустріальному суспільстві: до питання про співвідношення понять / С. В. Степаненко // Академічний огляд. – 2005. – № 2. – С. 22–26.

313. Степанюк, Є. В. Макроекономічні та фінансові ризики в країнах, що розвиваються, як наслідок волатильності міжнародних ринків капіталу / Є. В. Степанюк // Вісник Університету банківської справи Національного банку України. – К.: Університет банківської справи Національного банку України, 2011. – № 2 (11) – С 35–43.

314. Степанюк, Є.В. Фінансові дисбаланси на світових ринках та антикризова політика центральних банків / Є.В. Степанюк // Банківська справа. – 2008. – № 6. – С. 66–80.

315. Стойко, О.Я. Фінанси: навч. посіб. / О.Я. Стойко, Д.І. Дема; за ред. О.Я. Стойка. –К.: Алерта, 2014. – 432 с.

316. Суворов, П. В. Взаимодействие реального и фиктивного капиталов в условиях глобализации : дис... на соиск. учен. степени канд. экон. наук : спец. 08.00.01 / Петр Викторович Суворов; Московский государственный университет им. М.В. Ломоносова – М., 2007. – 174 с.

317. Сэнгер, Т. Налогообложение финансов [Электронный ресурс] / Т. Сэнгер // Глобальная трудовая колонка. – 2011. – Вып. 66. – Режим доступа : http://www.global-labour-university.org/fileadmin/GLU_Column/RU_papers/no_66_Sanger_RU.pdf

318. Тарасевич, В. М. Экономическая синергетика: концептуальные аспекты / В. М. Тарасевич // Економіка і прогнозування. – 2002. – № 4. – С. 56–69.

319. Тарасевич, В. М. Інституціональна теорія: методологічні пошуки і гіпотези / В. М. Тарасевич // Економічна теорія. – 2004. – № 2. – С. 45–56.

320. Татаренко, Н.О. Теорії інвестицій : навч. посіб. / Н. О. Татаренко, А. М. Поручник ; Київський національний економічний університет. – К. : КНЕУ, 2000. – 160 с.

321. Татаренко, О.В. Фінансова транснаціоналізація як засіб перерозподілу світового багатства : дис. канд. екон. наук: 08.05.01 / Олексій Владиславович Татаренко; Національна академія наук України, Інститут світової економіки і міжнародних відносин. – К., 2005. – 182 с.

322. Толмачев, М. Н. Теоретические и эмпирические подходы к конвергенции сельскохозяйственного производства / М. Н. Томачев // Вестник Волгоградского государственного университета. Серия 3: Экономика. Экология. – 2012. – № 1 (20). – С. 193–199.

323. Тоффлер, А. Третья волна / А. Тоффлер. – М.: ООО «Издательство АСТ», 2002. – 776 с.

324. Трансформація моделі економіки України (ідеологія, протиріччя, перспективи) / [В.М. Геець, М. І. Зверяков, А. А. Гриценко, Б. Є. Кваснюк та ін.] / за ред. акад. НАН України В. М. Гейця; Інститут економіки та прогнозування НАН України. – К.: Логос, 1999. – 499 с.

325. Тресвятська, Т. Умови та проблеми становлення середнього класу в Україні / Т. Тресвятська // Україна: аспекти праці. – 2005. – № 7. – С.22–30.

326. Тхор, С. О. Спекулятивні бульбашки та їх вплив на розвиток кризових явищ / С. О. Тхор // Економічний вісник Донбасу. – 2011. – № 3 (25). – С. 123–126.

327. Тютюкіна, Е. Б. Финансовые потоки, сущность и признаки классификации / Е. Б. Тютюкіна, К. М. Афашагов // Вестник финансовой академии. – 2007. – № 4 (44). – С.24–33.

328. Управління виробничим та інфраструктурним розвитком економічного потенціалу України : монографія / за заг. ред. д.т.н., проф. В.П.Волкова. – З.: ЗНУ, 2012. – 500 с.

329. Усоскин, В. М. Базель III: влияние на экономический рост (обзор эмпирических исследований) / В. М. Усоскин, В. Ю. Белоусова, М. В. Клинцева // Деньги и Кредит. – 2013. – № 9. – С. 32–38.

330. Устойчивое экономическое развитие в условиях глобализации и экономики знаний: концептуальные основы теории и практики управления / под ред. В.В.Попкова. – М.: ЗАО «Издательство «Экономика», 2007. – 295 с.

331. Федосов, В. Фінансова реструктуризація в Україні: проблеми і напрями: монографія / В.Федосов, В.Опарін, С.Львовчкін / за наук. ред. В. Федосова. – К.: КНЕУ, 2002. – 387 с.

332. Федосов, В.М. Гармонізація податків в Європейському Союзі: фіскальна парадигма / В.М. Федосов, Г.М. Яренко // Ринок цінних паперів України. – 2007. – № 1–2. – С.9–25.

333. Федосов, В. М. Інституційна фінансова інфраструктура України: сучасний стан та проблеми розвитку / В. М. Федосов, В. М. Опарін, С. В. Львовчкін // Фінанси України. – 2008. – № 12. – С. 3–21.

334. Фельдблюм, В. Ш. Теория постиндустриального общества: сущность, критика, перспективы. Часть I [Электронный ресурс] / В. Ш. Фельдблюм // CIVITAS: Вестник гражданского общества. – Режим доступа: <http://vestnikcivitas.ru>

335. Фельдман, А. Б. Производные финансовые и товарные инструменты: учебник / А. Б. Фельдман. – М.: Финансы и статистика, 2003. – 421 с.

336. Фетисов, Г. Г. О мерах по преодолению мирового кризиса и формированию устойчивой финансово-экономической системы / Г. Г. Фетисов // Вопросы экономики. – 2009. – № 4. – С.31–41.

337. Філімоненков, О. С. Фінанси підприємств: навч. посіб. / О. С. Філімоненков – К.: МАУП, 2004. – 328 с.

338. Франченко, О. Л. Використання заощаджень населення в інвестування економіки через структури фондового ринку / О. Л. Франченко // Економічний часопис-XXI. – 2010. – № 9–10. – С.26–29.

339. Фролова, Т. А. Финансы и кредит : уч. пособ. / Т. А. Фролова. – Таганрог, 2007. – 350 с.
340. Фурман, В. М. Розвиток корпоративно-інвестиційного бізнесу банків в Україні / В. М. Фурман // Фінанси, облік і аудит : зб. наук. праць. – К.: КНЕУ, 2013. – Вип. 2 (22). – С. 153–160.
341. Фьючерсная торговля сельскохозяйственной продукцией: использование растущих сигналов рынка для установления глобальных цен [Электронный ресурс] / Комитет про проблемам сырьевых товаров, 2010. – Режим доступа : www.fao.org/fileadmin/.../est/.../ConferenceRoomSeries2Russian.pdf.
342. Хавтур, О. В. Фінансові потоки страхових компаній в умовах трансформації економіки України : дис... канд. екон. наук : 08.04.01 / Ольга Володимирівна Хавтур; Тернопільська академія народного господарства. – Тернопіль, 2004. – 261 с.
343. Харченко, В. А. Грошовий обіг і грошові потоки підприємства / В. А. Харченко // Вісник економічної науки України. – 2009. – № 2. – С. 160–163.
344. Хикс, Дж. Р. Стоимость и капитал / Джон Ричард Хикс. – М : Прогресс, 1988. – 488 с.
345. Хьюїт, М. Саморегульвні організації (СРО) / М. Хьюїт // Проект ЄС «Посилення сектору фінансових послуг України». – 2009. – № 7. – С. 10.
346. Циганкова, Т. М. Міжнародний маркетинг: навчально-методичний посібник / Т. М. Циганкова – К.: КНЕУ, 2009. – 252 с.
347. Циганюк, Д. Л. Система економічних ризиків інститутів спільного інвестування / Д. Л. Циганюк // Економіка: проблеми теорії та практики : збірник наукових праць. – Вип. 257: В 7 т. – Т. VII. – Дніпропетровськ : ДНУ, 2009. – С. 1655–1663.
348. Циклы воспроизводства капитала : монография / [С. Н. Козьменко ; Т. А. Васильева ; А. А. Епифанов и др.]. – Сумы : Деловые перспективы, 2005. – 221 с.

349. Черников, Д. Глобальная зачистка / Д. Черников, С. Кашин // Секрет фирмы. – 2008. – № 50 (282). – С. 10–18.
350. Чиркова, Е. В. За и против регулирования финансовых пузырей монетарными методами [Электронный ресурс] / Е. В. Чиркова // Электронный журнал «Корпоративные финансы», 2011. – Вып. 2 (18). – С. 24–32. – Режим доступа : <http://www.hse.ru/pubs/lib/data/access/ram/ticket/19/1404760050b5abb9e4e77542cab86332e04daa69e1/>«За» %20и %20«против» %20регулирования %20пузырей %20монетарными %20методами.pdf
351. Чувардинський, О. Г. Механізм регулювання розвитку руху капіталу в умовах фінансової глобалізації : дис. канд. екон. наук: 08.02.03 / Олександр Георгійович Чувардинський; Харківський національний університет ім. В.Н.Каразіна. – Х., 2005. – 257 с.
352. Шапкин, А. С. Экономические и финансовые риски / А. С. Шапкин – Москва: «Дашков и К», 2003. – 544 с.
353. Шаповалов, О. О. Передумови й особливості прояву сучасної фінансової кризи / О. О.Шаповалов // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. – 2009. – Вип. 27. – С. 282–291.
354. Шапран, В. Депозитарна інфраструктура: світовий досвід рейтингування / В. Шапран // Цінні папери України. – 2005. – № 32. – С. 8–10.
355. Шапран, Н. С. Кредитні деривативи / Н. С. Шапран, В. С. Шапран // Цінні папери України. – 2003. – № 20. – С. 16–17.
356. Шарнопольська, О. М. Особливості економічної інтеграції України у світове господарство на сучасному етапі / О. М. Шарнопольська // Наукові праці Донецького національного технічного університету. Серія : Економічна. – Вип. 84. – Донецьк, ДонНТУ, 2004. – С. 75–81.
357. Шелудько, В. М. Фінансовий ринок : підручник. 2-ге вид., стер. / В. М. Шелудько. – К. : Знання, 2008. – 535 с.
358. Школьник, І. О. Фінансовий ринок та його роль в інвестуванні реального сектору економіки / І. О. Школьник // Вісник СумДУ. – (Серія «Економіка»). – 2008. – № 1. – С. 200–206.

359. Школьник, І. О. Фінансовий сектор України: теоретичний аналіз економічної дефініції / І. О. Школьник, А. Ю. Семеног // Вісник Української академії банківської справи. – 2013. – № 1 (34). – С. 31–36.

360. Школьник, І. О. Державне регулювання фінансового ринку: вітчизняний та зарубіжний досвід / І. О. Школьник // Науковий вісник Ужгородського університету. – (Серія «Економіка»). Спецвипуск 22. – Ужгород, 2007. – С. 140–145.

361. Школьник, І. О. Фінансовий ринок України в контексті розвитку світової фінансової системи: монографія / І. О. Школьник. – Суми : УАБС НБУ, 2007. – 98 с.

362. Школьник, І. О. Фінансовий ринок України: сучасний стан і стратегія розвитку: монографія / І. О. Школьник. – Суми: ВВП «Мрія» ТОВ, УАБС НБУ, 2008. – 348 с.

363. Школьник, І. О. Глобальні фінансові активи: структурні зміни / І.О.Школьник // Вісник Національного банку України. – 2011. – № 7. – С. 3–6.

364. Шмігельська, З. К. Криза в Україні: характеристика, наслідки, пропозиції / З. К. Шмігельська // Вісник Університету банківської справи Національного банку України. – 2011. – № 3 (12). – С. 3–5.

365. Шумпетер, Й. Теория экономического развития (Исследование предпринимательской прибыли, капитала, кредита, процента и цикла конъюнктуры): пер.с англ. / Й. Шумпетер – М.: Прогресс, 1982. – 455 с.

366. Щепочкина, Н. А. Особенности унификации стандартов регулирования мирового финансового рынка [Электронный ресурс] / Н. А. Щепочкина // Конференция «Ломоносов», 2011. – Режим доступа : http://lomonosov-msu.ru/archive/Lomonosov_2011/1410/13300_1890.pdf

367. Экономике мира падают жертвами «мыльных пузырей» [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.vladinvest.ru/articles/bubbles.html>

368. Это серьезно – биржа против продовольственной безопасности [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://grow.clicr.ru/publication/11>

369. Юданов, А. Ю. Конкуренция: теория и практика / А. Ю. Юданов. – М. : Гном-пресс, 2001. – 272 с.
370. Якошь, І. С. Ризик як міра невизначеності / І. С. Якошь // Економічний вісник Донбасу. – 2009. – № 1 (15). – С. 136–139.
371. Якушик, І. Д. Інституціональна структура регулювання фінансового ринку: адаптація зарубіжного досвіду / І. Д. Якушик, Н. П. Мацелюх // Збірник наукових праць Національного університету Державної податкової служби України. – 2009. – № 2. – С. 400–407.
372. 2013 WFE Market Highlights [Electronic resource]. – Access : <http://www.world-exchanges.org/insight/reports/world-federation-exchanges-publishes-2013-global-market-highlights>.
373. Acworth, W. Commodity and Interest Rate Trading Push Trading Higher in 2013 : FIA annual volume survey [Electronic resource] / Will Acworth. – Access : https://secure.fia.org/downloads/FIA_Annual_Volume_Survey_2013.pdf
374. Adam, K. Analyse, Compare, and Apply Alternative Indicators and Monitoring Methodologies to Measure the Evolution of Capital Market Integration in the European Union / Klaus Adam, Tullio Jappelli, Annamaria Menichini, Mario Padula, Marco Pagano // Centre for Studies in Economics and Finance (CSEF), Department of Economics and Statistics, University of Salerno. – 2002. – 60 p.
375. Alden, C. China and Africa's Natural Resources: The Challenges and Implications for Development and Governance / C. Alden, A. Alves // Occasional paper Governance of Africa's Resources Programme. – 2009. – № 41. – P. 4–21.
376. Álvarez, N. The financialization of the Spanish economy: debt, crisis and social cuts [Electronic resource] / Nacho Álvarez // Department of Applied Economics, University of Valladolid, Spain. – 10 p. – Access: <http://debt-issues.blog.rosalux.de/files/2012/10/The-financialization-of-the-Spanish-economy1.pdf>
377. Ang, J. B. Financial Liberalization, Financial Sector Development and Growth: Evidence from Malaysia / James B. Ang, Warwick J. Mckibbin // Journal of Development Economics. – 2007. – № 84 (1). – P. 215–233.

378. Arcand, J. Too Much Finance? [Electronic resource] / Jean-Louis Arcand, Enrico Berkes, Ugo Panizza // International Monetary Fund. – Working Paper 12/161. – 2012. – 49 p. – Access : <https://www.imf.org/external/.../wp12161.pdf>.

379. Arndt, H. W. The Economic Lessons of the Nineteen-Thirties / H. W. Arndt. – London: Frank Cass, 1963.

380. Arrighi, G. The Long Twentieth Century: Money, Power, and the Origins of Our Times / Giovanni Arrighi. – London: Verso, 1994. – 400 p.

381. Assa, J. Financialization and its consequences: the OECD Experience / Jacob Assa // Finance Research. – 2012. – Vol. 1, Issue 1. – P. 35–39.

382. Bagehot, W. Lombard Street / W. Bagehot. – London: Henry S. King and Co., 1873.

383. Bahadir, B. Financial Development Convergence [Electronic resource] / Berrak Bahadir, Neven Valev // Journal of Banking and Finance. – 2013 (Under review). – 28 p. – Access : http://www.theglobaleconomy.com/downloads/pdf/Financial_convergence_09_20_2013.pdf

384. Barrat Brown, M. The Economics of Imperialism / Michael Barrat Brown // Away with all the Great Arches: Anderson's History of British Capitalism. – New Left Review, 1988. – №167. – P. 22–51.

385. Barro, R. J. Economic Growth and Convergence across the United States / R. J. Barro, X. Sala-i-Martin // Working Paper. – Cambridge ; Massachusetts Avenue : National Bureau of Economic Research, 1990. – № 3419. – 61 p.

386. Basak, S. A Model of Financialization of Commodities [Electronic resource] / Suleyman Basak, Anna Pavlova. – 2013. – 47 p. – Access : <http://www.lse.ac.uk/fmg/researchProgrammes/paulWoolleyCentre/events/6thAnnualConference/Anna-Pavlova.pdf>

387. Batt, R. The Impact of Financialization on Management and Employment Outcomes / Rosemary Batt // 20th Annual John Lovett Memorial Lecture (April, 2012). – Ireland: University of Limerick, 2012. – 29 p.

388. Beck, T. Finance and the Sources of Growth / Thorsten Beck, Ross Levine, Norman Loayza // *Journal of Financial Economics*. – 2000. – № 58. – P. 261–300.

389. Beck, T. Finance, inequality, and poverty: Cross-country evidence / Thorsten Beck, Asli Demirguc-Kunt, Ross Levine // *National Bureau of Economic Research Working Paper*. – 2004. – №10979. – 47 p.

390. Beck, T. Finance, inequality, and the poor / Thorsten Beck, Asli Demirguc-Kunt, Ross Levine // *Journal of Economic Growth*. – 2007. – № 12(1). – P. 27–49.

391. Beck, T. New firm formation and industry growth : does having a market- or bank-based system matter? [Electronic resource] / Thorsten Beck, Ross Levine // *The World Bank Policy Research Working Paper Series*. – 2000. – №2383. – Access : <http://elibrary.worldbank.org/doi/book/10.1596/1813-9450-2383>.

392. Birdsall, N. Inequality and Growth reconsidered: Lessons from East Asia / N. Birdsall, D. Ross, R. Sabot // *World Bank Economic Review*. – 1995. – Vol. 9, Issue 3. – P. 477–508.

393. Bitros, G. Thinking ahead of the next big Crash [Electronic resource] / George C. Bitros // *MPRA Paper*. – 2013. – №51486. – 24 p. – Access : http://mpra.ub.uni-muenchen.de/51486/1/MPRA_paper_51486.pdf

394. Black, F. The Pricing of Options and Corporate Liabilities / Black Fischer; Myron Scholes // *Journal of Political Economy*. – 1973. – №81 (3) . – P. 637–654.

395. Blackburn, R. Finance and the Fourth Dimension / R. Blackburn // *New Left Review*. – 2006. – №39. – P. 39–70.

396. Bohly, M. Does Futures Speculation Destabilize Spot Prices? New Evidence for Commodity Markets [Electronic resource] / M. T. Bohly, M. S. Patrick // *University of Muenster. Working Paper Series*. – 2012. – Access : http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1979602.

397. Boyer, R. Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis / R. Boyer // *Economy and Society*. – 2000. – №1. – P. 111–145.
398. Boyer-Xambeau, M. T. *Banchieri e Principi. Moneta e Credito nell'Europa del Cinquecento* / M. T. Boyer-Xambeau, G. Deleplace, L. Gillard. – Turin: Einaudi, 1991.
399. Braudel, F. *Prices in Europe from 1450 to 1750* / Fernand Braudel, Frank Spooner // E. E. Rich and C. H. Wilson, eds.. – *The Cambridge Economic History of Europe*. – London: Cambridge University Press, 1967. – P. 374–486.
400. Bridges, J. The impact of capital requirements on bank lending / Jonathan Bridges, David Gregory, Mette Nielsen, Silvia Pezzini, Amar Radia, Marco Spaltro // *Working Paper*. – Bank of England, 2014. – № 486. – 36 p.
401. Brown, J. Financing innovation and growth: cash flow, external equity and the 1990s R&D boom / J. Brown, S. Fazzari, B. Petersen // *The Journal of Finance*. – 2009. – Vol. 64, Issue 1. – P. 151–185.
402. Cameron, R. *Banking in the Early Stages of Industrialization: A Study in Comparative Economic History* / R. Cameron, O. Crisp, H. Patrick, R. Tilly. – New York: Oxford University Press, 1967.
403. Caporale, G. M. *Financial Development and Economic Growth : Evidence from Ten New EU Members* / Guglielmo Maria Caporale, Christophe Rault, Robert Sova, Anamaria Sova // *Economics and Finance Working Paper Series*. – Working Paper 09-37 – 2009. – 39 p.
404. Chandler, A. *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business* / Alfred Chandler. – Cambridge, MA: The Belknap Press 1977.
405. Charles, A. A critical assessment of the financialisation process and its impact on the US labour force during the great recession / Aurelie Charles, Giuseppe Fontana // *International Journal of Public Policy*. – 2011. – Vol. 7, Issue 1/2/3. – P. 97–111.
406. Cheng, I. *The Financialization of Commodity Markets* [Electronic resource] / Ing-Haw Cheng, Wei Xiong. – Access : <http://ssrn.com/abstract=2350243>

407. Classification of derivative instrument OTCD001-003 [Electronic resource]. – Access : http://www.fpml.org/_.../pdfEyg9BEZC2w.pdf.
408. Collier, P. Principles of Resource Taxation for Low-Income Countries / Paul Collier // The Taxation of Petroleum and Minerals, ed. Philip Daniel, Michael Keen, and Charles McPherson. – London and New York: Routledge, 2010. – P. 75–86.
409. Coricelli, F. Non-linear growth affects of financial development : Does financial integration matter? [Electronic resource] / Fabrizio Coricelli, Arjana Brezigar Masten, Igor Masten // Journal of International Money and Finance. – Vol. 27, Issue 2. – 2008. – P.295–313. – Access : <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0261560607001325>.
410. Crotty, J. The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and ‘Modern’ Financial Markets on Nonfinancial Corporation Performance in the Neoliberal Era, in Epstein, G. (ed.) / J. Crotty // Financialization and the World Economy. – Northampton, MA : Edward Elgar, 2005. – P. 77–110.
411. Czaplicki, M. The impact of financialization on income inequality [Electronic resource] / Marcin Czaplicki, Paweł Wieprzowski. – 2013. – Access : http://www.eaepeparis2013.com/papers/Full_Paper_Marcin-Czaplicki.pdf.
412. Czaplicki, M. The impact of financialization on income inequality / M. Czaplicki, P. Wieprzowski // Monetary Economics, Finance and Financial Institutions. – 2013. – 23 p.
413. Davis, L. E. Financialization and the nonfinancial corporation: an investigation of firm-level investment behavior in the U.S., 1971-2011 / Leila E. Davis // Working paper 2013-08. – University of Massachusetts, 2013. – 25 p.
414. de Larosière, J. Towards a New Framework for Monetary Policy / Jacques de Larosière // Schuman Report on Europe. – 2011. – Part 2. – P. 55–59.
415. De Nicoló, G. Size, Charter Value and Risk in Banking: An International Perspective / Gianni De Nicolò // FRB International Finance Discussion Paper. Board of Governors of the Federal Reserve System – 2000. – № 689. – 42 p.

416. Deidda, L. Non-linearity between finance and growth / Luca Deidda, Bassam Fattouh // *Economics Letters*. – 2002. – № 74(3). – P. 339–345.

417. Demir, F. Financial Liberalization, Private Investment and Portfolio Choice: Financialization of Real Sectors in Emerging Markets / F. Demir // *Journal of Development Economics*. – 2009. – № 88 (2). – P. 314–324.

418. Demir, F. Macroeconomic uncertainty, private investment and financialization of real sectors in emerging markets: evidence from Argentina, Mexico and Turkey [Electronic resource] / F. Demir. – Access : [http://www.ou.edu/cas/econ/wppdf/macrouncertainty %20fd.pdf](http://www.ou.edu/cas/econ/wppdf/macrouncertainty%20fd.pdf).

419. Did the new French tax on financial transactions influence trading volumes, price levels and/or volatility on the taxed market segment? A trend analysis [Electronic resource]. – Access : http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/other_taxes/financial_sector/effect_french_ftt.pdf

420. Djankov, S. Private credit in 129 countries / Simeon Djankov, Caralee McLiesh, Andrei Shleifer // *Journal of Financial Economics*. – 2007. – № 84 (2). – P. 299–329.

421. Dobbin, F. The Misapplication of Mr. Michael Jensen: How Agency Theory Brought Down the Economy and Why It Might Again / F. Dobbin, J. Jung // *Research in the Sociology of Organizations*. – 2010. – № 30 B. – P. 29–64.

422. Don't blame the physical markets: Financialization is the root cause of oil and commodity price volatility // United Nations Conference on Trade and Development. Policy Brief. – 2012. – № 25. – 4 p.

423. Dore, R. Financialization of the global economy / Ronald Dore // *Industrial and Corporate Change*. – 2008. – Vol. 17, Issue 6. – P. 1097–1112.

424. Dos Santos, P. On the Content of Banking in Contemporary Capitalism / P. Dos Santos // *Historical Materialism*. – 2009. – №17 (2). – P. 180–213.

425. Dow Jones-UBS Commodity Index (Bloomberg Commodity Index) [Electronic resource]. – Access : <http://www.finance.yahoo.com/q?s=DJCIю>

426. Duménil, G. Neoliberalism: The Crime and the Beneficiary / Gérard Duménil, Dominique Lévy // *Review XXV*. – 2002. – P. 393–400.

427. Dvoroková, K. Impact of the Financial Crisis on the Convergence of the Czech Economy with the Euro Area Economy / Kateřina Dvoroková, Jana Kovářová, Monika Šulganová // 13th International conference on finance and banking : Lessons learned from the financial crisis (12–13 October 2011), Ostrava, Czech Republic. – P. 136–149.

428. Ehrenberg, R. Capital & Finance in the Age of the Renaissance. A Study of the Fuggers and Their Connections / Richard Ehrenberg. – Fairfield, NJ: Augustus M. Kelly, 1985. – 390 p.

429. Epstein, G. Financialization and the World Economy / Edited by Gerald A. Epstein. – United Kingdom, Cheltenham, Edward Elgar, 2005. – 456 p.

430. Epstein, G. Financialization, Rentier Interests, and Central Bank Policy, manuscript [Electronic resource] // Department of Economics, University of Massachusetts. – Amherst, MA, 2001. – Access : [http://www.peri.umass.edu %2Ffileadmin %2Fpdf %2Ffinancial %2Ffin_Epstein.pdf](http://www.peri.umass.edu/%2Ffileadmin/%2Fpdf/%2Ffinancial/%2Ffin_Epstein.pdf).

431. Epstein, G. The Rise of Rentier Incomes in OECD Countries: Financialisation, Central Bank Policy and Labour Solidarity [Electronic resource] / Gerald A. Epstein, Arjun Jayadev // Financialization and the World Economy / Edited by Gerald A. Epstein. – United Kingdom, Cheltenham, Edward Elgar, 2005. – P.46–75. – Access : http://www.posgrado.economia.unam.mx/actividades/11/cursos-seccareccia/Epstein_Jayadev2005.pdf.

432. Erturk, I. The Democratisation of Finance? Promises, Outcomes and Conditions / I. Erturk, J. Froud, S. Johal, A. Leaver, K. Williams // Review of International Political Economy. – 2007. – № 14. – P. 553–575.

433. Fatih Öztekin, M. Financial Crises, Financialization of Commodity Markets and Correlation of Agricultural Commodity Index with Precious Metal Index and S&P500 [Electronic resource] / M. Fatih Öztekin, Nadir Öcal. – Access : http://www.erc.metu.edu.tr/menu/sayfa.php?icerik=13_02&lang=eng&nav=yes

434. Favara, G. An Empirical Reassessment of the Relationship between Finance and Growth [Electronic resource] / Giovanni Favara // International

Monetary Fund. Working Paper 03/123. – Washington DC : IMF, 2003. – 47 p. – Access: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp03123.pdf>

435. Fazzari, S. Financing constraints and corporate investment / S. Fazzari, R. Hubbard, B. Peterson // *Brookings Papers on Economic Activity*. – 1988. – Vol. 1. – P. 141–206.

436. Financial Soundness Indicators (FSIs) and the IMF [Electronic resource] / International Monetary Fund. – Access: <http://www.imf.org/external/np/sta/fsi/eng/fsi.htm>

437. Finnerty, J. D. Financial Engineering in Corporate Finance: An Overview / J. D. Finnerty. – *Financial management*, 1988. – 688 p.

438. Fligstein, N. The Transformation of Corporate Control / Neil Fligstein. – Cambridge, MA: Harvard University Press, 1990. – 391 p.

439. Foreign Exchange Rates [Electronic resource]. – Access : http://www.federalreserve.gov/releases/h10/summary/indexn89_b.htm.

440. Foster, J. B. Financialization of Capitalism / John Bellamy Foster // *Monthly Review*. – 2007. – № 11. – P. 8–10.

441. Freeman, R. It's financialization! / R. Freeman // *International Labor Review*. – 2010. – Vol. 149, Issue 2. – P. 163–183.

442. Frenkel, R. Unemployment and the Real Exchange Rate in Latin America / Roberto Frenkel, Jaime Ros // *World Development*. – 2006. – №34 (4). – P. 631–646.

443. Froud, J. Shareholder Value and Financialization: Consultancy Promises, Management Moves / J. Froud, C. Haslam, S. Johal, K. Williams // *Economy and Society*. – 2000. – № 29. – P. 80–110.

444. Galor, O. Income Distribution and Macroeconomics / Oded Galor, Joseph Zeira // *The Review of Economic Studies*. – 1993. – Vol. 60, № 1 – P. 35–52.

445. Goldman Sachs (2013) Annual Report [Electronic resource]. – Access : http://www.goldmansachs.com/s/2013annualreport/assets/downloads/GS_AR13_Complete_Fin.pdf

446. Goldman Sachs Commodity Index (S&P GSCI) [Electronic resource]. – Access : <http://finance.yahoo.com/q/hp?s=GSG&a=06&b=21&c =2006&d =06&e =10&f=2014&g=m>
447. Goldsmith, R. W. Financial Structure and Development / Raymond William Goldsmith. – New Haven, CT: Yale University Press, 1969. – 561 p.
448. Gonzalez, I. Macroeconomic consequences of the U.S. financialisation process: lower capital accumulation, higher unemployment [Electronic resource] / Ignacio Gonzalez, Hector Sala. – 2011. – Access : <http://www.ecap.uab.es/secretaria/trebrecerca/Igonzalez.pdf>.
449. Greenspan, A. Monetary Policy and the Economic Outlook. Testimony Before the Joint Economic Committee [Electronic resource] / A. Greenspan // U.S. Congress (June 17, 1999). – Access : <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/testimony/1999/19990617.htm>.
450. Greenwood, J. Financial Development, Growth, and the Distribution of Income / Jeremy Greenwood, Boyan Jovanovic // Journal of Political Economy. – 1990. – Vol.98, Issue 5, P.1. – P. 1076–1107.
451. Greider, W. One World, Ready or Not: The Manic Logic of Global Capitalism / W Greider. – New York, Simon and Schuster, 1997. – 397 p.
452. Guidelines for semi-annual OTC derivatives statistics [Electronic resource]. – Access : http://www.scb.se/Statistik/FM/FM5001/_dokument/Uppgiftslamnare/BIS-derivat/Guidelines-BIS-Derivat.pdf.
453. Gurley, J. G. Financial Aspects of Economic Development / J. G. Gurley, E. S. Shaw // American Economic Review. – 1955. – № 45. – P. 515–538.
454. Halland, H. Resource-Backed Investment Finance in Least Developed Countries / H. Halland, O. Canuto // Poverty reduction and economic management (prem) network. – 2013. – № 123. – P. 1–7.
455. Haruna, M. A. Financialization and economic growth in Nigeria: a Granger causality test / M. A. Haruna // International Journal of Advanced Research in Management and Social Sciences. – 2012. – Vol. 1, № 2. – P. 161–179.

456. Hayek, F. Profits, Interest, and Investment / F. Hayek // Profits, Interest and Investment, and other Essays on the Theory of Industrial Fluctuations. – London: George Routledge and Sons, 1939. – P. 3–71.

457. Hein, E. Finance-dominated Capitalism and Redistribution of Income: A Kaleckian Perspective / Eckhard Hein // The Levy Economics Institute Working Paper. – 2013. – № 746. – 39 p.

458. Henderson, B. New Evidence on the Financialization of Commodity Markets [Electronic resource] / Brian J. Henderson, Neil D. Pearson, Li Wang. – Access : <http://ssrn.com/abstract=1990828>

459. High commodity prices and volatility what lies behind the roller coaster ride? : Agriculture Markets Brief. – European Commission Agriculture and Rural Development. – 2011. – № 1. – 11 p.

460. Hilferding, R. Finance Capital. A Study of the Latest Phase of Capitalist Development / Rudolf Hilferding // Ed. Tom Bottomore. – London: Routledge & Kegan Paul, 1981. – 162 p.

461. Hymer, S. The Multinational Corporation and the Law of Uneven Development / Stephen Hymer // J. N. Bhagwati, ed., Economics and World Order. – New York: Macmillan, 1972. – P. 113–120.

462. Ilzetzki, E. Exchange Rate Arrangements into the 21st Century: Will the Anchor Currency Hold? / Ethan Ilzetzki, Carmen Reinhart, Kenneth Rogoff // University of Maryland and Harvard University, manuscript. – Cambridge, MA, 2008.

463. International Monetary Fund Global Financial Stability Report. Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness. – Washington: International Monetary Fund, 2007. – 179 p.

464. International Monetary Fund, World Economic Outlook Database (2014) [Electronic resource]. – Access : <http://elibrary-data.imf.org/DataExplorer.aspx>.

465. International standards for derivatives market intermediary regulation : Final Report (CPSS, IOSCO, 2012) [Electronic resource]. – Access : <http://www.iosco.org/library/.../pdf/IOSCOPD381.pdf>.

466. Irwin, S. H. Financialization and Structural Change in Commodity Futures Markets / Scott H. Irwin, Dwight R. Sanders // *Journal of Agricultural and Applied Economics*. – 2012. – Vol. 44, Issue 3. – P. 371–396.

467. Irwin, S. H. The Impact of Index and Swap Funds in Commodity Futures Markets / Scott H. Irwin, Dwight R. Sanders // *A Technical Report Prepared for the Organization for Economic Co-Operation and Development (OECD)*. – 2010. – Vol. 3, Issue 30. – P. 69–70.

468. Jeanneney, S. Financial Development, Financial Instability and Poverty / Sylviane Guillaumont Jeanneney, Kangni Kpodar // *CERDI Etudes et Documents*. – 2006. – №7. – 35 p.

469. Kelles-Viitanen, A. Identifying Critical Moments and Opportunities to influence Global Social Policy [Electronic resource] / Anita Kelles-Viitanen // *Global Social Policy Forum. New Directions for Social Policy - towards sustainable development*. – 2013. – 11 p. – Access : http://www.thl.fi/documents/189940/275608/GSP_19_KellesViitanen_presentation.pdf.

470. Kettering K. Securitization and Its Discontents: The Dynamics of Financial Product Development / Kenneth C. Kettering // *Cardozo Law Review*. – 2008. – Vol. 29. – P. 1553–1728.

471. Key facts about the City of London and the «Square Mile». The City of London Corporation [Electronic resource]. – Access : <http://www.cityoflondon.gov.uk/about-the-city/who-we-are/Pages/key-facts.aspx>

472. Khan, M. S. Financial Development and Economic Growth: An Overview / Mohsin S. Khan, Abdelhak S. Senhadji // *International Monetary Fund. – Working Paper 00/209* – 2000. – 23 p.

473. King, R. G. Finance and growth: Schumpeter might be right / Robert G. King, Ross Levine // *The Quarterly Journal of Economics*. – 1993. – № 108 (3). – P. 717–737.

474. Kireyev, A. Liberalization of Trade in Financial Services and Financial Sector Stability: Analytical Approach / A. Kireyev // *International Monetary Fund. – Working Paper 02/138* – 2002. – 37 p.

475. Korneyev, M. V. The «soap bubbles» and disbalances of financial resources motion in the sectors of economy / M. V. Korneyev, A.A. Chorny // Theoretical aspects of finansialisation and cross-border integration cooperation in the conditions of global economy : monograph / [M. V. Korneyev, V. V. Makedon, A.A. Chorny and other]. – United Kingdom, Sheffield, 2015. – P. 30–44.

476. Korneyev, M. V. The financial sector in terms of transition to the financial economy / M. V. Korneyev // Оралдын ғылым жаршысы. – Қазақстан, 2014. – №28 (107). – P. 5–11.

477. Korneyev, M. V. The modeling of disbalances influence of motion of financial resources on social indexes of economy development / M.V. Korneyev // Nauka i studia. Ekonomiczne nauki. – Przemysł, 2015. – №8 (139) – P. 58–62.

478. Korneyev, M. V. The resource flows in the transition to financial economics / M. V. Korneyev // News of Science and Education. – England, 2014. – №16 (16). – P. 51–56.

479. Korneyev, M. V. The theoretical and methodological principles of activity and modeling the development of the entities of the financial and real sectors of the economy / M. V. Korneyev, V. V. Makedon // Středoevropský věstník pro vědu a výzkum. – Praha, 2014. – №8 (10). – P. 5–10.

480. Korneyev, M. V. The use of synergistic approaches in research of financial sector development / M. V. Korneyev // Středoevropský věstník pro vědu a výzkum. – Praha, 2013. – № 1. – P. 12–18.

481. Korneyev, M. V. Peculiarities of industrial and post-industrial economic systems within the transition to financial economics / M. V. Korneyev, V. V. Makedon // Фінансово-економічні та соціальні чинники розвитку міжнародних відносин : збірник матеріалів Міжнародної науково-практичної конференції. У 4-х ч. – Київ, 2014. – Ч.4. – С. 101–104.

482. Korneyev, M. V. Bases of consolidation of financial flows in economic systems / M.V. Korneyev // Актуальні проблеми соціально-економічного розвитку : матеріали XII Міжнародної науково-практичної конференції. – Чернівці, 2014. – С. 28–30.

483. Korneyev, M. V. Influence of financial sector entities on implementation of individual components in financial policies / M.V. Korneyev // *Економічні підсумки 2013 року: проблеми, перспективи, ефективність: матеріали Міжнародної науково-практичної конференції*. – Одеса, 2013. – С. 124–127.

484. Korneyev, M. V. Pre-crisis and post-crisis trends in the financial sector / M.V. Korneyev // *CIS: history, today, prospects. International Conference*. – Sheffield, UK, 2013. – P. 39–41.

485. Korneyev, M.V. Directions of open intermediation development under the conditions of gradual transition to financial economy / M.V. Korneyev // *Сучасні тенденції в економіці та управлінні: новий погляд : збірник матеріалів V Міжнародної науково-практичної конференції / Східноукраїнський інститут економіки та управління. У 2-х частинах*. – Донецьк, 2014. – Ч. 2. – С. 20–23.

486. Korneyev, M.V. Features of interaction between financial and real sectors of economy / M.V. Korneyev // *Бъдещето въпроси от света на науката – 2013: материали за 9-а международна научна практична конференция*. – Т. 3. *Икономики*. – София : «Бял ГРАД-БГ» ООД, 2013. – P. 96–99.

487. Korneyev, M.V. Specificity of financial flows movements in the finance market / M.V. Korneyev // *Vědecký průmysl evropského kontinentu – 2013 : materiály IX mezinárodní vědecko - praktická konference*. – Díl 3. *Ekonomické vědy*. – Praha: Publishing House «Education and Science» s.r.o., 2013. – P.29–32.

488. Korneyev, M.V. The theoretical and methodical bases of financial and real sectors study in conditions of the transition to financial economy / M.V. Korneyev // *Dynamika naukowych badan – 2014: materiały X Międzynarodowej naukowo-praktycznej konferencji*. – Vol. 3. *Ekonomiczne nauki*. – Przemysł, 2014. – P. 39–42.

489. Kremer, M. Globalization and Inequality [Electronic resource] / Michael Kremer, Eric Maskin. – 29 p. – Access : <http://www.hse.ru/data/624/768/1238/Maskin.pdf>.

490. Kremp, P. Bubble and Inequality: Financialization, Diffusion and Portfolio Returns of US Households, 1989–2005 / Pierre-Antoine Kremp // Working paper, presented at the Dublin Workshops on Financialisation, Consumption, and Social Welfare Politics (May 24–26, 2012). – Dublin, 2012.

491. Krippner, G. The Financialization of the American Economy / Greta Krippner // *Socio-Economic Review*. – 2005. – Vol. 3, Issue 2. – P. 173–208.

492. Krippner, G. What is Financialization? / Greta Krippner // mimeo, Department of Sociology, UCLA, 2004.

493. Kuh, E. Acceleration and related theories of investment: an empirical inquiry / E. Kuh, J. Meyer // *Review of Economics and Statistics*. – 1957. – Vol. 38, № 3. – P. 217–230.

494. Kus, B. Financialization and Income Inequality in OECD Nations: 1995–2007 / Basak Kus // *The Economic and Social Review*. – 2012. – Vol. 43, № 4. – P. 477–495.

495. Kuznets, S. Economic Growth and Income Inequality / S. Kuznets // *American Economic Review*. – 1955. – Vol. 45. – P. 1–28.

496. Landes, D. The Structure of Enterprise in the Nineteenth Century / David S Landes // *The Rise of Capitalism*. – New York: Macmillan, 1966.

497. Lane, T. Financing Commodity Markets / Lane Timothy // Remarks to the CFA Society of Calgary. – Canada: Alberta, 2012. – P. 1–3.

498. Lapavistas, C. Financialised Capitalism: Crisis and Financial Expropriation // *Historical Materialism*. – 2009. – №17 (2). – P. 114–148.

499. Lazonick, W. Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance / W. Lazonick, M. O’Sullivan // *Economy and Society*. – 2000. – Vol. 29, № 1. – P. 13–35.

500. Leiva, F. Financialization in the Americas: Evidence and Consequences / Fernando I. Leiva, Stanley Malinowitz // Meeting of the Latin American Studies Association, Montreal. Panel ECO 043 Liberalization: External and internal constraints. – 20 p.

501. Leonov, S. World financial crisis and Ukraine / Serhiy Leonov, Tetiana Vasil'eva, Lyudmyla Ostapenko // World financial crisis: causes, consequences, ways of overcoming / Under the editorship of Serhiy Kozmenko, Tetyana Vasil'eva. – Sumy: Business Perspectives, 2009. – P 122–148.

502. Levine, R. Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better? / Ross Levine // Journal of Financial Intermediation. – 2002. – Vol. 11, Issue 4. – P. 398–428.

503. Levine, R. Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes / Ross Levine, Norman Loayza, Thorsten Beck // Journal of Monetary Economics. – 2000. – № 46. – P. 31–77.

504. Levine, R. Stock markets, banks, and economic growth / Ross Levine, Sara Zervos // The American Economic Review. – 1998. – № 88 (3) – P. 537–558.

505. Li, J. Foreign Direct Investment in Natural Resource Industries in Africa: Chinese versus Western Models [Electronic resource] / Jing Li, Aloysius Newenham-Kahindi, Daniel M. Shapiro, Victor Z. Chen. – Access : http://business.sfu.ca/jack-austin-centre/wp-content/uploads/2011/09/Working-paper-China_investment_in_Africa.pdf.

506. Love, I. Financial development and financing constraints: international evidence from the structural investment model / Inessa Love // The Review of Financial Studies. – 2003. – Vol. 16, Issue 3. – P. 765–791.

507. Lucas, R.E. On the Mechanics of Economic Development / R. E. Lucas // Journal of Monetary Economics. – 1988. – Vol. 22. – P. 3–42.

508. Magdoff, H. Stagnation and the Financial Explosion / Harry Magdoff, Paul M. Sweezy. – New York: Monthly Review Press, 1987.

509. Makedon, V. Improving methodology of estimating value of financial sector entities dealing in mergers and acquisitions / Vyacheslav Makedon, Maxim Korneyev // Investment Management and Financial Innovations. – 2014. – Vol. 11, Issue 1. – P. 44–55.

510. Makedon, V. V. Study of the substance, the mechanics, and the convergence of financial and real sectors / V. V. Makedon, M. V. Korneyev //

Financial and real sectors of economy: convergence and prospects of development : monograph / V. V. Makedon, M. V. Korneyev. – United Kingdom, Sheffield, 2013. – P 5–12.

511. Market Capitalization, Indexes: Time series of the World Federation of exchanges [Electronic resource]. – Access : <http://www.world-exchanges.org/statistics/time-series>

512. Martines, L. Power and Imagination. City-States in Renaissance Italy / Lauro Martines. – Baltimore, MD : The Johns Hopkins University Press, 1988.

513. McKinnon, R. I. Money and Capital in Economic Development / R. I. McKinnon. – Washington, D. C. : Brookings Institution, 1973. – 177 p.

514. McNally, R. A Crude Predicament: The Era of Volatile Oil Prices / Robert McNally, Michael Levi // US Foreign Affairs. – 2011. – Vol. 90, № 4. – 6 p.

515. Menkhoff, L. Financial Market Drift: Decoupling of the Financial Sector from the Real Economy? / L. Menkhoff, N. Tolksdorf. – Berlin: Springer, 2001.

516. Mensch, G. Stalemate in Technology / Gerhard Mensch. – Cambridge, MA: Ballinger 1979.

517. Milberg, W. Shifting sources and uses of profits: sustaining US financialization with global value chains / William Milberg // Economy and Society. – 2008. – №37 (3). – P.420–451.

518. Milward, A. The Economic Effects of the Two World Wars on Britain / Alan S. Milward. – London: Macmillan, 1970.

519. Mises, L. v. The Austrian Theory of the Trade Cycle / L. v. Mises // R. E. Ebeling (Ed) The Austrian Theory of the Trade Cycle and Other Essays, Auburn. – Ala.: Ludwig von Mises Institute, 1996.

520. Ndikumana, L. Debt service, financing constraints, and fixed investment: evidence from panel data / Léonce Ndikumana // Journal of Post Keynesian Economics. – 1999. – Vol. 21, № 3. – P. 455–478.

521. Ndikumana, L. Financial development, financial structure, and domestic investment: international evidence [Electronic resource] / Léonce Ndikumana. –

Access : http://scholarworks.umass.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1089&context=econ_workingpaper.

522. Neal, L. *The Rise of Financial Capitalism: International Capital Markets in the Age of Reason* / Larry D. Neal. – Cambridge, U.K.: Cambridge University Press, 1990. – 278 p.

523. North, D. *Institutions, Institutional Change and Economic Performance* / Douglass C. North. – Cambridge, U.K.: Cambridge University Press, 1991. – 159 p.

524. Official site of Private Participation in Infrastructure Database [Electronic resource]. – Access : <http://ppi.worldbank.org/index.aspx>.

525. Official site of The Global Economy [Electronic resource]. – Access : <http://www.theglobaleconomy.com>

526. Oi, W. *Labor as a Quasi-Fixed Factor* / Walter Oi // *Journal of Political Economy*. – 1962. – №70 (6). – P. 538–555.

527. Orhangazi, O. *Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973–2003* / Özgür Orhangazi // *Cambridge Journal of Economic*. – 2008. – №32 (6). – P. 863–886.

528. Orhangazi, Ö. *Financialization and the US Economy* / Özgür Orhangazi. – Northampton, Massachusetts: Edward Elgar Publishing, 2008. – 176 p.

529. OTC derivatives market activity [Electronic resource]. – Access: http://www.bis.org/publ/otc_hy0905.pdf.

530. OTC Derivatives Market Reforms Seventh Progress Report on Implementation [Electronic resource]. – Access : <http://www.financialstabilityboard.org/publications/2014/04/08/20140408.pdf>.

531. Palley, T. I. *Financialization: What It Is and Why It Matters* / Thomas I. Palley // *The Levy Economics Institute Working Paper*. – 2007. – № 525. – 31 p.

532. Palley, T. I. *Financialization: The Economics of Finance Capital* / Thomas I. Palley. – Domination Palgrave Macmillan, 2013. – 234 p.

533. Petroleum & other liquids [Electronic resource]. – Access : http://www.eia.gov/dnav/pet/pet_pri_spt_s1_d.htm.

534. Phillips, K. *Arrogant Capital: Washington, Wall Street, and the Frustration of American Politics* / K. Phillips. – New York: Little, Brown, and Company, 1996. – 320 p.

535. Phillips, K. *Wealth and Democracy: A Political History of the American Rich* / K. Phillips. – New York, Broadway Books, 2003. – 473 p.

536. Pirrong, C. *Still No Theory. Still No Evidence* [Electronic resource] / Craig Pirrong // Streetwise Professor. – 2011. – Access : <http://streetwiseprofessor.com/?p=4991>.

537. *Price formation in financialized commodity markets : The role of information.* – United Nations Conference on Trade and Development, 2011. – 81 p.

538. *Price Volatility in Food and Agricultural Markets : Policy Responses: Policy Report* / FAO, IFAD, IMF, OECD, UNCTAD, WFP, the World Bank, the WTO, IFPRI and the UN HLTF. – 2011. – 22 p.

539. *Quarterly review 1998–2014* [Electronic resource] // Bank for International Settlements. – Access : <http://www.bis.org/statistics>.

540. Ram, R. *Financial development and economic growth : Additional evidence* / Rati Ram // *Journal of Development Studies*. – 1999. – № 35 (4). – P. 164–174.

541. *Recent Developments In Key Commodity Markets: Trends and Challenges (UNCTAD)* [Electronic resource]. – Geneva, 2012. – Access : http://www.unctad.org/en/docs/cimem2d7_en.pdf

542. *Regular OTC Derivatives Market Statistics* [Electronic resource]. – Access : http://www.bis.org/publ/otc_hy0105.htm.

543. Rekunen, I. *The Ukrainian usage effect of the finance market self-regulation* / Igor Rekunen // *Corporate ownership & control*. – 2011. – № 2 (8). – P. 131–134.

544. Rioja, F. *Does one size fit all? : a reexamination of the finance and growth relationship* / Felix Rioja, Neven Valev // *Journal of Development Economics*. – 2004. – № 74. – P. 429–447.

545. Robinson, J. The Generalization of the General Theory and other essays / Joan Robinson. – London: Palgrave Macmillan, 1980. – 170 p.

546. Rogoff, K. Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes / Kenneth S. Rogoff, Aasim M. Husain, Ashoka Mody, Robin Brooks, Nienke Oomes // International Monetary Fund. Working Paper 03/243. – 2003. – P.59–60.

547. Rose, P.S. Financial Institutions / Peter S. Rose, Donald R. Fraser . – Plano, Texas : Business Publication, 1988. – P. 6–18.

548. Rosner, B. The Impact of Financial Development on Poverty in Developing Countries [Electronic resource] / Benjamin N. Rosner // Undergraduate Journal of Economics. – 2010. – Access : <http://www.uclaeconjournal.com/issues/w10/4.pdf>.

549. Rousseau, P. Inflation thresholds and the finance-growth nexus / Peter L. Rousseau, Paul Wachtel // Journal of International Money and Finance. – 2002. – № 21 (6). – P. 777–793.

550. Rousseau, P. L. Emerging Financial Markets and Early U.S. Growth [Electronic resource] / Peter L. Rousseau, Richard Sylla // National Bureau of Economic Research. Working Paper. – 1999. – № 7448. – 54 p. – Access : <http://www.nber.org/papers/w7448.pdf>

551. Rousseau, P. L. Financial Systems, Economic Growth, and Globalization [Electronic resource] / Peter L. Rousseau, Richard Sylla // National Bureau of Economic Research. Working Paper. – 2001. – № 8323. – 51 p. – Access : <http://www.nber.org/papers/w8323.pdf>

552. Rousseau, P. L. Historical perspectives on financial development and economic growth [Electronic resource] / Peter L. Rousseau // National Bureau of Economic Research. Working Paper. – 2002. – № 9333. – 47 p. – Access : <http://www.nber.org/papers/w9333.pdf>

553. Rubin, R. In an Uncertain World: Tough Choices from Wall Street to Washington / Robert Rubin, Jacob Weisberg. – New York: Random House, 2004. – 472 p.

554. Sanders, D. R. Futures Imperfect [Electronic resource] / Dwight R. Sanders, Scott H. Irwin // New York Times. – 2008. – Access : http://www.nytimes.com/2008/07/20/opinion/20irwinsanders.html?pagewanted=all&_r=0.

555. Saul, S. B. Studies in British Overseas Trade 1870–1914 / S. B. Saul. – Liverpool: Liverpool University Press, 1960. – 246 p.

556. Schumpeter, J. A. Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung. Leipzig: Dunker & Humblot, 1912 / Joseph A. Schumpeter // The Theory of Economic Development, translated by R. Opie. – Cambridge, MA: Harvard University Press, 1934.

557. Shen, C. H. Same financial development yet different economic growth – why? / Chung-Hua Shen, Chien-Chiang Lee // Journal of Money, Credit and Banking. – 2006. – № 38 (7). – P. 1907–1944.

558. Shiller, R. Irrational Exuberance / Robert Shiller. – New York: Broadway Books, 2nd Edition, Princeton University Press, 2005. – 336 p.

559. Skypala, P. Enthusiasm wanes as regulators sharpen focus [Electronic resource] / Pauline Skypala // Financial Times. – 2012. – Access : <http://www.ft.com/cms/s/0/5a807cd8-38a9-11e2-981c-00144feabdc0.html>.

560. Smithin, J. Macroeconomic Policy and the Future of Capitalism: The Revenge of the Rentiers and the Threat to Prosperity / John Smithin. – Aldershot: Edward Elgar, 1996. – 150 p.

561. Songwe, V. From Bottom Billion to Top Trillion: Using Commodity-Backed Securities to Support the Future of Africa's Resource Economies [Electronic resource] / V. Songwe. – Access : <http://www.brookings.edu/research/opinions/2013/04/17-future-africa-resource-economies-songwe>.

562. Spilimbergo, A. Income Distribution, Factor Endowments, and Trade Openness / A. Spilimbergo, J. L. Londono, M. Szekely // Journal of Development Economics. – 1999. – Vol. 59. – P. 77–101.

563. Stiglitz, J. E. Financial market and Development / J.E. Stiglitz // Oxford Review Economic Policy. – 1989. – Vol. 5 (4). – P.55–68.

564. Stockhammer, E. Financialisation and the slowdown of accumulation / Engelbert Stockhammer // Cambridge Journal of Economics. – 2004. – Vol. 28, № 5. – P. 719–741.

565. Stockhammer, E. Financialization and the Global Economy [Electronic resource] / Engelbert Stockhammer // Political Economy Research Institute. University of Massachusetts Amherst. Working Paper. – 2010. – № 240. – 17 p. – Access : http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working_papers/working_papers_201-250/WP240.pdf

566. Stockhammer, E. The rise of European unemployment: A synopsis / Engelbert Stockhammer // Political Economy Research Institute. University of Massachusetts Amherst. Working Paper. – 2004. – № 76. – 36 p.

567. System of National Accounts 2008 (2008 SNA) [Electronic resource] // United Nations Statistics Division. – Access : <http://unstats.un.org/unsd/nationalaccount/sna2008.asp>

568. Tang, K. Index Investment and Financialization of Commodities / Ke Tang, Wei Xiong // Financial Analysts Journal. – 2012. – Vol. 68, № 6 – P. 54–74.

569. Task Force on Commodity Futures Markets: Final Report / Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO). – 2009. – P. 7–10.

570. Tax Contribution of the Financial Sector [Electronic resource] / European Commission. Taxation and Customs Union. – Access : http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/other_taxes/financial_sector/fact_sheet/tax-contribution-fin-sector.pdf

571. The Financial Instability Hypothesis / Hyman P. Minsky // The Jerome Levy Economics Institute of Bard College. Working Paper. – 1992. – № 74. – 10 p.

572. The Global Financial Centres Index (GFCI) [Electronic resource]. – Access : <http://www.zyen.com/research/gfci.html>.

573. Thiel, M. Finance and economic growth – a review of theory and the available evidence [Electronic resource] / Michael Thiel // Directorate General for Economic and Financial Affairs, European Economy. Economic Paper. – 2001. – №

158. – 50 p. – Access : http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication_summary890_en.htm.

574. Tobin, J. The Macroeconomics of Savings, Finance and Investment / James Tobin // Comment in R.Pollin (ed.). – Ann Arbor: University of Michigan Press, 1997. – P. 1–8.

575. Tomaskovic-Devey, D. Income Dynamics, Economic Rents and the Financialization of the US Economy / Donald Tomaskovic-Devey, Ken-Hou Lin // American Sociological Review. – 2011. – Vol. 76, № 4. – P. 538–559.

576. Tomlinson, B. R. India and the British Empire, 1880–1935 / B. R. Tomlinson // The Indian Economic and Social History Review. – 1975. – № 12 (4). – P. 337–380.

577. Tornell, A. Real vs. financial investment: can Tobin taxes eliminate the irreversibility distortion? / Aaron Tornell // Journal of Development Economics. – 1990. – № 32. – P. 419–444.

578. Turner, A. The Oil Trading Markets 2003 – 2010: Analysis of market behaviour and possible policy responses / Adair Turner, Jon Farrimond, Jonathan Hill // The Oxford Institute for Energy Studies. – University of Oxford, 2011. – № 27. – P. 33–67.

579. United Nations Conference on Trade and Development. Time Series on Inward and Outward Foreign Direct Investment Flows, Annual, 1970–2012, Data Compiled by the Financial Times (August 19, 2013), Offshore Centres Race to Seal Africa Investment Tax Deals [Electronic resource]. – Access : www.ft.com/intl/cms/s/0/64368e44-08c8-11e3-ad07-00144feabdc0.html

580. United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD, 2003). Trade and Development Report: Capital Accumulation, Growth and Structural Change, United Nations, Geneva and New York [Electronic resource]. – Access : http://unctad.org/en/docs/tdr2003_en.pdf.

581. Van Arnum, B. M. Financialization and Income Inequality in the United States, 1967–2010 / Bradford M. Van Arnum, Michele I. Naples // American Journal of Economics and Sociology. – 2013. – Vol. 72, Issue 5. – P. 1158–1182.

582. Van der Zwan, N. Making sense of financialization / Natascha Van der Zwan // *Socio-Economic Review*. – 2014. – № 12. – P. 99–129.

583. Van Treeck, T. Reconsidering the investment-profit nexus in finance-led economies: an ARDL-based approach / Till Van Treeck // *Metroeconomica*. – 2008. – Vol. 59, Issue 3. – P. 371–404.

584. Wälde, K. Optimal Saving under Poisson Uncertainty [Electronic resource] / Klaus Wälde // *Journal of Economic Theory*. – 1999. – Vol. 87. – P. 194–217. – Access : <http://www.waelde.com/pdf/KW99JET.pdf>

585. Walter, A. World Power and World Money. The Role of Hegemony and International Monetary Order / Andrew Walter. – New York: St Martin's Press, 1991. – 273 p.

586. Williams, K. From Shareholder Value to Present-Day Capitalism / K. Williams // *Economy and Society*. – 2000. – № 29. – P. 1–12.

587. Williams, O. M. Issues Involving the Use of the Futures Markets to Invest in Commodity Indexes / Orice M. Williams // Letter Prepared by the United States Government Accountability Office (GAO). – 2009. – P. 5–6.

588. World Economic Outlook: Financial Stress, Downturns, and Recoveries: World Economic and Financial Studies. – International Monetary Fund, 2008. – 321 p.

589. World Federation of Exchanges / International Options Market Association Derivatives Market Survey (2012) / Romain Devai, Grégoire Naacke. – 2013. – 61 p.

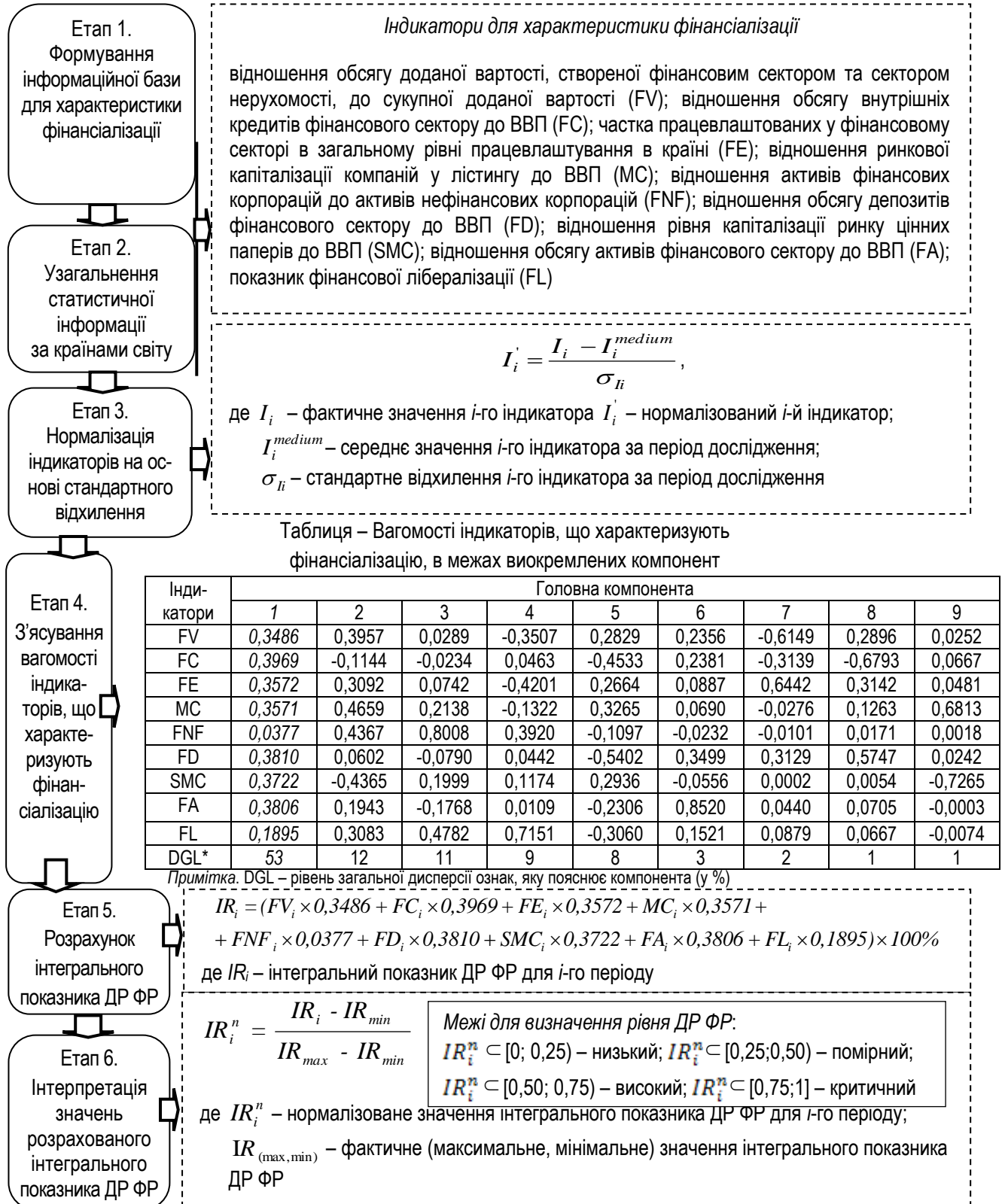
590. Yeldan, A. The Impact of Financial Liberalization and the Rise of Financial Rents on Income Inequality The Case of Turkey / A. Erinc Yeldan // The United Nations University. World Institute for Development Economics Research. Working Papers. – 2000. – № 206. – 39 p.

ДОДАТКИ

- Додаток А Алгоритм визначення інтегрального показника дисбалансів руху фінансових ресурсів в умовах фінансіалізації економіки
- Додаток Б Кореляційний аналіз між інтегральним показником дисбалансів руху фінансових ресурсів та індикаторами фінансової стійкості
- Додаток В Результати моделювання впливу фінансіалізації, нагромадження капіталу на рівень безробіття в США науковцями І. Гонзалезом та Г. Сала
- Додаток Д Алгоритм визначення залежності між дисбалансами руху фінансових ресурсів та інвестиційними потоками в економіці
- Додаток Ж Визначення залежностей між індикаторами дисбалансів руху фінансових ресурсів та інвестиційними потоками в економіці (для країн Східної Європи)
- Додаток З Визначення залежностей між індикаторами дисбалансів руху фінансових ресурсів та інвестиційними потоками в економіці (для України)
- Додаток К Створення та обґрунтування переліку найбільш дієвих для економіки інструментів державного регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів
- Додаток Л Акти та довідки про впровадження результатів дослідження в практичну діяльність органів державного управління, суб'єктів фінансового та реального секторів економіки, у навчальний процес вищих навчальних закладів

Додаток А

Алгоритм визначення інтегрального показника
дисбалансів руху фінансових ресурсів в умовах фінансіалізації економіки



Додаток Б

Кореляційний аналіз між інтегральним показником дисбалансів руху фінансових ресурсів та індикаторами фінансової стійкості

Таблиця Б.1 – Результати кореляційного аналізу між інтегральним показником дисбалансів руху фінансових ресурсів та основними ІФС для докризового і посткризового періодів (17 країн)

Індикатор фінансової стійкості	Австралія	Казахстан	Бразилія	Канада	Китай	Франція	Грузія	Німеччина	Індія	Індонезія	Італія	Японія	Корея	Мексика	Філіппіни	Польща	Російська Федерація
Співвідношення регулятивного капіталу до зважених за ризиком активів	-0,354	-	-0,193	0,994	-	-0,768	-0,462	-	-	0,943	0,883	-	-	-	-	-	-
	-0,041	-0,911	0,141	0,006	-0,718	0,823	-0,999	-0,460	0,943	-0,952	0,985	-0,546	-0,408	0,785	0,893	0,306	0,681
Співвідношення регулятивного капіталу 1 рівня до зважених за ризиком активів	-0,562	-	-0,940	0,969	-	-0,373	-0,446	-	-	0,980	-0,865	-	-	-	-	-	-
	-0,871	-0,894	-0,169	0,105	-0,540	0,665	-0,879	-0,317	0,959	-0,931	0,991	-0,613	0,115	0,723	0,858	0,367	0,691
Співвідношення недіючих кредитів без урахування резервів до капіталу	-0,267	-	0,381	-0,980	-	-0,895	0,053	-0,570	-	0,276	-0,266	-	-	-	-	-	-
	0,128	0,868	0,145	0,479	0,904	-0,125	-0,299	0,561	-0,782	-0,695	0,944	0,671	0,106	-0,814	-0,822	-0,442	0,424
Співвідношення недіючих кредитів до сукупних валових кредитів	-0,270	-	-0,798	-0,915	-	-0,880	-0,222	-0,671	-	0,482	-0,737	-	-	-	-	-	-
	0,596	-0,507	0,067	0,425	0,958	0,005	-0,759	0,553	-0,432	-0,665	0,991	0,649	-0,409	-0,738	-0,747	0,368	0,671
Співвідношення кредитів за секторами економіки до сукупних валових кредитів																	
Частка в сукупних валових кредитах: Резиденти	0,317	-	0,861	0,908	-	-	0,019	-0,767	-	0,188	-0,741	-	-	-	-	-	-
	0,461	-0,782	-0,148	-0,570	0,943	-	-0,608	-0,660	0,878	-0,082	0,751	0,620	0,075	-	0,969	0,922	0,461
Частка в сукупних валових кредитах: Депозитні корпорації	-0,479	-	0,668	-0,710	-	-	-0,762	-0,374	-	0,357	0,486	-	-	-	-	-	-
	0,821	-0,757	0,147	0,525	-0,433	-	0,689	-0,132	-0,966	-0,593	-0,110	-0,740	-0,956	-	-0,475	0,951	-0,276
Частка в сукупних валових кредитах: Центральний банк	-0,557	-	0,022	-	-	-	-	0,821	-	-	0,307	-	-	-	-	-	-
	-0,386	-	0,305	-	0,808	-	-	-0,524	-0,002	-0,071	0,144	-	-0,715	-	-0,665	0,227	-
Частка в сукупних валових кредитах: Інші фінансові корпорації	0,492	-	-0,509	-0,488	-	-	-	0,827	-	-0,929	-0,746	-	-	-	-	-	-
	-0,109	0,189	0,017	-0,012	-0,878	-	-	-0,653	-0,071	0,893	0,237	0,482	0,574	-	0,605	0,454	-0,508
Частка в сукупних валових кредитах: Сектор загального державного управління	-0,395	-	-0,585	-0,164	-	-	-0,481	-0,850	-	0,763	-0,867	-	-	-	-	-	-
	0,981	0,113	0,533	0,171	-	-	0,365	-0,135	0,220	-0,103	-0,830	-0,739	0,409	-	0,688	-0,147	-0,342

Продовження додатку Б

Продовження табл. Б.1

Індикатор фінансової стійкості	Австралія	Казахстан	Бразилія	Канада	Китай	Франція	Грузія	Німеччина	Індія	Індонезія	Італія	Японія	Корея	Мексика	Філіппіни	Польща	Російська Федерация
Частка в сукупних валових кредитах: Нефінансові корпорації	0,725	-	0,084	-0,833	-	-	0,250	0,212	-	-0,787	-0,661	-	-	-	-	-	-
	0,198	-0,921	-0,341	0,264	0,704	-	-0,715	0,610	0,343	-0,970	0,010	0,745	-0,983	-	0,891	-0,672	0,573
Частка в сукупних валових кредитах: Інші сектори-резиденти	-0,518	-	0,462	0,954	-	-	-0,015	-0,838	-	0,671	-0,634	-	-	-	-	-	-
	-0,392	0,928	0,110	-0,753	-0,766	-	0,487	0,168	0,756	0,738	0,577	0,523	0,891	-	-0,529	0,355	-0,281
Частка в сукупних валових кредитах: Нерезиденти	-0,317	-	-0,861	-0,908	-	-	-0,019	0,767	-	-0,188	0,741	-	-	-	-	-	-
	-0,461	0,782	0,148	0,570	-0,943	-	0,608	0,660	-0,878	0,082	-0,751	-0,620	-0,075	-	-0,969	-0,922	-0,461
Норма прибутку на активи	0,110	-	0,666	0,921	-	-0,098	-0,323	-0,879	-	0,727	-0,235	-	-	-	-	-	-
	-0,813	-0,839	-0,576	0,211	-0,965	-0,086	0,867	-0,945	0,714	0,438	-0,576	-0,040	0,540	-0,865	0,795	-0,156	-
Норма прибутку на капітал	0,632	-	0,635	0,824	-	0,123	-0,141	-0,905	-	0,791	-0,388	-	-	-	-	-	-
	-0,789	-0,831	-0,741	0,448	-0,972	-0,175	0,855	-0,949	-0,752	-0,774	-0,550	0,119	0,623	-0,970	0,003	-0,222	-
Співвідношення процентної маржі до валового доходу	-0,187	-	-0,223	-0,920	-	-0,402	0,113	0,875	-	0,648	0,770	-	-	-	-	-	-
	-0,952	0,424	0,068	-0,037	0,899	-0,230	-0,196	-0,265	-0,262	-0,559	-0,891	0,079	-0,900	0,851	-0,721	-0,388	-
Співвідношення непроцентних витрат до валового доходу	0,239	-	0,386	-0,756	-	0,075	0,165	0,920	-	0,224	0,442	-	-	-	-	-	-
	0,860	-0,422	0,855	-0,142	0,935	0,298	-0,903	0,735	0,467	0,952	0,446	-0,557	-0,355	0,739	-0,547	0,045	-
Співвідношення ліквідних активів до сукупних активів	0,282	-	-0,694	-0,571	-	-0,552	-0,897	-0,791	-	0,861	-	-	-	-	-	-	-
	-0,666	-0,008	0,523	0,178	0,950	-0,018	0,669	0,807	0,892	-0,685	0,909	-0,597	-0,756	0,366	0,899	0,653	0,725
Співвідношення ліквідних активів до короткострокових зобов'язань	0,134	-	-0,424	-0,799	-	-	-0,818	0,999	-	0,840	-	-	-	-	-	-	-
	-0,623	0,605	0,244	-0,943	-0,507	-0,094	0,373	0,636	0,932	-0,529	0,818	-0,378	0,630	0,222	0,903	0,764	0,781
Співвідношення чистої відкритої позиції в іноземній валюті до капіталу	-	-	-	-	-	-	-0,860	-	-	-0,214	-	-	-	-	-	-	-
	-	-0,902	-0,428	-	0,889	-	0,878	0,493	0,433	-0,910	-0,723	-	-0,157	-	0,220	-0,134	0,031

Примітка. Перелік індикаторів фінансової стійкості складено на основі [200; 250; 249; 253; 269; 436]

Продовження додатку Б

Таблиця Б.2 – Результати кореляційного аналізу між інтегральним показником дисбалансів руху фінансових ресурсів та основними ІФС для докризового і посткризового періодів (15 країн)

Індикатор фінансової стійкості	Південна Африка	Україна	Великобританія	Сполучені Штати Америки	Малайзія	Молдова	Румунія	Латвія	Литва	Естонія	Угорщина	Словаччина	Чехія	Болгарія	Вірменія
Співвідношення регулятивного капіталу до зважених за ризиком активів	-	-0,029	-	-	-0,938	-	0,999	-	-	-	-	-	-	-	-
	-0,596	0,998	0,595	-	-0,365	0,490	-0,491	-0,634	-0,018	0,922	-0,288	-0,266	-0,686	0,723	-0,495
Співвідношення регулятивного капіталу 1 рівня до зважених за ризиком активів	-	-0,091	-	-	-0,983	-	0,919	-	-	-	-	-	-	-	-
	-0,747	0,997	0,649	-	-0,145	0,455	-0,744	-0,642	-0,471	-0,797	-0,176	-0,257	-0,670	-0,313	-0,483
Співвідношення недіючих кредитів без урахування резервів до капіталу	-	-0,421	-	-	0,651	-	0,591	-	-	-	-	-	-	-	-
	0,660	-0,420	0,799	-	0,947	0,786	0,993	0,675	0,463	0,730	-0,991	-0,477	-0,596	-0,722	0,293
Співвідношення недіючих кредитів до сукупних валових кредитів	-	-0,522	-	-	0,693	-	0,999	-	-	-	-	-	-	-	-
	0,591	-0,457	0,982	-	0,600	0,830	-0,628	0,411	0,670	0,704	-0,876	-0,624	-0,737	-0,761	0,377
Частка в сукупних валових кредитах: Резиденти	-	-0,730	-	-	0,796	-	-0,992	-	-	-	-	-	-	-	-
	0,934	-0,986	-0,810	-	0,275	-	0,864	0,915	-	-0,193	-0,799	0,072	-0,080	0,991	0,522
Частка в сукупних валових кредитах: Депозитні корпорації	-	0,038	-	-	0,558	-	0,124	-	-	-	-	-	-	-	-
	0,697	0,008	-0,942	-	-0,423	-	0,124	-0,226	0,040	0,872	-0,861	0,783	-0,881	-0,105	0,176
Частка в сукупних валових кредитах: Центральний банк	-	-	-	-	-	-	-0,960	-	-	-	-	-	-	-	-
	-0,725	-	0,506	-	-	-	0,688	-	-	-	-	-	0,775	-	-
Частка в сукупних валових кредитах: Інші фінансові корпорації	-	0,421	-	-	-0,132	-	-0,965	-	-	-	-	-	-	-	-
	-0,608	-0,955	-0,570	-	0,624	-	0,836	0,921	0,794	-0,105	0,856	0,801	0,911	-0,461	-0,915
Частка в сукупних валових кредитах: Сектор загального державного управління	-	0,182	-	-	-0,827	-	0,976	-	-	-	-	-	-	-	-
	-0,690	0,863	-0,521	-	0,255	-	0,529	0,902	-0,650	-0,840	-0,960	-0,702	0,804	0,283	-
Частка в сукупних валових кредитах: Нефінансові корпорації	-	-0,950	-	-	-0,203	-	0,791	-	-	-	-	-	-	-	-
	0,813	-0,955	-0,596	-	-0,221	-	-0,374	0,897	0,582	0,742	0,145	0,543	0,463	-0,356	0,261

Продовження додатку Б

Продовження табл. Б.2

Індикатор фінансової стійкості	Південна Африка	Україна	Великобританія	Сполучені Штати Америки	Малайзія	Молдова	Румунія	Латвія	Литва	Естонія	Угорщина	Словаччина	Чехія	Болгарія	Вірменія
Частка в сукупних валових кредитах: Інші сектори-резиденти	-	0,878	-	-	0,771	-	0,592	-	-	-	-	-	-	-	-
	-0,430	-	0,622	-	-0,603	-	-0,928	0,784	-0,269	-0,681	-0,767	-0,632	-0,837	0,954	-0,218
Частка в сукупних валових кредитах: Нерезиденти	-	0,730	-	-	-0,796	-	0,992	-	-	-	-	-	-	-	-
	-0,934	0,986	0,810	-	-0,275	-	-0,864	-0,915	-	0,193	0,799	-0,072	0,080	-0,991	-0,522
Норма прибутку на активи	-	-0,234	-	-	-0,298	-	-0,956	-	-	-	-	-	-	-	-
	-0,841	-0,930	0,916	-	0,053	-0,856	0,803	-0,908	-0,379	-0,993	0,977	-0,931	0,802	0,632	-0,789
Норма прибутку на капітал	-	-0,222	-	-	0,032	-	-0,875	-	-	-	-	-	-	-	-
	-0,827	-0,936	0,925	-	-0,038	-0,837	0,774	-0,944	-0,327	-0,981	0,983	-0,844	0,918	0,585	-0,110
Співвідношення процентної маржі до валового доходу	-	0,438	-	-	-0,347	-	-0,924	-	-	-	-	-	-	-	-
	-0,937	0,816	0,514	-	0,513	-0,854	-0,209	0,865	0,558	-0,888	-0,539	-0,117	-0,870	0,999	0,268
Співвідношення непроцентних витрат до валового доходу	-	-0,589	-	-	-0,862	-	0,318	-	-	-	-	-	-	-	-
	-0,379	-0,221	0,322	-	-0,721	-0,089	0,985	-0,202	0,979	0,969	-0,034	0,259	-0,887	-0,914	-0,573
Співвідношення ліквідних активів до сукупних активів	-	-0,892	-	-	0,235	-	0,989	-	-	-	-	-	-	-	-
	-0,975	-0,657	-0,027	-	0,478	-0,006	0,481	-0,618	-0,823	-0,882	-0,414	0,499	-0,686	-0,726	0,620
Співвідношення ліквідних активів до короткострокових зобов'язань	-	-0,348	-	-	0,210	-	-0,784	-	-	-	-	-	-	-	-
	-0,253	-0,087	0,381	-	0,285	0,082	-0,992	-0,396	-0,570	-0,965	-0,321	0,213	-0,994	-0,539	-0,965
Співвідношення чистої відкритої позиції в іноземній валюті до капіталу	-	0,647	-	-	-0,215	-	0,973	-	-	-	-	-	-	-	-
	-0,799	0,998	0,570	-	0,325	0,214	-0,801	0,065	0,098	0,879	-0,731	0,424	0,226	-	-0,304

Примітка. Перелік індикаторів фінансової стійкості складено на основі [200; 249; 250; 253; 269; 436]

Продовження додатку Б

Таблиця Б.3 – Результати кореляційного аналізу між інтегральним показником дисбалансів руху фінансових ресурсів та основними ІФС для докризового і посткризового періодів (17 країн)

Індикатор фінансової стійкості	Австралія	Казахстан	Бразилія	Канада	Китай	Франція	Грузія	Німеччина	Індія	Індонезія	Італія	Японія	Корея	Мексика	Філіппіни	Польща	Російська Федерація
Депозитні корпорації, інші фінансові корпорації (ІФК)																	
Співвідношення капіталу до активів	-0,785	-	0,994	0,907	-	-0,302	-0,537	0,985	-	0,216	-0,651	-	-	-	-	-	-
	0,060	-0,982	0,141	-0,397	-	0,641	-0,997	0,679	-	0,321	0,912	-	-0,099	0,861	0,848	0,237	0,810
Співвідношення великих відкритих позицій до капіталу	-0,326	-	-	-	-	-	-	-0,959	-	0,023	-0,868	-	-	-	-	-	-
	-0,697	0,938	-	-	-	-0,424	-	-0,127	-	-0,821	0,623	-	0,159	-	-	-0,548	-0,802
Співвідношення кредитів за географічним розподілом до сукупних валових кредитів																	
Частка в сукупних валових кредитах: Внутрішня економіка	-0,710	-	-	0,789	-	-	-	-0,767	-	0,430	-	-	-	-	-	-	-
	0,470	-0,782	-	-0,437	-	0,911	-	-0,749	-	0,028	-	-	0,024	-	0,969	-	-
Частка в сукупних валових кредитах: Країни з розвинутою економікою, за винятком Китаю	0,694	-	-	-0,710	-	-	-	0,764	-	0,183	-	-	-	-	-	-	-
	0,539	0,875	-	0,292	-	-0,933	-	0,717	-	-0,489	-	-	0,238	-	-0,953	-	-
Частка в сукупних валових кредитах: Інші країни з економікою, що розвивається, включаючи Китай	-0,481	-	-	-0,888	-	-	-	0,628	-	-0,469	-	-	-	-	-	-	-
	-0,908	0,715	-	0,115	-	-0,854	-	0,970	-	0,572	-	-	-0,218	-	-0,971	-	-
Частка в сукупних валових кредитах: Африка	-0,053	-	-	0,660	-	-	-	-0,948	-	0,003	-	-	-	-	-	-	-
	-0,736	0,977	-	-0,697	-	-0,939	-	0,628	-	-0,820	-	-	0,190	-	0,097	-	-
із них: Частка в сукупних валових кредитах: Нижня Сахара	-0,049	-	-	-	-	-	-	-0,914	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	-0,680	-	-	-	-	-0,921	-	0,622	-	-	-	-	0,329	-	-	-	-
Частка в сукупних валових кредитах: Центральна та Східна Європа	-0,624	-	-	-0,950	-	-	-	0,979	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	-0,783	0,660	-	-0,148	-	-0,898	-	0,655	-	-	-	-	-0,290	-	0,102	-	-
Частка в сукупних валових кредитах: Співдружність Незалежних Держав та Монголія	-0,386	-	-	-0,588	-	-	-	0,991	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	-0,943	0,709	-	-0,237	-	-0,600	-	0,793	-	-	-	-	0,266	-	-	-	-
Частка в сукупних валових кредитах: Азія, включаючи Китай	-0,041	-	-	-0,903	-	-	-	0,507	-	-0,778	-	-	-	-	-	-	-
	-0,922	-0,239	-	-0,336	-	-0,738	-	-0,496	-	0,451	-	-	-0,459	-	-0,938	-	-

Продовження додатку Б

Продовження табл. Б.3

Індикатор фінансової стійкості	Австралія	Казахстан	Бразилія	Канада	Китай	Франція	Грузія	Німеччина	Індія	Індонезія	Італія	Японія	Корея	Мексика	Філіппіни	Польща	Російська Федерация
Частка в сукупних валових кредитах: Близній Схід	-0,980	-	-	-0,669	-	-	-	0,807	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	-0,564	0,943	-	0,267	-	-0,620	-	0,598	-	-	-	-	-0,161	-	-	-	-
Частка в сукупних валових кредитах: Західна півкуля	0,692	-	-	-0,881	-	-	-	0,258	-	0,303	-	-	-	-	-	-	-
	-0,751	0,948	-	0,195	-	-0,034	-	0,893	-	0,401	-	-	0,804	-	-0,851	-	-
Співвідношення валової позиції похідних фінансових інструментів в активах до капіталу	0,067	-	-0,308	-0,987	-	-0,664	0,267	0,781	-	-0,983	-	-	-	-	-	-	-
	-0,972	0,936	0,313	0,269	-	-0,709	-0,913	-	-	-0,783	0,317	0,793	-0,177	-0,892	-	-0,936	-
Співвідношення валової позиції похідних фінансових інструментів у зобов'язаннях до капіталу	0,076	-	-0,247	-0,985	-	-0,591	-	0,776	-	-0,986	-	-	-	-	-	-	-
	-0,913	0,999	0,439	0,439	-	-0,713	-	-	-	-0,824	0,413	0,775	-0,263	-0,928	-	-0,601	-
Співвідношення доходу від торговельних операцій до валового доходу	-0,192	-	-0,402	0,976	-	-0,043	0,065	-0,956	-	0,127	-0,562	-	-	-	-	-	-
	-0,925	-0,542	0,147	0,286	-	-0,213	-0,269	0,769	-	-0,137	0,825	-	0,912	-0,854	0,663	0,648	-
Співвідношення витрат на утримання персоналу до непроцентних витрат	-0,157	-	-0,486	-0,206	-	-0,780	0,446	-0,561	-	-0,016	-0,625	-	-	-	-	-	-
	-0,844	-0,267	0,821	0,139	-	-0,136	0,342	0,960	-	-0,888	-0,931	-	0,491	-	0,097	0,543	-
Спред між ставками за кредитами та депозитами (базисні пункти)	-0,750	-	-0,314	-	-	0,863	-0,940	-0,837	-	0,738	0,874	-	-	-	-	-	-
	0,479	0,468	0,197	-	-	-0,149	-0,539	0,580	-	-0,972	-0,820	0,804	0,878	-0,385	-	0,271	0,710
Спред між найвищою та найнижчою міжбанківськими ставками	0,934	-	-0,177	-	-	-	-	0,891	-	0,276	0,786	-	-	-	-	-	-
	0,499	-	0,010	-	-	-	-0,940	-0,875	-	-0,899	-0,152	-	-	-	-	0,216	-0,957
Співвідношення депозитів клієнтів до сукупних валових кредитів (крім міжбанківських)	-	-	-	-0,908	-	-0,796	-0,686	0,908	-	0,818	-0,771	-	-	-	-	-	-
	-	-0,961	-0,879	0,144	-	0,160	0,943	0,767	-	-0,323	0,135	-0,515	-0,695	0,302	-0,629	0,344	-0,095
Співвідношення кредитів в іноземній валюті до сукупних валових кредитів	-	-	-0,335	-0,974	-	-0,510	-0,866	0,854	-	0,259	0,822	-	-	-	-	-	-
	-	0,904	0,354	0,575	-	-0,810	-0,864	0,413	-	0,846	-0,919	-	0,680	0,042	-	-0,231	0,403
Співвідношення зобов'язань в іноземній валюті до сукупних зобов'язань	-0,669	-	-0,115	-0,899	-	0,319	-0,662	0,165	-	-0,781	0,819	-	-	-	-	-	-
	0,290	0,971	0,038	-0,700	-	-0,243	-0,932	0,808	-	-0,665	-0,826	-	0,137	-0,214	-	-0,268	0,604
Співвідношення чистої відкритої позиції за інструментами участі в капіталі до капіталу (ІФК)	-	-	-	-	-	-	-0,319	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	-	-	-	-	-	0,628	0,428	0,349	-	-	-	-	-0,058	-	-	-0,265	-

Продовження додатку Б

Продовження табл. Б.3

Індикатор фінансової стійкості	Австралія	Казахстан	Бразилія	Канада	Китай	Франція	Грузія	Німеччина	Індія	Індонезія	Італія	Японія	Корея	Мексика	Філіппіни	Польща	Російська Федерація
Співвідношення активів до сукупних активів фінансового сектору (ІФК)	0,442	-	-	-0,516	-	0,490	-	0,829	-	0,013	-	-	-	-	-	-	-
	0,878	-	-	0,804	-	0,515	-	-0,581	-	0,547	0,120	-	-0,185	-	-	0,446	-
Співвідношення активів до валового внутрішнього продукту (ІФК)	0,818	-	0,990	0,232	-	0,893	-	0,991	-	0,690	-	-	-	-	-	-	-
	0,843	-	0,515	0,871	-	0,863	-	-0,275	-	0,438	0,412	-	-0,340	-	-	0,524	-
Нефінансові корпорації, домогосподарства																	
Співвідношення зобов'язань до капіталу	-0,364	-	-	-0,974	-	-	-	-0,542	-	-	0,735	-	-	-	-	-	-
	-0,979	-	-	-0,866	-	-0,536	-	0,223	-	-	0,712	-	-	-	-	-0,585	-
Норма прибутку на капітал	-0,480	-	-	0,000	-	-	-	0,569	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	-0,764	-	-	-	-	-	-	-0,739	-	-	-	-	-	-	-	-0,142	-
Співвідношення доходів та процентних і капітальних витрат	-0,527	-	-	0,000	-	-	-	-0,796	-	-	-0,985	-	-	-	-	-	-
	-0,066	-	-	-	-	-	-	-0,616	-	-	0,311	-	-	-	-	-0,222	-
Співвідношення валютної відкритої позиції до капіталу	-	-	-	0,000	-	-	-	-	-	-	0,821	-	-	-	-	-	-
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,273	-	-	-	-	-	-
Співвідношення боргів домогосподарств до ВВП	0,939	-	0,501	-0,892	-	0,565	-	-0,847	-	-	0,956	-	-	-	-	-	-
	0,952	-	0,284	-0,303	-	0,158	-	0,776	-	-	0,573	-	-0,216	-	-	0,051	-0,219
Співвідношення вартості обслуговування та платежів на погашення основного боргу домогосподарств до доходів	0,356	-	-0,021	-	-	0,110	-	0,797	-	-	0,855	-	-	-	-	-	-
	-0,455	-	-0,242	-	-	-0,418	-	0,199	-	-	0,177	-	-	-	-	-	-0,442
Ринкова ліквідність, ринки нерухомості																	
Середній спред купівлі-продажу на ринку цінних паперів	-	-	-	-0,668	-	-	-	0,113	-	0,099	0,680	-	-	-	-	-	-
	-	-	-	0,366	-	-	-0,197	0,690	-	-0,446	-0,202	-	0,544	-	-	0,915	-0,246
Середньоденний оборот на ринку цінних паперів	-	-	-0,708	0,876	-	-	-	-0,644	-	0,426	-0,735	-	-	-	-	-	-
	-	-	-0,041	0,838	-	-	-0,997	0,669	-	-0,061	-0,893	-	0,345	-	-	0,527	0,619
Співвідношення кредитів на житлову нерухомість до сукупних валових кредитів	-0,856	-	-0,721	0,967	-	-	-	-0,801	-	-	-0,712	-	-	-	-	-	-
	-0,716	-	0,208	-0,241	-	-	0,196	0,435	-	0,595	0,722	-	-0,254	-	-0,056	0,016	-0,266
Співвідношення кредитів на комерційну нерухомість до сукупних валових кредитів	0,350	-	0,287	-0,621	-	-	-	-0,820	-	-	-0,034	-	-	-	-	-	-
	0,804	-	0,104	0,476	-	-	-0,688	0,601	-	0,127	-0,863	-	-0,179	-	0,663	-0,178	0,366

Примітка. Перелік індикаторів фінансової стійкості складено на основі [200; 249; 250; 253; 269; 436]

Продовження додатку Б

Таблиця Б.4 – Результати кореляційного аналізу між інтегральним показником дисбалансів руху фінансових ресурсів та основними ІФС для докризового і посткризового періодів (15 країн)

Індикатор фінансової стійкості	Південна Африка	Україна	Великобританія	Сполучені Штати Америки	Малайзія	Молдова	Румунія	Латвія	Литва	Естонія	Угорщина	Словаччина	Чехія	Болгарія	Вірменія
Депозитні корпорації															
Співвідношення капіталу до активів	-	-0,093	-	-	-	-	-0,691	-	-	-	-	-	-	-	-
	-0,526	-0,886	-0,292	-	-0,202	-0,116	0,081	-0,942	-0,621	-0,523	-	-0,268	-0,682	0,866	-0,473
Співвідношення великих відкритих позицій до капіталу	-	-0,858	-	-	-	-	0,228	-	-	-	-	-	-	-	-
	-	-0,862	-	-	-	0,578	-	-0,918	0,016	-0,928	-	-	-	-0,724	0,285
Співвідношення кредитів за географічним розподілом до сукупних валових кредитів															
Частка в сукупних валових кредитах: Внутрішня економіка	-	-0,730	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	-	-0,986	-0,873	-	-	-	-	0,624	-	-0,192	-	0,072	0,200	-	-
Частка в сукупних валових кредитах: Країни з розвинутою економікою, за винятком Китаю	-	0,735	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	-	0,987	-0,617	-	-	-	-	-0,614	-	-0,099	-	-0,217	0,681	-	-
Частка в сукупних валових кредитах: Інші країни з економікою, що розвивається, включаючи Китай	-	-0,573	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	-	0,272	0,868	-	-	-	-	-0,616	-	0,299	-	0,049	-0,906	-	-
Частка в сукупних валових кредитах: Африка	-	0,020	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	-	-0,557	-0,865	-	-	-	-	0,964	-	-0,316	-	-	-0,669	-	-
із них: Частка в сукупних валових кредитах: Нижня Сахара	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	-	-	0,106	-	-	-	-	0,815	-	-0,329	-	-	-0,758	-	-
Частка в сукупних валових кредитах: Центральна та Східна Європа	-	-0,181	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	-	-0,959	0,851	-	-	-	-	-0,927	-	0,184	-	0,049	-0,213	-	-
Частка в сукупних валових кредитах: Співдружність Незалежних Держав та Монголія	-	0,429	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	-	0,943	-0,011	-	-	-	-	-0,592	-	0,895	-	-	-0,832	-	-

Продовження додатку Б

Продовження табл. Б.4

Індикатор фінансової стійкості	Південна Африка	Україна	Великобританія	Сполучені Штати Америки	Малайзія	Молдова	Румунія	Латвія	Литва	Естонія	Угорщина	Словаччина	Чехія	Болгарія	Вірменія
Частка в сукупних валових кредитах: Азія, включаючи Китай	-	0,871	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	-	0,972	0,731	-	-	-	-	-0,638	-	-0,809	-	-	-0,652	-	-
Частка в сукупних валових кредитах: Близьній Схід	-	0,553	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	-	0,970	0,651	-	-	-	-	0,635	-	0,460	-	-	0,576	-	-
Частка в сукупних валових кредитах: Західна півкуля	-	-0,696	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	-	-0,671	0,349	-	-	-	-	0,566	-	0,969	-	-	-0,722	-	-
Співвідношення валової позиції похідних фінансових інструментів в активах до капіталу	-	-	-	-	-	-	-0,433	-	-	-	-	-	-	-	-
	0,474	-0,993	0,587	-	-	-	0,075	0,916	-0,275	-0,720	-	0,593	-0,157	-0,692	-
Співвідношення валової позиції похідних фінансових інструментів у зобов'язаннях до капіталу	-	-	-	-	-	-	0,063	-	-	-	-	-	-	-	-
	0,359	-0,908	0,600	-	-	-	0,872	0,637	0,220	-0,697	-	0,466	-0,039	-0,771	-
Співвідношення доходу від торговельних операцій до валового доходу	-	0,198	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	0,725	-0,507	-0,811	-	-	-0,814	-	0,988	0,366	0,921	-	-0,165	0,612	-0,956	-0,116
Співвідношення витрат на утримання персоналу до непроцентних витрат	-	0,439	-	-	-	-	-0,959	-	-	-	-	-	-	-	-
	-0,540	0,044	0,349	-	-	-0,250	-0,881	-0,191	-0,852	-0,915	-	-0,221	-0,479	0,091	0,541
Спред між ставками за кредитами та депозитами (базисні пункти)	-	-0,245	-	-	-	-	0,936	-	-	-	-	-	-	-	-
	-	0,995	-0,500	-	-	-	0,231	-0,864	-0,184	-0,997	-	0,636	0,528	-	-0,260
Спред між найвищою та найнижчою міжбанківськими ставками	-	-0,122	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	-	-0,927	-	-	-	-	-	0,658	0,160	-	-	-	0,094	-	-0,532
Співвідношення депозитів клієнтів до сукупних валових кредитів (крім міжбанківських)	-	-0,783	-	-	-	-	0,169	-	-	-	-	-	-	-	-
	-0,728	-0,911	0,777	-	-	0,555	-0,965	-0,759	-0,152	-0,905	-	-0,015	0,102	-0,870	0,917
Співвідношення кредитів в іноземній валюті до сукупних валових кредитів	-	0,684	-	-	-	-	0,697	-	-	-	-	-	-	-	-
	-0,774	0,981	0,215	-	-	0,345	0,994	0,550	0,801	0,882	-	0,898	-0,525	-0,722	0,362
Співвідношення зобов'язань в іноземній валюті до сукупних зобов'язань	-	0,651	-	-	-	-	-0,749	-	-	-	-	-	-	-	-
	-0,153	0,999	0,355	-	-	0,883	-0,973	0,368	0,512	-	-	-0,340	-0,671	0,819	-0,956

Продовження додатку Б

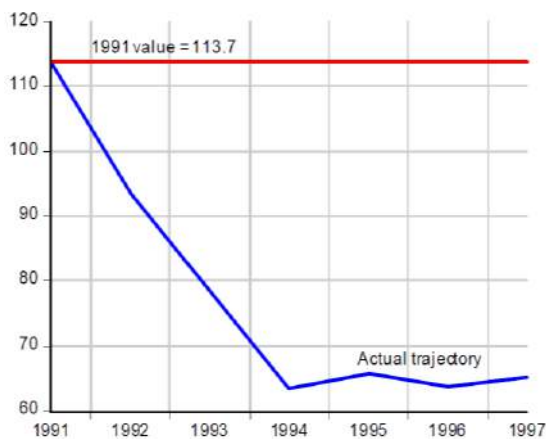
Продовження табл. Б.4

Індикатор фінансової стійкості	Південна Африка	Україна	Великобританія	Сполучені Штати Америки	Малайзія	Молдова	Румунія	Латвія	Литва	Естонія	Угорщина	Словаччина	Чехія	Болгарія	Вірменія
Інші фінансові корпорації (ІФК), нефінансові корпорації (НФК), домогосподарства															
Співвідношення чистої відкритої позиції за інструментами участі в капіталі до капіталу	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	0,291	-	-0,302	-	-	-	-	0,625	-0,213	0,701	-	0,571	-0,500	-	0,096
Співвідношення активів до сукупних активів фінансової сектору (ІФК)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	-	-	-	-	-	-0,677	-	-	-	-	-	-0,705	-	-	-0,148
Співвідношення активів до валового внутрішнього продукту (ІФК)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	-	-	-	-	-	-0,620	-	-	-	-	-	-0,704	-	-	0,092
Співвідношення зобов'язань до капіталу (НФК)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	-	-	-	-	-	-	-0,147	-	-	-	-	-	-	-	-
Норма прибутку на капітал (НФК)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	-	-	-0,272	-	-	-	-0,092	-	-	-	-	-	-	-	-
Співвідношення доходів та процентних і капітальних витрат (НФК)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	-	-	0,845	-	-	-	0,073	-	-	-	-	-	-	-	-
Співвідношення валютної відкритої позиції до капіталу (НФК)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	-	-	-	-	-	-	-0,175	-	-	-	-	-	-	-	-
Співвідношення боргів домогосподарств до ВВП	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	-	-	-0,771	-	-	-	0,241	-	-	-	-	-	-	-	-
Співвідношення вартості обслуговування та платежів на погашення основного боргу домогосподарств до доходів	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	-	-	-	-	-	-	0,471	-	-	-	-	-	-	-	-
Ринкова ліквідність, ринки нерухомості															
Середньоденний оборот на ринку цінних паперів	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,825
Співвідношення кредитів на житлову нерухомість до сукупних валових кредитів	-	0,196	-	-	-	-	0,994	-	-	-	-	-	-	-	-
	0,844	0,989	0,849	-	-	-	-0,722	-	-	-	-	-0,573	-	-	-0,302
Співвідношення кредитів на комерційну нерухомість до сукупних валових кредитів	-	-0,950	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	0,234	0,989	-0,489	-	-	-	-0,510	-	-	-	-	-	-	-	-

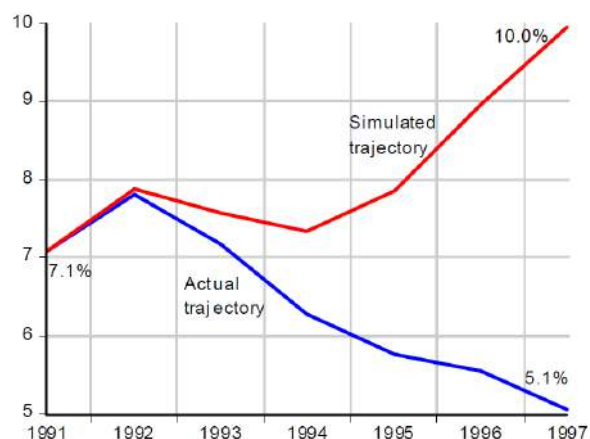
Примітка. Перелік індикаторів фінансової стійкості складено на основі [200; 249; 250; 253; 269; 436]

Додаток В

Результати моделювання впливу фінансіалізації, нагромадження капіталу на рівень безробіття в США науковцями І. Гонзалезом та Г. Сала [448]

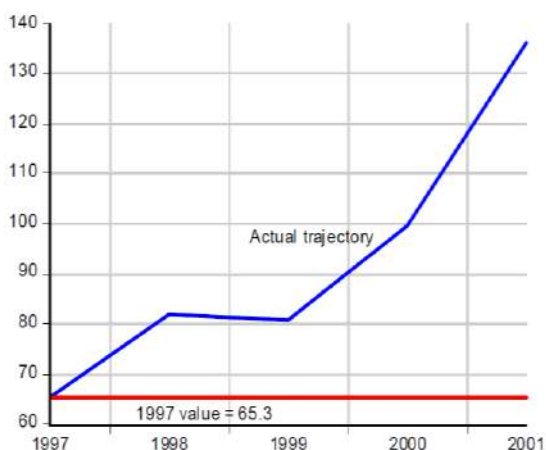


В.1а – Фактична та фіксована динаміка фінансових платежів

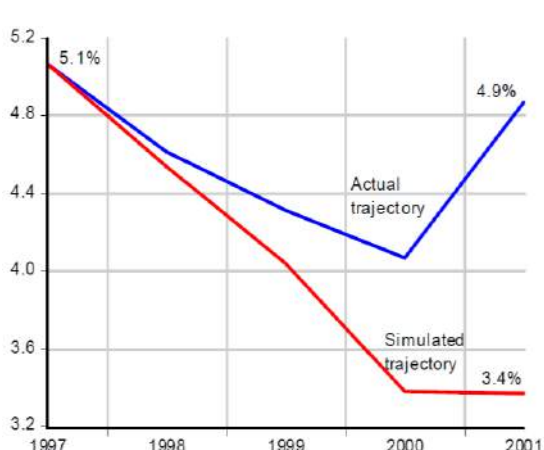


В.1б – Фактична та модельована динаміка безробіття

Рисунок В.1 – Вплив фінансіалізації на рівень безробіття в США у 1991–1997 рр.



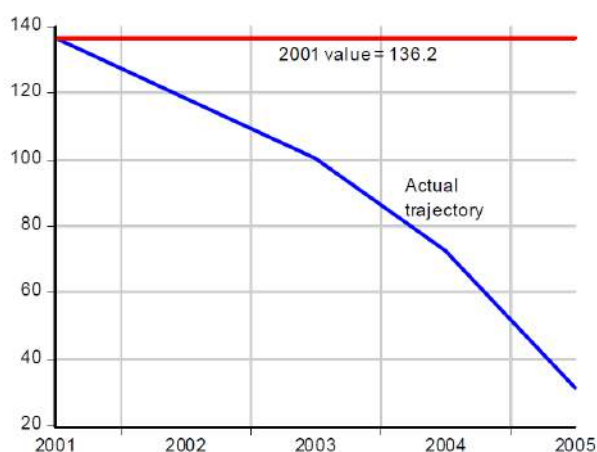
В.2а – Фактична та фіксована динаміка фінансових платежів



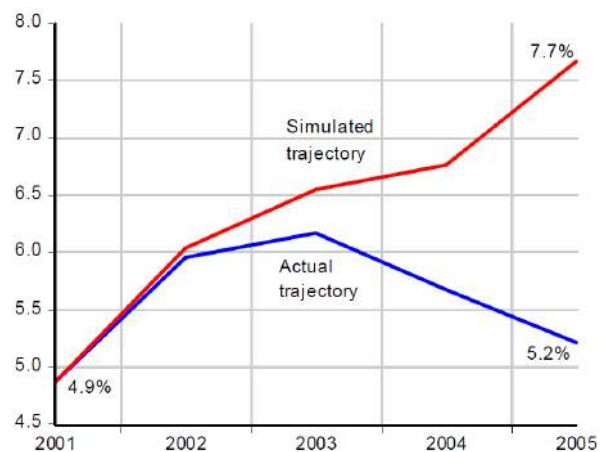
В.2б – Фактична та модельована динаміка безробіття

Рисунок В.2 – Вплив фінансіалізації на рівень безробіття в США у 1997–2001 рр.

Продовження додатку В

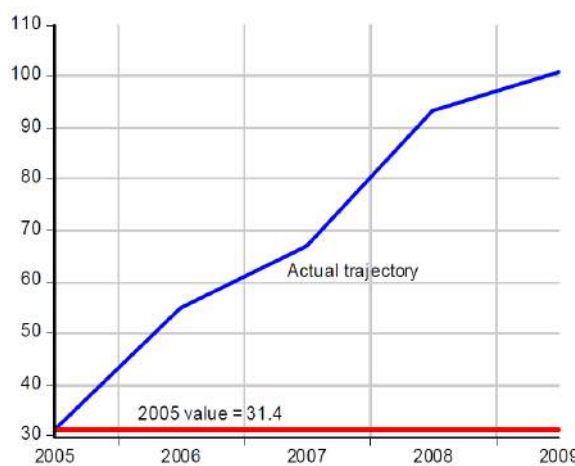


В.3а – Фактична та фіксована динаміка фінансових платежів

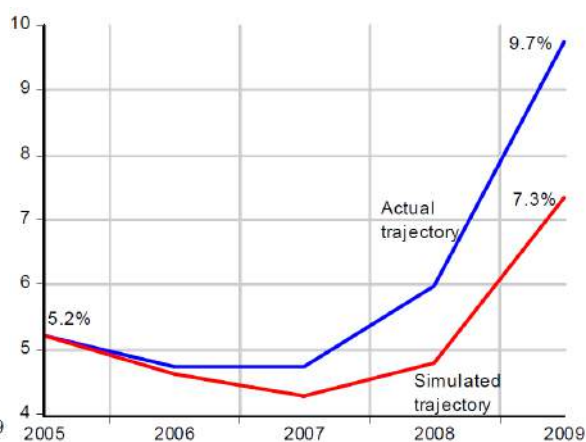


В.3б – Фактична та модельована динаміка безробіття

Рисунок В.3 – Вплив фінансiалiзацiї на рiвень безробiття в США у 2001–2005 рр.



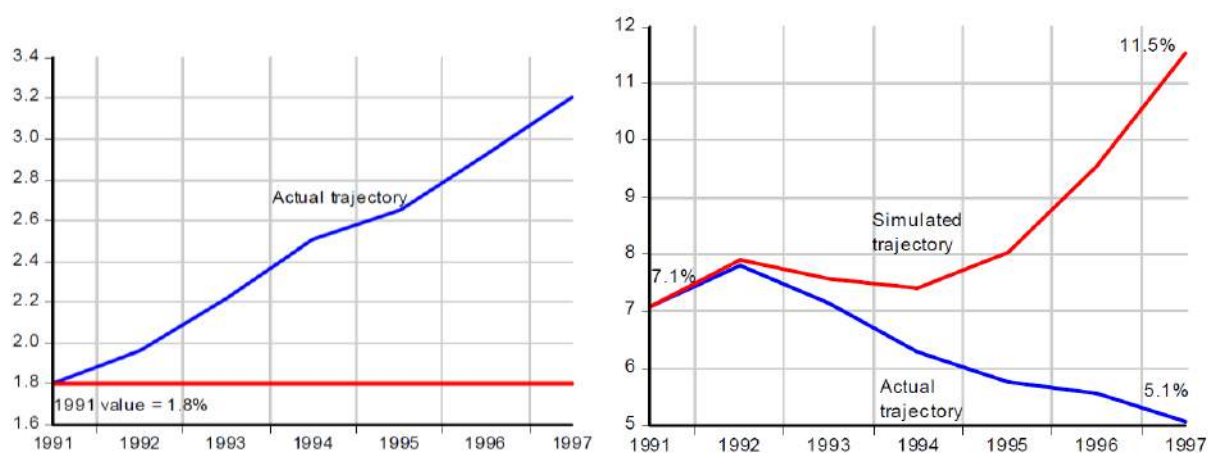
В.4а – Фактична та фіксована динаміка фінансових платежів



В.4б – Фактична та модельована динаміка безробіття

Рисунок В.4 – Вплив фінансiалiзацiї на рiвень безробiття в США у 2005–2009 рр.

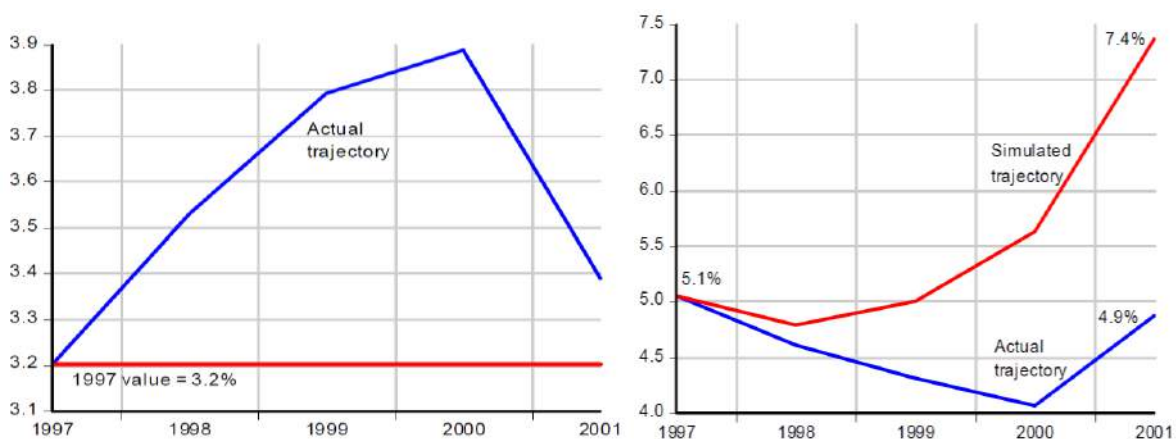
Продовження додатку В



В.5а – Фактична та фіксована динаміка приросту нагромадження капіталу

В.5б – Фактична та модельована динаміка безробіття

Рисунок В.5 – Вплив нагромадження капіталу на рівень безробіття в США у 1991–1997 рр.

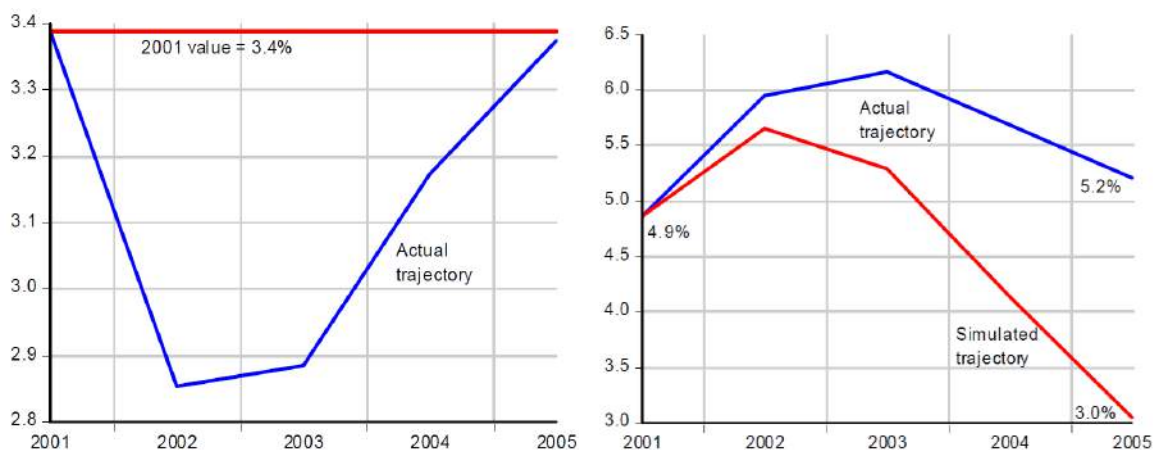


В.6а – Фактична та фіксована динаміка приросту нагромадження капіталу

В.6б – Фактична та модельована динаміка безробіття

Рисунок В.6 – Вплив нагромадження капіталу на рівень безробіття в США у 1997–2001 рр.

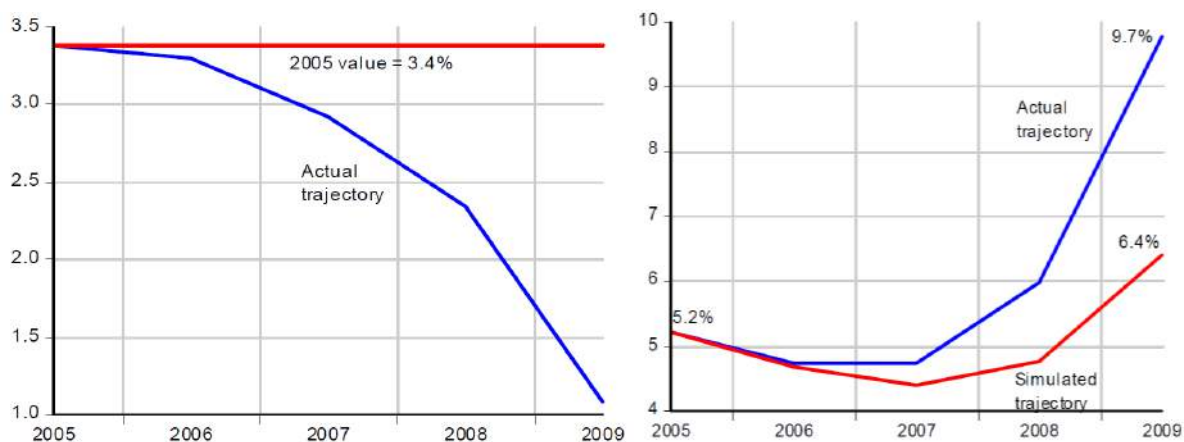
Продовження додатку В



В.7а – Фактична та фіксована динаміка приросту нагромадження капіталу

В.7б – Фактична та модельована динаміка безробіття

Рисунок В.7 – Вплив нагромадження капіталу на рівень безробіття в США у 2001–2005 рр.



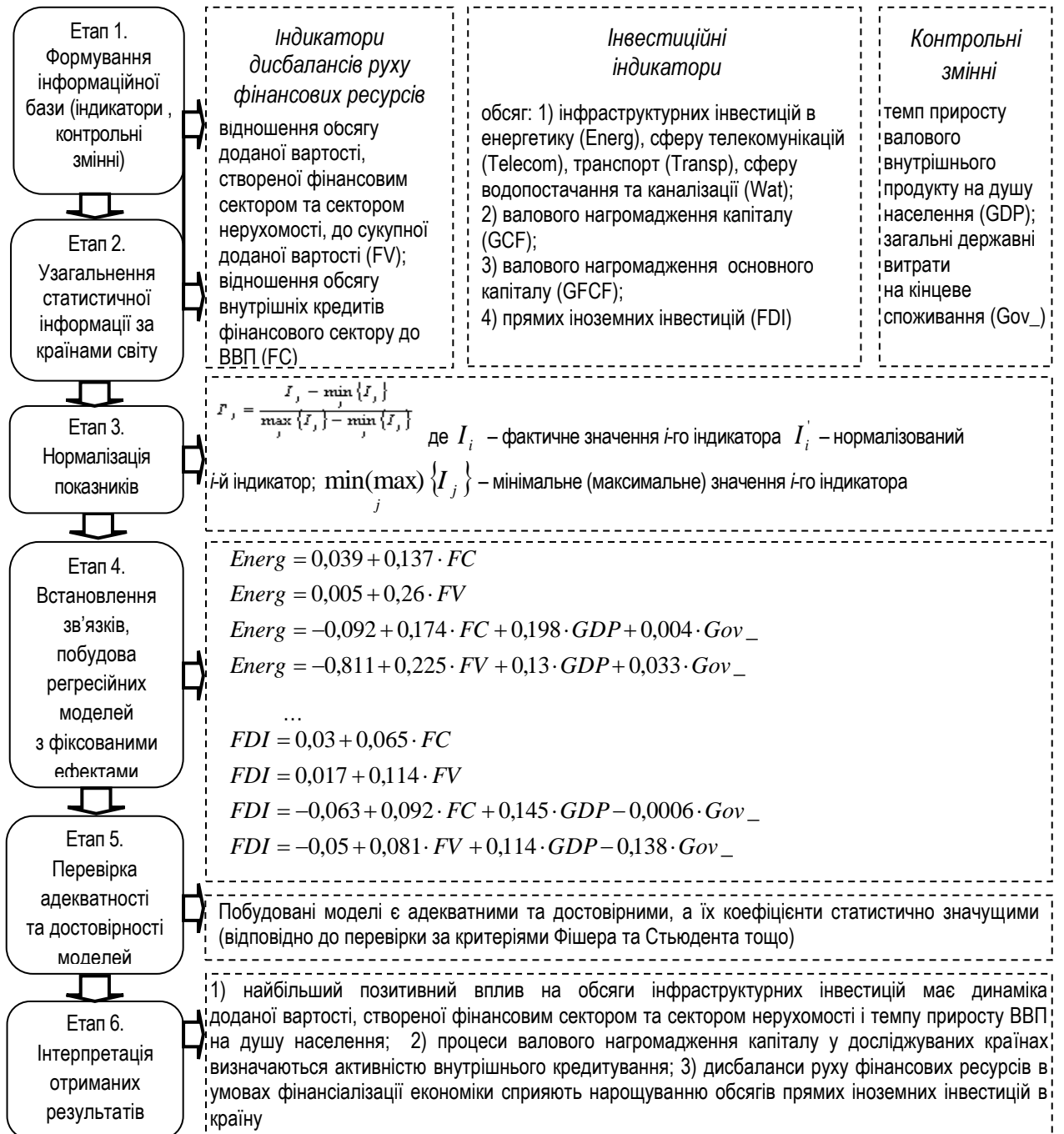
В.8а – Фактична та фіксована динаміка приросту нагромадження капіталу

В.8б – Фактична та модельована динаміка безробіття

Рисунок В.8 – Вплив нагромадження капіталу на рівень безробіття в США у 2005–2009 рр.

Додаток Д

Алгоритм визначення залежності між дисбалансами руху
фінансових ресурсів та інвестиційними потоками в економіці



Додаток Ж

Визначення залежностей між індикаторами дисбалансів руху фінансових ресурсів
та інвестиційними потоками в економіці (для країн Східної Європи)

Таблиця Ж.1 – Вхідні статистичні дані до нормалізації

Країна	Ідентифікатор країни	Рік	Energ	Telecom	Transp	Wat	GCF	GFCF	FDI	FC	FV	GDP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Молдова	1	1991	0	0	0	0	896,110167	525,7179647	0	62,82990734	-16,23	15,05791506
Молдова	1	1992	0	0	0	0	1386,228342	375,8648773	20	55,9609161	-29,16	18,23866597
Молдова	1	1993	0	0	0	0	1323,448144	367,9501039	10	25,43226754	-1,09	15,92531548
Молдова	1	1994	0	0	0	0	490,6983406	328,5098491	10	19,69893335	-30,69	22,94798114
Молдова	1	1995	0	0	0	0	436,077773	279,680632	30	23,71102567	-0,89	27,08458778
Молдова	1	1996	0	0	38	0	411,0217477	334,7826156	20	23,4021043	-5,01	27,09808124
Молдова	1	1997	0	0	0	0	459,783575	384,0259974	80	25,95448924	1,98	18,38076587
Молдова	1	1998	0	35	0	0	439,4040968	374,4878957	80	33,9744087	-6,46	13,95940528
Молдова	1	1999	60	50	0	0	267,925353	215,8833926	40	28,67020908	-3,25	10,39639734
Молдова	1	2000	125	0	0	0	308,5399006	198,8595235	130	25,21915994	2,31	10,26877088
Молдова	1	2001	0	0	0	0	296,1808686	200,1196879	50	27,48151504	6,34	15,10656797
Молдова	1	2002	0	0	0	0	359,9528476	271,2577175	80	29,0686786	8,05	20,22702927
Молдова	1	2003	0	0	0	0	459,1070532	367,7219457	70	29,50094962	6,9	19,67854063
Молдова	1	2004	0	10	0	0	684,8765037	550,5096404	90	32,00577996	7,68	15,3433261

Продовження додатку Ж

Продовження табл. Ж.1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Молдова	1	2005	0	37	0	0	921,1241796	734,7390142	190	31,52263988	7,76	15,71661688
Молдова	1	2006	15	34	0	0	1116,194175	966,5733717	260	34,50928839	5,08	18,21609945
Молдова	1	2007	17	163	0	0	1677,608972	1501,435375	540	40,17034169	3,31	19,94789552
Молдова	1	2008	13	101	60	0	2375,19159	2058,446882	730	39,76031913	7,97	20,41358171
Молдова	1	2009	23	94	0	0	1258,785465	1229,112839	140	41,38010087	-5,87	23,7638736
Молдова	1	2010	0	35	0	0	1367,147292	1314,754513	200	37,1824243	7,2	22,16115317
Молдова	1	2011	0	0	0	0	1695,834796	1634,043112	280	39,4428391	6,48	20,13821881
Молдова	1	2012	0	0	0	0	1722,426804	1722,674505	180	42,2355464	-0,79	20,21848613
Румунія	2	1991	0	0	0	0	8090,314171	4149,214678	40	62,39656972	-12,14	15,15041427
Румунія	2	1992	0	0	0	0	7879,734009	4813,98286	80	31,70505208	-8,01	14,28216015
Румунія	2	1993	0	5	0	0	7625,683043	4715,084937	90	20,1935083	1,65	12,34390421
Румунія	2	1994	0	0	0	0	7460,758002	6099,752615	340	17,82547257	4,12	13,7660423
Румунія	2	1995	0	0	0	0	8611,616074	7586,140298	420	23,55802595	7,38	13,69228684
Румунія	2	1996	0	227	0	0	9135,112465	8109,549707	260	28,84852596	4,31	13,10498788
Румунія	2	1997	0	345	0	0	7278,478211	7469,426756	1220	18,70719299	-5,83	12,25648463
Румунія	2	1998	100	1,023	23	0	7473,733725	7652,471943	2030	21,68234237	-4,59	7,101667123
Румунія	2	1999	0	478	0	0	5722,405203	6302,20142	1040	17,82727097	-1,04	5,69026635
Румунія	2	2000	0	785	0	116	7227,418013	7022,615527	1040	13,88407179	2,23	8,872057157
Румунія	2	2001	0	551	0	0	9010,835046	8317,529776	1160	12,85619276	7,16	7,252822907
Румунія	2	2002	0	348	0	0	10118,18633	9791,58341	1140	13,82603689	6,97	6,724971549
Румунія	2	2003	0	603	0	0	13063,28538	12800,15341	1840	15,86060343	5,92	9,837986178
Румунія	2	2004	0	635	0	0	17940,42787	16499,98843	6440	16,83786076	9,75	7,905468775
Румунія	2	2005	1,241	986	0	0	23093,55169	23519,13426	6870	20,70898681	4,93	8,343663676
Румунія	2	2006	45	477	0	41	32463,09756	31424,89275	11450	24,04309321	9,36	7,667562453
Румунія	2	2007	2,6	1,519	117	0	52848,84651	51530,93407	10290	34,74971656	7,84	7,623360964
Румунія	2	2008	1,448	1,677	0	0	63876,91514	65219,78542	13850	46,37343143	9,67	7,734486108

Продовження додатку Ж

Продовження табл. Ж.1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Румунія	2	2009	2,196	912	0	0	41693,62072	40153,77174	4930	51,62629607	-6,02	8,754729722
Румунія	2	2010	0	680	0	0	42134,30253	40725,57349	3200	53,83671442	-0,35	7,132991772
Румунія	2	2011	1,105	320	0	0	49173,05984	47417,76712	2560	54,11890129	2,81	6,313574575
Румунія	2	2012	1,545	851	3	0	45781,81766	45247,56358	2020	54,27226783	0,71	6,589181197
Литва	3	1991	0	0	0	0	2498,631188	2307,763528	0	15,18952718	-5,84	10,81927711
Литва	3	1992	0	30	0	0	1347,193916	1969,130345	0	15,11016732	-21,17	13,05930711
Литва	3	1993	0	0	0	0	1423,037292	1714,768215	30	15,56169111	-15,83	15,52976704
Литва	3	1994	0	0	0	0	1281,65054	1607,476461	30	19,16646947	-9,14	19,63440606
Литва	3	1995	0	44	0	0	1683,156434	1602,94601	70	13,71098335	4,09	20,8067775
Литва	3	1996	0	20	0	0	1672,9	1725,4	150	11,09818907	5,99	21,36270857
Литва	3	1997	0	49	0	0	2418,475	2262,25	350	12,62156052	8,27	22,13364005
Литва	3	1998	10	552	0	0	2835,2	2680,775	930	13,34830572	8,41	23,91805617
Литва	3	1999	0	168	0	0	2433,9	2403,55	490	16,1659318	-0,37	21,95212542
Литва	3	2000	0	388	0	0	2159,85	2141,325	380	15,16415665	3,98	22,76744328
Литва	3	2001	0	119	0	0	2344,925	2446,15	450	15,58302441	7,62	21,43454867
Литва	3	2002	34	175	0	0	2930,819292	2869,561078	710	17,80292337	7,72	20,92141171
Литва	3	2003	254	114	0	0	4071,155542	3923,486556	180	23,18054614	11,15	19,85361503
Литва	3	2004	112	100	0	0	5119,811524	5025,393857	770	30,5082475	8,56	19,39190849
Литва	3	2005	115	98	0	0	6207,091602	5910,505299	1190	43,08607779	9,57	18,73816965
Литва	3	2006	96	119	0	0	7923,887861	7573,951308	2050	48,94266168	9,58	19,28452716
Литва	3	2007	103	193	0	0	12071,53473	11064,65867	2330	59,91237378	11,15	17,87601184
Литва	3	2008	163	103	0	0	12620,9149	12024,88603	1910	64,20191957	3,99	19,29031682
Литва	3	2009	56	75	0	0	3908,88285	6307,137681	20	69,99875085	-13,79	21,94358518
Литва	3	2010	47	112	0	0	6088,806738	5831,460691	860	64,5863012	3,48	19,94385774
Литва	3	2011	0	161	0	0	8047,64016	7517,230261	1440	57,30004447	8,42	18,83897606
Литва	3	2012	0	13	0	0	0	0	570	51,98589349	5,1	0
Болгарія	4	1991	0	0	0	0	2472,984024	1986,693677	60	118,5254237	-7,53	19,0331612

Продовження додатку Ж

Продовження табл. Ж.1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Болгарія	4	1992	0	0	0	0	2062,861475	1682,696198	40	120,7021912	-6,27	20,33615452
Болгарія	4	1993	0	21	0	0	1655,349793	1403,267599	40	133,1134159	-0,69	18,85580513
Болгарія	4	1994	0	17	0	0	911,4017352	1335,473002	110	103,4459665	2,16	17,1893082
Болгарія	4	1995	0	27	0	0	2051,664289	1998,918181	90	69,02451638	3,32	16,7491018
Болгарія	4	1996	0	27	0	0	803,8789105	1340,58521	110	121,0434828	-8,56	13,66609462
Болгарія	4	1997	0	42	0	0	1027,028843	1140,697557	500	21,45237922	-1,04	13,23165901
Болгарія	4	1998	0	42	0	0	2199,08371	1707,68536	540	15,23424532	5,56	16,83849036
Болгарія	4	1999	0	67	0	0	2348,657904	1988,441544	820	14,97505639	2,54	17,82516423
Болгарія	4	2000	0	5	0	152	2320,026593	2036,69135	1000	17,41023831	6,22	18,99722468
Болгарія	4	2001	0	313	0	0	2806,7098	2534,255498	810	19,83092148	6,15	18,84704547
Болгарія	4	2002	0	227	0	0	3144,845932	2917,832451	900	23,06910162	6,72	18,88995521
Болгарія	4	2003	794	230	0	0	4372,4205	3928,337854	2100	28,62568012	6,11	19,89715945
Болгарія	4	2004	301	588	0	0	5750,891372	5148,172814	2660	34,5458108	7,28	19,38902681
Болгарія	4	2005	2,342	817	2	0	7961,200051	7440,027317	4100	40,23375293	6,97	18,31712824
Болгарія	4	2006	826	462	532	0	10673,70551	9169,159879	7870	40,73032493	7,07	17,97358049
Болгарія	4	2007	411	654	0	0	14357,90498	12080,2778	13880	55,63905972	8,57	16,65626368
Болгарія	4	2008	608	411	0	0	19455,93523	17412,76943	10300	64,26591943	6,95	16,59276049
Болгарія	4	2009	504	340	5	0	14262,59401	14021,67626	3900	69,63244865	-4,89	16,3026369
Болгарія	4	2010	216	345	0	0	10923,25234	10882,17206	1870	70,9414951	1,06	16,23390188
Болгарія	4	2011	679	268	0	0	11738,01991	11535,84429	2120	71,33532474	2,45	15,70197642
Болгарія	4	2012	370	246	0	0	11154,65475	10972,27515	2090	70,99041269	1,39	15,50929513
Вірменія	5	1991	0	0	0	0	822,8421476	588,9680861	0	62,95259565	-10,88	18,5092232
Вірменія	5	1992	0	0	0	0	20,75902488	217,1902722	0	62,30845784	-40,75	18,5466962
Вірменія	5	1993	0	0	0	0	118,5960737	149,6284102	0	44,12649451	-6,64	17,1936813
Вірменія	5	1994	0	0	0	0	308,406511	266,1391889	10	15,30088676	7,95	11,2720168
Вірменія	5	1995	0	0	0	0	270,5299828	237,1913323	30	9,116226303	9,11	11,1700015
Вірменія	5	1996	0	0	0	0	319,4932761	285,6100853	20	9,070579955	7,52	11,2316982

Продовження додатку Ж

Продовження табл. Ж.1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Вірменія	5	1997	0	0	0	0	312,5784632	265,6665233	50	7,971943719	4,5	11,2167199
Вірменія	5	1998	0	113	0	0	362,3884891	307,0862376	220	10,73037424	8,15	11,0520888
Вірменія	5	1999	0	0	0	0	338,6887537	303,0204064	120	10,74997814	3,94	11,9086283
Вірменія	5	2000	0	33	0	0	356,3839364	352,4015518	100	11,54750109	6,51	11,8090155
Вірменія	5	2001	0	33	63	0	418,566101	374,7793031	70	9,334876225	10,13	11,2859017
Вірменія	5	2002	49	26	0	0	514,8827069	501,2106043	110	7,378001259	13,67	9,98704046
Вірменія	5	2003	25	31	0	0	680,9349137	645,532595	120	5,55947834	14,45	10,2072474
Вірменія	5	2004	0	62	0	0	889,8031681	853,5101697	250	6,684198722	10,85	10,1729641
Вірменія	5	2005	0	132	0	0	1492,982805	1460,088706	240	8,78898075	14,27	10,5509838
Вірменія	5	2006	220	0	0	0	2292,411787	2268,48428	450	8,064047751	13,65	10,0902692
Вірменія	5	2007	37	104	10	0	3478,377077	3400,391313	700	12,13428829	14,24	10,1731842
Вірменія	5	2008	70	186	705	0	4766,409321	4637,016643	940	18,5932737	7,34	10,2292045
Вірменія	5	2009	78	199	0	0	2998,214892	3148,587617	780	21,52987909	-13,88	13,3366214
Вірменія	5	2010	107	98	0	0	3043,78548	3095,675913	570	27,81569758	2,36	13,0709481
Вірменія	5	2011	0	73	0	0	2766,896452	2646,704201	660	36,38144801	4,68	12,9276636
Вірменія	5	2012	0	47	0	0	2530,154265	2346,532726	490	44,17172243	7,02	12,7359212
Азербайджан	6	1991	0	0	0	0	271,7999311	1006,252045	0	68,87076342	-2,23	19,4199102
Азербайджан	6	1992	0	0	0	0	-34,5038064	1089,00309	0	65,90444182	-23,76	17,7199643
Азербайджан	6	1993	0	0	0	0	865,571728	832,0664925	0	52,0560166	-24,26	30,1243936
Азербайджан	6	1994	0	14	0	0	507,4652354	870,1978975	0	44,30491511	-20,78	23,5126004
Азербайджан	6	1995	0	0	0	0	725,8515422	477,511322	330	12,54718999	-12,81	12,7940763
Азербайджан	6	1996	0	20	0	0	921,2043711	924,6221809	630	13,02813484	0,28	12,0176825
Азербайджан	6	1997	0	1	0	0	1356,63739	1465,821832	1110	12,95761031	4,78	12,6125613
Азербайджан	6	1998	0	74	0	0	1483,665631	1579,11669	1020	12,94494151	8,96	15,1588958
Азербайджан	6	1999	0	27	0	0	1213,834392	1306,136483	510	10,5735629	6,46	15,6139737
Азербайджан	6	2000	0	61	0	0	1090,060886	1219,917845	130	9,602992616	10,19	9,45007732
Азербайджан	6	2001	230	17	0	0	1180,071225	1305,957515	230	9,771804859	9,05	8,96563629

Продовження додатку Ж

Продовження табл. Ж.1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Азербайджан	6	2002	145	7	0	0	2156,17904	2125,217192	1390	8,745992604	9,78	8,68754748
Азербайджан	6	2003	0	39	0	0	3868,490175	3847,436115	3280	9,359107723	10,36	10,062593
Азербайджан	6	2004	0	109	0	0	5033,868579	5009,445958	3560	10,92766067	9,24	10,7840895
Азербайджан	6	2005	0	123	0	0	5501,464427	5471,530673	4480	11,16614064	25,11	10,3661322
Азербайджан	6	2006	0	414	0	0	6265,166939	6231,924338	4490	13,08299523	33,03	10,8273616
Азербайджан	6	2007	0	188	0	0	7114,089267	7072,602261	4590	17,16262507	23,64	10,0703443
Азербайджан	6	2008	0	474	0	0	9132,302824	9076,192795	3990	16,21507959	8,47	8,49511177
Азербайджан	6	2009	0	208	0	0	8392,634984	8335,406818	2900	22,45764528	7,16	11,1234077
Азербайджан	6	2010	0	124	0	0	9554,005232	9610,688925	3350	23,02909572	3,61	10,8814318
Азербайджан	6	2011	0	88	0	0	13366,9748	13307,45853	4490	19,21152587	-1,23	10,1276833
Азербайджан	6	2012	0	0	0	0	15089,10387	15017,82077	5290	24,71710365	0,85	10,3355866
Грузія	7	1991	0	0	0	0	1787,023453	1224,441995	0	10,646	-21,65	9,50391645
Грузія	7	1992	0	0	0	0	863,287501	603,5591698	0	8,3651	-45,33	9,36201582
Грузія	7	1993	0	12	0	0	162,0685299	82,64869024	0	9,6513	-29,84	5,86147382
Грузія	7	1994	0	0	0	0	66,53134257	66,53134257	0	8,261	-9,49	9,83043299
Грузія	7	1995	0	10	0	0	108,6356196	108,6356196	0	8,075476431	5,37	10,906909
Грузія	7	1996	0	10	0	0	606,4752273	574,5890224	0	8,120802305	14,04	7,69866598
Грузія	7	1997	0	21	0	0	626,187553	647,9917968	240	12,86708191	12,58	10,1696476
Грузія	7	1998	119	10	0	0	981,8038137	923,3721504	270	15,61417988	4,12	11,0831265
Грузія	7	1999	10	10	0	0	740,6908476	733,8192177	80	19,50976163	3,67	10,632885
Грузія	7	2000	11	38	0	0	812,7171757	778,0474652	130	21,50647611	2,63	8,53881198
Грузія	7	2001	0	15	0	0	976,3984051	876,8249996	110	20,00370937	5,57	9,64388946
Грузія	7	2002	0	15	0	0	967,8337223	831,4456698	160	20,08061966	6,19	9,78915583
Грузія	7	2003	2	39	0	0	1250,126894	1064,313785	330	20,01519314	11,78	9,76418069
Грузія	7	2004	27	37	0	0	1635,38176	1407,164795	490	18,94593958	6,12	14,0373522
Грузія	7	2005	0	59	0	0	2146,917045	1799,303749	450	21,46568878	8,52	17,3303548
Грузія	7	2006	95	383	169	0	2395,17769	1983,663129	1170	23,74880814	8,47	15,3446265

Продовження додатку Ж

Продовження табл. Ж.1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Грузія	7	2007	458	50	60	435	3260,810255	2616,105852	1880	31,06721136	12,59	21,8779004
Грузія	7	2008	68	106	345	0	3322,561318	2750,121559	1590	32,67004177	2,42	25,8784232
Грузія	7	2009	48	154	0	0	1402,490987	1649,421025	650	32,93278757	-4,37	24,4604718
Грузія	7	2010	16	65	0	0	2512,307068	2249,35878	870	33,18243567	5,25	21,0717847
Грузія	7	2011	417	70	0	0	3681,13103	3151,23281	1080	34,12398355	6,22	18,1997583
Грузія	7	2012	0	13	0	0	4587,532272	3934,329151	830	34,97532668	5,83	17,7033964
Білорусія	8	1991	0	0	0	0	5174,268224	3947,169041	0	0	-1,248459878	21,2399541
Білорусія	8	1992	0	10	0	0	5411,561894	4297,433073	10	0	-9,79467502	15,6733369
Білорусія	8	1993	0	0	0	0	6679,889798	5518,327879	20	0	-7,807559332	18,5005886
Білорусія	8	1994	0	0	0	0	4917,917443	4966,31851	10	39,8093077	-11,5963919	20,5112065
Білорусія	8	1995	0	0	0	0	3458,255487	3450,983426	10	15,01749883	-10,10994703	20,5500541
Білорусія	8	1996	500	0	0	0	3470,669231	3110,630769	100	15,0625798	3,144015748	20,5516912
Білорусія	8	1997	0	0	0	0	3791,615314	3564,731937	350	16,97545551	11,87348028	20,322051
Білорусія	8	1998	0	20	0	0	4066,107353	3947,775754	200	35,24142068	8,916754395	19,8647148
Білорусія	8	1999	0	0	0	0	2877,642953	3195,697467	440	19,8849663	3,750333832	19,5036443
Білорусія	8	2000	0	0	0	0	3234,992537	3209,885013	120	19,15939357	6,117241379	19,4785303
Білорусія	8	2001	0	39	0	0	2935,611511	2800,719424	100	17,61552892	5,53753894	21,5527683
Білорусія	8	2002	0	120	0	0	3236,694945	3208,656794	250	18,01403363	5,716108863	21,0292942
Білорусія	8	2003	0	241	0	0	4448,217715	4233,229057	170	22,17432467	7,786168801	21,3793047
Білорусія	8	2004	0	148	0	0	6634,068708	5858,837231	160	21,2097147	12,21717692	20,6031789
Білорусія	8	2005	0	188	0	0	8597,932975	8010,697273	310	21,7628276	10,19973014	20,7853124
Білорусія	8	2006	0	220	0	0	11895,87466	10963,18855	360	27,1917706	10,67373443	19,2073625
Білорусія	8	2007	625	661	0	0	15435,3519	14205,85439	1810	26,83747336	9,147366066	18,5231765
Білорусія	8	2008	625	1,13	4	0	22872,37828	20236,51685	2190	32,67403483	10,61851711	16,5249771
Білорусія	8	2009	625	208	0	0	18342,176	17667,28635	1880	34,06303159	0,384786262	16,7352531
Білорусія	8	2010	625	420	0	0	22768,66621	21721,73335	1390	45,3116209	7,933783669	16,803718
Білорусія	8	2011	2,5	215	0	0	20018,33984	20939,41276	4000	31,7935547	5,733117467	13,8947434

Продовження додатку Ж

Продовження табл. Ж.1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Білорусія	8	2012	0	143	0	0	22507,6993	21405,38286	1460	32,03876049	1,828134939	14,08585373
Росія	9	1991	0	18	0	0	184739,6247	118521,8353	0	30,47453	-5,259047968	16,5105475
Росія	9	1992	0	19	0	0	159292,5633	110149,1129	1160	26,7357	-14,56843686	13,8574434
Росія	9	1993	0	54	0	0	117497,4341	88706,5041	1210	25,9162731	-8,564614832	20,0391818
Росія	9	1994	1,1	359	0	0	100895,0473	86171,88719	690	31,70528039	-12,46130513	19,0994679
Росія	9	1995	0	553	0	0	100619,5679	83369,70804	2060	25,45824291	-4,017351238	19,0759538
Росія	9	1996	853	607	0	0	92711,42825	78352,08246	2580	27,83922701	-3,612444282	19,4939735
Росія	9	1997	490	2,855	0	0	88988,76404	74070,87295	4860	29,48794023	1,56778482	21,0672359
Росія	9	1998	660	633	406	108	40546,11025	43760,94796	2760	44,92550198	-5,143144615	18,7328871
Росія	9	1999	278	640	0	0	29053,61495	28184,40292	3310	33,33148117	6,729577779	14,5795323
Росія	9	2000	0	1,596	109	0	48549,59118	43796,65837	2710	24,9260841	10,4636509	15,0911629
Росія	9	2001	1,7	1,273	0	0	67298,59445	57912,2386	2750	25,73124916	5,538622997	16,4352162
Росія	9	2002	14	2,785	0	0	69196,60925	61860,10845	3460	26,88458209	5,153141715	17,9536343
Росія	9	2003	0	4,034	0	324	89766,06282	79248,66415	7960	27,8750366	7,845110881	17,9160972
Росія	9	2004	9	5,772	0	241	123530,0243	108660,1874	15440	25,65719757	7,806581412	16,971678
Росія	9	2005	3	5,627	0	340	153392,2574	135651,4053	15510	22,12194298	6,901941389	16,8715389
Росія	9	2006	459	5,847	144	699	209584,0535	183170,9021	37590	22,49082256	8,629064983	17,3881376
Росія	9	2007	13,624	5,898	23	174	314067,5819	272876,5324	55870	24,41626219	8,819454304	17,2975412
Росія	9	2008	13,162	7,004	24	0	423536,0863	370210,3175	74780	23,9482911	5,365462627	17,8305973
Росія	9	2009	1,484	4,887	0	0	231402,2508	268922,2568	36580	33,7231074	-7,790872075	20,7866066
Росія	9	2010	5,982	6,411	4,596	0	344860,8564	329769,2629	43170	37,44773546	4,154158645	18,7250721
Росія	9	2011	5,256	7,364	4,285	0	475881,7383	406717,6497	55080	38,61176528	3,847771373	18,0512872
Росія	9	2012	13	6,125	79	100	493644,5762	441137,7506	50660	41,50957076	3,275499128	19,1080131
Туреччина	10	1991	0	0	0	0	34304,54813	35781,02603	810	22,47554382	-0,96103501	12,41925109
Туреччина	10	1992	0	0	0	0	37168,20649	36586,14096	840	24,86555304	3,334554148	12,92501701
Туреччина	10	1993	0	0	0	0	48020,49269	46052,32852	640	26,37949336	5,946898797	12,8938666
Туреччина	10	1994	0	74	20	0	27863,84122	31965,73986	610	25,5576818	-6,15796897	11,65736759

Продовження додатку Ж

Продовження табл. Ж.1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Туреччина	10	1995	1,76	116	0	0	43174,09825	40397,92576	890	27,78362379	6,202866938	10,7858027
Туреччина	10	1996	1,232	176	85	942	44554,63514	45533,2113	720	34,12087191	5,717405468	11,57077274
Туреччина	10	1997	0	189	305	0	47668,97301	50153,8657	810	34,56463265	5,920654298	12,2593918
Туреччина	10	1998	0	1,449	0	0	59548,84542	61552,16341	940	27,46194263	0,74660994	10,252717
Туреччина	10	1999	0	1,341	0	0	47761,76695	47300,78319	780	36,75690792	-4,817842011	12,22896701
Туреччина	10	2000	3,575	4,525	0	0	55357,53999	54361,20921	980	37,90726269	5,201424418	11,72639266
Туреччина	10	2001	1,7	197	0	0	29565,54422	31244,95839	3350	52,9215345	-7,059507547	12,39632664
Туреччина	10	2002	360	199	0	0	40958,75597	38881,1737	1080	47,47406469	4,658457964	12,72991463
Туреччина	10	2003	0	155	85	0	53319,13652	51546,71997	1700	42,7739605	3,802999118	12,20008588
Туреччина	10	2004	169	384	156	0	76041,32304	79773,11049	2780	41,35989062	7,878304788	11,94958775
Туреччина	10	2005	61	7,329	2,848	0	96545,68622	101574,2297	10030	45,62762522	6,965581953	11,78839739
Туреччина	10	2006	321	1,992	217	0	117089,2363	118337,2027	20180	45,76522589	5,517670392	12,33206743
Туреччина	10	2007	82	2,215	2,578	0	136339,8404	138612,5681	22050	49,26285299	3,358008777	12,78685024
Туреччина	10	2008	4,434	3,954	1,492	0	159080,9043	145289,539	19760	54,62729102	-0,581449402	12,80133776
Туреччина	10	2009	3,204	3,908	0	0	91800,4817	103689,0532	8660	64,69998078	-5,998258651	14,70029527
Туреччина	10	2010	5,197	2,381	333	0	142749,0589	138285,577	9040	71,83725249	7,800440234	14,33506884
Туреччина	10	2011	10,151	3,055	1,416	0	182502,4521	169052,6542	16050	71,620711	7,401387377	13,92509576
Туреччина	10	2012	5,771	2,328	1,562	0	158817,8541	159867,0181	12520	74,38876045	0,832199526	14,84400884
Україна	11	1991	0	0	0	0	20411,28064	15521,88642	0	64,8523	-8,6	17,3992613
Україна	11	1992	0	11	0	0	25474,82824	20066,62461	200	83,19043609	-9,96	17,5589747
Україна	11	1993	0	72	0	0	23825,5124	15946,69344	200	30,59786643	-14,27	15,9833552
Україна	11	1994	0	10	0	0	18566,51755	12367,49267	160	24,16214781	-22,55	19,3616049
Україна	11	1995	0	18	0	0	12865,0068	11224,29221	270	15,51787651	-11,5	21,2696473
Україна	11	1996	0	317	0	0	10101,66724	9232,577304	520	14,77095328	-9,2	21,7593445
Україна	11	1997	0	187	0	0	10755,22349	9946,285446	620	17,08309766	-2,11	27,3989183
Україна	11	1998	0	331	0	0	8718,922218	8204,123009	740	24,56648538	-1,02	24,607915
Україна	11	1999	0	242	0	0	5530,702896	6084,33648	500	25,22352827	0,75	19,8295027

Продовження додатку Ж

Продовження табл. Ж.1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Україна	11	2000	0	206	0	0	6136,68543	6144,405687	600	23,82241039	6,97	20,9184453
Україна	11	2001	160	255	0	0	8272,370209	7485,154781	790	24,19562022	10,3	19,6224105
Україна	11	2002	20	186	0	0	8541,658844	8126,947772	690	28,08599049	6,25	18,3955538
Україна	11	2003	0	370	0	0	11014,30795	10327,78892	1420	33,12138369	10,29	19,0129571
Україна	11	2004	0	738	0	0	13712,53995	14630,56966	1720	31,65770946	12,95	18,077847
Україна	11	2005	0	1,407	0	100	19454,99249	18921,10758	7810	33,2431232	3,46	18,6353216
Україна	11	2006	4	865	0	0	26681,18812	26509,70297	5600	45,69143917	8,03	18,4415045
Україна	11	2007	83	1,346	0	0	38039,80198	38649,30693	10190	61,05288337	8,55	18,3061364
Україна	11	2008	100	1,364	0	102	50289,14793	47493,54496	10700	82,88090267	2,86	16,9962265
Україна	11	2009	121	934	130	0	19998,84485	21517,09621	4770	89,09521268	-14,42	20,1472609
Україна	11	2010	89	413	0	0	26689,97933	26247,29069	6450	80,18011581	4,61	20,329143
Україна	11	2011	998	1,819	0	0	33824,36367	30346,02641	7210	80,26278633	5,58	18,2348383
Україна	11	2012	725	440	0	0	34842,69804	34457,13928	7830	80,20611759	0,45	19,5220083

Примітка. Energ – обсяг інфраструктурних інвестицій в енергетику (млн дол. США); Telecom – обсяг інфраструктурних інвестицій в сферу телекомунікацій (млн дол. США); Transp – обсяг інфраструктурних інвестицій в транспорт (млн дол. США); Wat – обсяг інфраструктурних інвестицій в сферу водопостачання та каналізації (млн дол. США); GCF – обсяг валового нагромадження капіталу (млн дол. США); GFCF – обсяг валового нагромадження основного капіталу (млн дол. США); FDI – обсяг прямих іноземних інвестицій (млн дол. США); FC – відношення обсягу внутрішніх кредитів фінансового сектору до валового внутрішнього продукту; FV – відношення обсягу доданої вартості, створеної фінансовим сектором та сектором нерухомості, до сукупної доданої вартості; GDP – темп приросту валового внутрішнього продукту на душу населення

Продовження додатку Ж

Таблиця Ж.2 – Результати визначення залежності між індикаторами дисбалансів руху фінансових ресурсів та обсягами інфраструктурних інвестицій в енергетику

Параметри	Незалежна змінна			
	Energ			
	Модель 1	Модель 2	Модель 3	Модель 4
Постійна величина	0,039 (1,79)	0,005 (1,98)	-0,092 (-1,12)	-0,081 (-0,98)
Dom_cred_fin	0,137 (1,99)		0,174 (2,23)	
GDP			0,198 (2,20)	0,130 (2,44)
Gov_fin_cons			0,004 (0,05)	0,033 (0,35)
FIRE		0,260 (1,98)		0,225 (2,65)

Примітка. В дужках представлено показник t-статистики, значення якого по модулю на рівні 1,96 свідчить про значущість впливу факторної ознаки на залежну змінну (довірча ймовірність 95 %)

Таблиця Ж.3 – Результати визначення залежності між індикаторами дисбалансів руху фінансових ресурсів та обсягами інфраструктурних інвестицій в сферу телекомунікацій

Параметри	Незалежна змінна			
	Telecom			
	Модель 1	Модель 2	Модель 3	Модель 4
Постійна величина	0,153 (6,20)	0,009 (0,25)	0,002 (0,02)	-0,086 (-0,94)
Dom_cred_fin	-0,050 (-0,58)		-0,025 (-0,03)	
GDP			0,244 (2,39)	0,189 (1,89)
Gov_fin_cons			-0,015 (0,05)	-0,069 (-0,07)
FIRE		0,506 (3,41)		0,45 (2,98)

Примітка. В дужках представлено показник t-статистики, значення якого по модулю на рівні 1,96 свідчить про значущість впливу факторної ознаки на залежну змінну (довірча ймовірність 95 %)

Продовження додатку Ж

Таблиця Ж.4 – Результати визначення залежності між індикаторами дисбалансів руху фінансових ресурсів та обсягами інфраструктурних інвестицій в транспорт

Параметри	Незалежна змінна			
	Transp			
	Модель 1	Модель 2	Модель 3	Модель 4
Постійна величина	0,02 (0,46)	0,009 (1,43)	-0,062 (-1,20)	-0,062 (-1,20)
Dom_cred_fin	0,02 (1,44)		0,027 (0,55)	
GDP			0,074 (2,29)	0,062 (1,98)
Gov_fin_cons			0,069 (1,16)	0,074 (1,25)
FIRE		0,058 (2,70)		0,047 (2,54)

Примітка. В дужках представлено показник t-статистики, значення якого по модулю на рівні 1,96 свідчить про значущість впливу факторної ознаки на залежну змінну (довірча ймовірність 95 %)

Таблиця Ж.5 – Результати визначення залежності між індикаторами дисбалансів руху фінансових ресурсів та обсягами інфраструктурних інвестицій в сферу водопостачання і каналізації

Параметри	Незалежна змінна			
	Wat			
	Модель 1	Модель 2	Модель 3	Модель 4
Постійна величина	0,024 (2,04)	0,011 (2,57)	-0,044 (-1,00)	-0,05 (-1,12)
Dom_cred_fin	-0,027 (-0,67)		-0,017 (-0,40)	
GDP			0,079 (2,63)	0,083 (2,71)
Gov_fin_cons			0,033 (0,66)	0,031 (0,62)
FIRE		0,023 (2,32)		0,001 (2,02)

Примітка. В дужках представлено показник t-статистики, значення якого по модулю на рівні 1,96 свідчить про значущість впливу факторної ознаки на залежну змінну (довірча ймовірність 95 %)

Продовження додатку Ж

Таблиця Ж.6 – Результати визначення залежності між індикаторами дисбалансів руху фінансових ресурсів та обсягами валового нагромадження капіталу

Параметри	Незалежна змінна			
	GCF			
	Модель 1	Модель 2	Модель 3	Модель 4
Постійна величина	0,038 (3,25)	0,046 (2,31)	0,007 (-0,17)	0,02 (0,35)
Dom_cred_fin	0,09 (2,20)		0,104 (2,45)	
GDP			0,07 (1,44)	0,041 (0,83)
Gov_fin_cons			-0,0002 (-0,01)	0,015 (0,29)
FIRE		0,057 (0,78)		0,046 (0,83)

Примітка. В дужках представлено показник t-статистики, значення якого по модулю на рівні 1,96 свідчить про значущість впливу факторної ознаки на залежну змінну (довірча ймовірність 95 %)

Таблиця Ж.7 – Результати визначення залежності між індикаторами дисбалансів руху фінансових ресурсів та обсягами валового нагромадження основного капіталу

Параметри	Незалежна змінна			
	GFCF			
	Модель 1	Модель 2	Модель 3	Модель 4
Постійна величина	0,038 (3,14)	0,043 (2,15)	-0,017 (-0,17)	0,007 (0,15)
Dom_cred_fin	0,099 (2,38)		0,114 (2,45)	
GDP			0,08 (1,44)	0,05 (0,91)
Gov_fin_cons			0,005 (-0,01)	0,023 (0,43)
FIRE		0,072 (0,97)		0,006 (0,79)

Примітка. В дужках представлено показник t-статистики, значення якого по модулю на рівні 1,96 свідчить про значущість впливу факторної ознаки на залежну змінну (довірча ймовірність 95 %)

Продовження додатку Ж

Таблиця Ж.8 – Результати визначення залежності між індикаторами дисбалансів руху фінансових ресурсів та обсягами прямих іноземних інвестицій

Параметри	Незалежна змінна			
	FDI			
	Модель 1	Модель 2	Модель 3	Модель 4
Постійна величина	0,03 (2,36)	0,017 (3,80)	-0,063 (-1,28)	-0,05 (0,15)
Dom_cred_fin	0,065 (2,42)		0,092 (1,97)	
GDP			0,145 (1,68)	0,114 (2,10)
Gov_fin_cons			-0,0006 (-0,01)	-0,138 (2,24)
FIRE		0,114 (3,41)		0,081 (2,00)

Примітка. В дужках представлено показник t-статистики, значення якого по модулю на рівні 1,96 свідчить про значущість впливу факторної ознаки на залежну змінну (довірча ймовірність 95 %)

Додаток 3

Визначення залежностей між індикаторами дисбалансів руху фінансових ресурсів та інвестиційними потоками в економіці (для України)

Таблиця 3.1 – Вхідні статистичні дані до нормалізації

Рік	Валове нагромадження основного капіталу (млн дол. США)	Прямі іноземні інвестиції (млн дол. США)	Портфельні інвестиції (млн дол. США)	Відношення обсягу внутрішніх кредитів фінансового сектору до ВВП	Відношення обсягу доданої вартості, створеної фінансовим сектором та сектором нерухомості до сукупної доданої вартості	Загальні державні витрати на кінцеве споживання	Відношення обсягу активів фінансового сектору до ВВП
1991	15521,886	0,000	0,000	64,852	1,060	17,399	16,698
1992	20066,625	200,000	0,000	83,190	1,530	17,559	20,545
1993	15946,693	200,000	0,000	30,598	1,840	15,983	21,919
1994	12367,493	160,000	0,000	24,162	8,886	19,362	46,778
1995	11224,292	270,000	0,000	15,518	5,301	21,270	60,099
1996	9232,577	520,000	46,000	14,771	4,482	21,759	63,160
1997	9946,285	620,000	248,000	17,083	4,391	27,399	66,423
1998	8204,123	740,000	227,000	24,566	4,784	24,608	70,322
1999	6084,336	500,000	129,000	25,224	4,884	19,830	71,627
2000	6144,406	600,000	146,000	23,822	6,670	20,918	75,341
2001	7485,155	790,000	87,000	24,196	8,787	19,622	76,997
2002	8126,948	690,000	95,000	28,086	9,375	18,396	90,102
2003	10327,789	1420,000	84,000	33,121	9,820	19,013	99,744
2004	14630,570	1720,000	-61,000	31,658	12,975	18,078	105,697
2005	18921,108	7810,000	82,000	33,243	11,400	18,635	87,757
2006	26509,703	5600,000	322,000	45,691	11,810	18,442	75,808
2007	38649,307	10190,000	715,000	61,053	14,720	18,306	113,172
2008	47493,545	10700,000	388,000	82,881	16,280	16,996	108,742
2009	21517,096	4770,000	105,000	89,095	17,770	20,147	116,579
2010	26247,291	6450,000	290,000	80,180	15,730	20,329	106,925
2011	30346,026	7210,000	519,000	80,263	14,040	18,235	99,434
2012	34457,139	7830,000	516,000	80,206	13,550	19,522	97,111
2013	36465,133	8310,000	478,000	73,543	12,532	19,112	96,193

Продовження додатку 3

Таблиця 3.2 – Результати визначення залежності між індикаторами дисбалансів руху фінансових ресурсів та обсягами валового нагромадження основного капіталу (*GFCF*)

Параметри	Коефіцієнти регресії β	Стандартна помилка	<i>t</i> -статистика
Постійна величина	0,036	0,168	0,329
Dom_cred_fin	0,514	0,182	2,830
FIRE	0,551	0,421	1,307
Gov_fin_cons	-0,079	0,161	-0,488
Fin_asset	-0,207	0,381	-0,544
F_{fact}	10, 00057		
F_{crit}	2,965		

Таблиця 3.3 – Результати визначення залежності між індикаторами дисбалансів руху фінансових ресурсів та обсягами прямих іноземних інвестицій (*FDI*)

Параметри	Коефіцієнти регресії β	Стандартна помилка	<i>t</i> -статистика
Постійна величина	-0,161	0,134	-1,199
Dom_cred_fin	0,304	0,180	1,684
FIRE	0,532	0,419	1,270
Gov_fin_cons	-0,051	0,160	-0,320
Fin_asset	0,110	0,378	0,291
F_{fact}	10, 194		
F_{crit}	2,965		

Продовження додатку 3

Таблиця 3.4 – Результати визначення залежності між індикаторами дисбалансів руху фінансових ресурсів та обсягами портфельних інвестицій (*PI*)

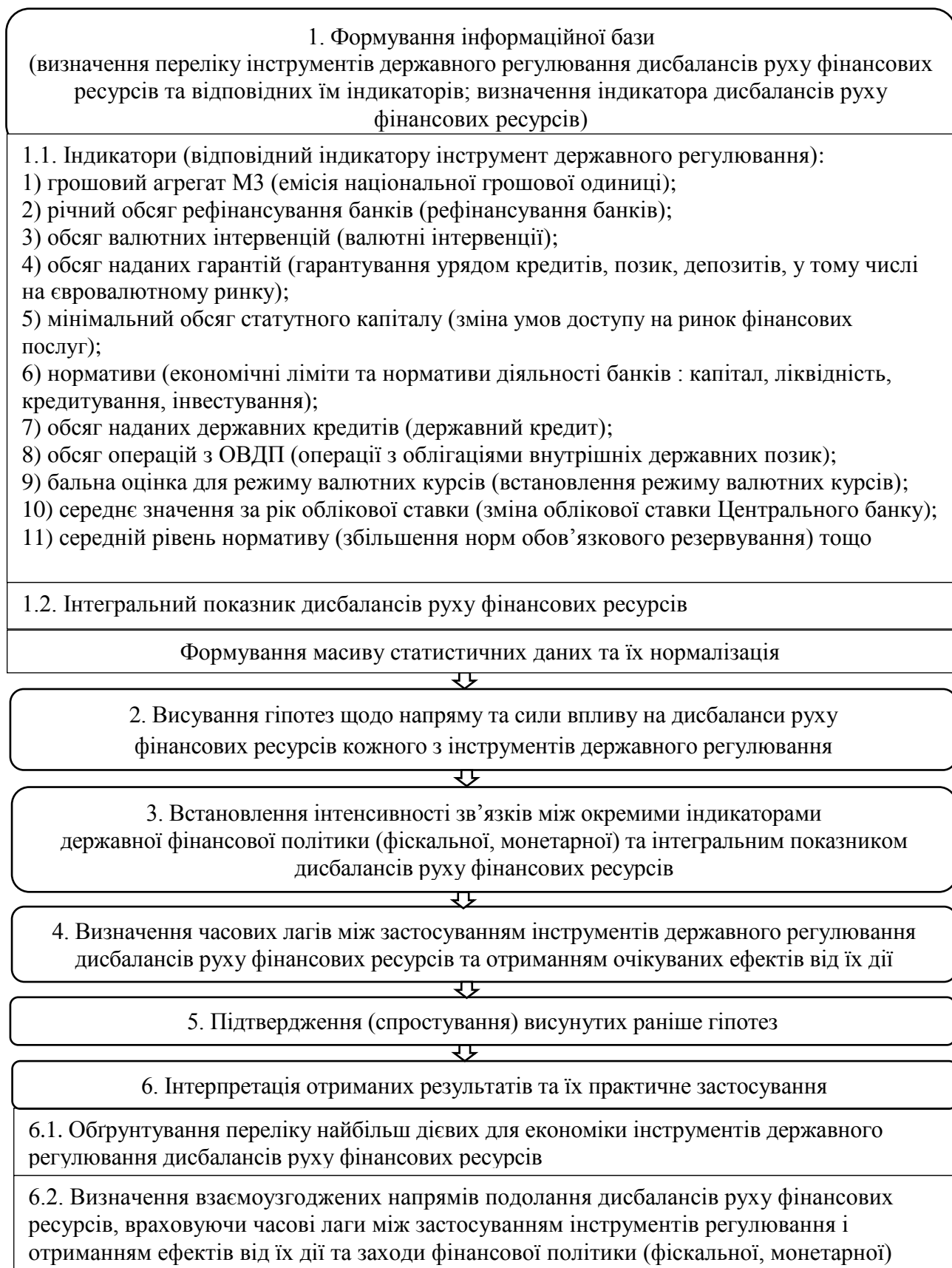
Параметри	Коефіцієнти регресії β	Стандартна помилка	<i>t</i> -статистика
Постійна величина	-0,119	0,143	-0,834
Dom_cred_fin	0,456	0,249	1,827
FIRE	-0,066	0,578	-0,115
Gov_fin_cons	0,187	0,221	0,848
Fin_asset	0,467	0,523	0,894
F_{fact}	3,318		
F_{crit}	2,965		

Таблиця 3.5 – Результати визначення залежності між індикатором дисбалансів руху фінансових ресурсів (*FIRE*) та обсягами портфельних інвестицій (*PI*)

Параметри	Коефіцієнти регресії β	Стандартна помилка	<i>t</i> -статистика
Постійна величина	0,011	0,128	0,090
FIRE	0,583	0,192	3,032
Gov_fin_cons	0,149	0,192	0,777
F_{fact}	4,6103		
F_{crit}	3,522		

Додаток К

Створення та обґрунтування переліку найбільш дієвих для економіки інструментів державного регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів



Додаток Л

Акти та довідки про впровадження результатів дослідження в практичну діяльність органів державного управління, суб'єктів фінансового та реального секторів економіки, у навчальний процес вищих навчальних закладів



РАДА НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ

01601 м. Київ, вул. Інститутська, 9

тел. 230-18-46, факс 230-18-56
e-mail: rada_nbu@bank.gov.ua

16.07.2015 № 10-00009/14476

На № _____

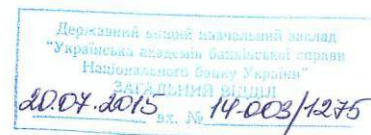
Довідка

про впровадження результатів дисертаційного дослідження к.е.н., доцента Корнеєва Максима Валерійовича на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук на тему «Методологічні засади оцінювання та регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці України»

Пропозиції щодо методології оцінювання впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на соціально-економічний розвиток України, що обґрунтовані у дисертаційному дослідженні Корнеєва М. В., були враховані при здійсненні аналізу фінансового і економічного стану країни у процесі роботи Апарату Ради Національного банку України.

Заступник керівника Апарату Ради
Національного банку України

О.О. Литвинов



0000990

Продовження додатку Л



**НАЦІОНАЛЬНА КОМІСІЯ,
ЩО ЗДІЙСНЮЄ ДЕРЖАВНЕ РЕГУЛЮВАННЯ У СФЕРІ РИНКІВ
ФІНАНСОВИХ ПОСЛУГ
(НАЦКОМФІНПОСЛУГ)**

01001, м. Київ, вул. Б. Грінченка, 3, тел. 234-02-24, факс 235-77-51, Код ЄДРПОУ 38062828

16.07.2015 № 4250/03-10 На № _____ від _____

В спеціалізовану вчену раду Д55.081.01
ДВНЗ «Українська академія банківської
справи Національного банку України»

**Довідка про впровадження результатів
наукового дослідження Корнеєва Максима Валерійовича на тему
«Методологічні засади оцінювання та регулювання дисбалансів руху
фінансових ресурсів в економіці України»**

Фахівцями Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, розглянуто основні положення дисертаційної роботи Корнеєва Максима Валерійовича на тему «Методологічні засади оцінювання та регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці України», яка подана у спеціалізовану вчену раду Д55.081.01 на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит.

Пропозиції Корнеєва М.В. щодо мінімізації негативного впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на розвиток товарних ринків, шляхом розробки комплексних та гармонізованих заходів з перебудови національних фінансових ринків, використовувались при підготовці пропозицій щодо напрямів вдосконалення діяльності українських ринків фінансових послуг.

Рекомендації Корнеєва М.В. щодо напрямків та способів регулювання конкурентного середовища фінансового ринку України, використані при підготовці Положення про порядок нагляду на консолідованій основі за небанківськими фінансовими групами, переважна діяльність у яких здійснюється фінансовими установами, нагляд за якими здійснює Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг.

Член Нацкомфінпослуг



О.М. Залетов

Державний орган навчального закладу
"Українська академія банківської справи
Національного банку України"
ЗАГАЛЬНИЙ ВИДИЛ
03.08.2015 № 14-016/1329

018249

Продовження додатку Л



**ДНІПРОПЕТРОВСЬКА ОБЛАСНА ДЕРЖАВНА АДМІНІСТРАЦІЯ
ДЕПАРТАМЕНТ ЕКОНОМІЧНОГО РОЗВИТКУ**

пр. Кірова, 1, м. Дніпропетровськ, 49004 тел. 742-88-32, факс (056) 742-89-41,
e-mail: econom@depecon.dp.ua, Код ЄДРПОУ 02741404

ДОВІДКА

**про впровадження наукових результатів Корнєєва М.В.,
викладених у дисертації на здобуття наукового ступеня
доктора економічних наук**

Довідка видана про те, що результати наукового дослідження Корнєєва М.В. впроваджуються в практичну діяльність структурними підрозділами департаменту економічного розвитку Дніпропетровської облдержадміністрації.

Зокрема, основні положення, висновки і рекомендації дисертаційного дослідження стосовно методичних засад оцінювання рівня фінансіалізації економіки (з подальшою метою уникнення надмірного зростання частки фінансового сектору в загальній структурі економіки), впливу активізації процесу фінансіалізації економіки на економічне зростання (у короткостроковій та довгостроковій перспективах), методичних засад розрахунку індексу фінансіалізації та впливу його компонентів на динаміку економічного зростання, впливу фінансіалізації економіки на конвергентні процеси в її секторах (реальному, фінансовому), можливих сценаріїв соціально-економічного розвитку під впливом тенденції фінансіалізації економіки (з подальшою метою підвищення рівня задоволення соціально-економічних потреб суспільства) використано під час формування проекту стратегії розвитку Дніпропетровської області на період до 2020 року, яку затверджено рішенням Дніпропетровської обласної ради від 26.09.2014 № 561-27/VI та буде використано під час формування проекту програми соціально-економічного та культурного розвитку області на 2015 рік.

Департамент економічного розвитку облдержадміністрації вважає запропоновані рекомендації, висновки та результати наукового дослідження актуальними і доцільними, що мають значний практичний інтерес для місцевих органів виконавчої влади та органів місцевого самоврядування в контексті зрівноважування інтересів економіки та забезпеченні сталого розвитку.

Заступник директора
департаменту економічного
розвитку облдержадміністрації



О.С.ПСАРЬОВ

1451

Дніпропетровська обласна державна адміністрація
Департамент економічного розвитку
Вих. №1424/0/31-14 від 19.11.2014



Продовження додатку Л



**ДНІПРОПЕТРОВСЬКА МІСЬКА РАДА
ФІНАНСОВО-ЕКОНОМІЧНИЙ ДЕПАРТАМЕНТ**

просп. К.Маркса, 75, м. Дніпропетровськ, 49000, тел. 745 35 47, факс (056) 744 63 85
e-mail: 02finupr@miac.dp.ua, ЄДРПОУ 37454174

21.05.15 № 138/13

На № _____ від _____

До спеціалізованої вченої ради Д55.081.01
у ДВНЗ «Українська академія банківської справи
Національного банку України»

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного дослідження на тему «Методологічні засади оцінювання та регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці України», виконаного Корнеєвим Максимом Валерійовичем, представленого на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит

Дисертаційна робота Корнеєва М.В. містить ряд наукових положень, які використано для виконання поточних задач Фінансово-економічного департаменту Дніпропетровської міської ради.

Фінансово-економічним департаментом Дніпропетровської міської ради було розглянуто результати наукового дослідження Корнеєва М.В. стосовно методологічних засад розвитку фінансового сектору, особливостей регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в умовах фінансіалізації економіки та впроваджено їх у діяльність в рамках окремих аспектів:

1. Враховано визначені Корнеєвим М.В. найбільш дієві інструменти регулювання процесу фінансіалізації економіки (що на практиці дозволило реалізовувати вплив інструментів грошово-кредитної, валютної, бюджетно-податкової політик у відповідності до необхідного напрямку стимулювання (обмеження) процесу фінансіалізації економіки). Це дозволило дослідити особливості впливу інструментів фіскальної, монетарної політик на рівень дисбалансів руху фінансових ресурсів в умовах фінансіалізації економіки

2. Окремі результати наукового дослідження Корнеєва М.В. щодо концептуальних засад регулювання фінансового сектору в умовах фінансіалізації економіки (пропозиції стосовно покращення системи державного регулювання сегментів фінансового сектору, першочергових завдань базових суб'єктів фінансового сектору у здійсненні такого регулювання) використовуються фахівцями Фінансово-економічного департаменту Дніпропетровської міської ради при підготовці пропозицій до органів виконавчої влади (з метою вдосконалення нормативно-правової бази у сфері регулювання діяльності суб'єктів фінансового сектору).

3. Враховано виокремлені Корнеєвим М.В. ключові детермінанти фінансіалізації ринків (товарів, послуг), що дозволило на практиці прослідкувати можливі її тенденції та виробити стратегічні напрямки оптимізації негативних наслідків впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів.

Впроваджені у діяльність фінансово-економічного департаменту Дніпропетровської міської ради дослідження Корнеєва М.В. мають прикладний характер, практичну спрямованість.

Директор
фінансово-економічного департаменту
Дніпропетровської міської ради

І. П. Дробітько



Продовження додатку Л



До спеціалізованої вченої ради Д55.081.01

у ДВНЗ «Українська академія банківської справи

Національного банку України»

Вих.№ 38-01
«20» 11 2014 р.

ДОВІДКА

**про впровадження результатів дисертаційного дослідження
Корнєєва Максима Валерійовича
на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук за темою
“Методологічні засади оцінювання та регулювання дисбалансів
руху фінансових ресурсів в економіці України”,
спеціальність 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит**

Розвинений банківський сектор відіграє вагомий роль у стабілізації економіки країни, регулює темпи її розвитку. Окремі суб'єкти банківського сектору забезпечують виконання ряду важливих функцій, без яких не є можливим існування економіки.

Вивчення наукових результатів, що викладені в дисертаційній роботі Корнєєва Максима Валерійовича за темою “Методологічні засади оцінювання та регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці України”, дозволяє дійти висновків, що вона містить ряд наукових положень, корисних для виконання окремих задач, поставлених перед ПАТ «АКБ «КОНКОРД». Зокрема, результати наукового дослідження Корнєєва М.В. щодо впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів в умовах фінансіалізації економіки на стійкість її фінансового сектору (у тому числі банківського сектору) використовуються фахівцями ПАТ «АКБ «КОНКОРД» з метою підвищення рівня стабільності, ділової активності та ліквідності банківської установи та розробки стратегічних напрямків її діяльності. Додатково використано у діяльності банку методичний підхід, запропонований Корнєєвим М.В., до оцінки рівня дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці (з метою визначення їх впливу в умовах фінансіалізації економіки на окремі параметри розвитку банківського сектору в цілому та ПАТ «АКБ «КОНКОРД» зокрема).

Голова Правління
ПАТ «АКБ «КОНКОРД»

К.Є. Нефедов



ПУБЛІЧНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО «Акціонерний Комерційний Банк «КОНКОРД»
49069, Україна, м. Дніпропетровськ, вул. Артема, буд. 94
т./ф.: (0562) 31-04-38, 31-04-31, e-mail: info@concord.ua
розрахунковий рахунок № 35191000000001 в ПАТ «АКБ» КОНКОРД»
МФО 307350, ЄДРПОУ 34514392

Продовження додатку Л



ПРИВАТНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО «СТРАХОВА КОМПАНІЯ «АРСЕНАЛ СТРАХУВАННЯ»
Тел: 0 800 60 44 53; www.arsenal-strahovanie.com
П/р 26502024041454 в АТ «Укресімбанк» м. Києва
МФО 380333, код ЄДРПОУ 33908322

Голові спеціалізованої вченої ради Д55.081.01
Української академії банківської справи
Національного банку України
д.е.н., проф. Костюку О.М.

№ 384 від 18.02.2015р.

ДОВІДКА

**про використання результатів дисертаційного дослідження,
виконаного Корнєєвим Максимом Валерійовичем
на тему «Методологічні засади оцінювання та регулювання дисбалансів
руху фінансових ресурсів в економіці України» та
представленого на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук,
у діяльності страхової компанії «АРСЕНАЛ СТРАХУВАННЯ»**

Страховий сектор займає одну з ключових позицій серед небанківських складових фінансового сектору. Наукові результати дисертаційного дослідження Корнєєва Максима Валерійовича, яке присвячено методологічним засадам оцінювання та регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в умовах превалювання фінансового сектору економіки над її реальним сектором, використано у практичній діяльності ПрАТ «Страхова компанія «Арсенал страхування».

Фахівцями компанії ПрАТ «Страхова компанія «Арсенал страхування» враховано пропозиції (окремі наукові результати), які наведено у дисертаційному дослідженні Корнєєва Максима Валерійовича (на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит) з метою систематичного удосконалення програми по видах страхування – страхування іпотеки, медичного страхування, страхування від нещасного випадку, страхування майна, страхування відповідальності перед третіми особами.

Практичний інтерес для фахівців компанії ПрАТ «Страхова компанія «Арсенал страхування» мають результати дисертаційного дослідження Корнєєва Максима Валерійовича стосовно можливих сценаріїв функціонування фінансового сектору економіки в умовах її фінансіалізації, що обумовлено виникненням в останні роки конвергентних процесів між страховим сектором та банківським (як складовими фінансового) у світі. Ці результати дисертаційної роботи Корнєєва Максима Валерійовича використано фахівцями ПрАТ «Страхова компанія «Арсенал страхування» для розробки її фінансової політики.

Керівник
Дніпропетровської дирекції
ПрАТ «Страхова компанія
«Арсенал страхування»



Доленко С.А.

Продовження додатку Л

RADABANK, Joint-Stock Bank
46, Kirov Ave.
Dnepropetrovsk, Ukraine 49054
5, Moskovskaya Str.
Dnepropetrovsk, Ukraine 49000
telephone (+38 0562) 38-76-60,
fax (+38 056) 376-90-52
telex: 143441 RADA UX
www.radabank.com.ua
E-mail: bank@radabank.com.ua



РАДАБАНК

ПУБЛІЧНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО «АКЦІОНЕРНИЙ БАНК»

ПАТ «АБ «РАДАБАНК»
49054 Україна, м. Дніпропетровськ
пр.Кірова, 46
49000 Україна, м. Дніпропетровськ
вул. Московська, 5
телефон: +38(0562) 38-76-60,
факс: +38(056) 376-90-52
телекс: 143441 RADA UX
www.radabank.com.ua
E-mail: bank@radabank.com.ua



Голові спеціалізованої вченої ради Д55.081.01
Української академії банківської справи
Національного банку України
д.е.н., проф. Костюку О.М.

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного дослідження
Корнєєва Максима Валерійовича
на тему “Методологічні засади оцінювання та регулювання дисбалансів
руху фінансових ресурсів в економіці України”

Фахівцями ПАТ «АБ «РАДАБАНК» було розглянуто результати наукового дослідження Корнєєва Максима Валерійовича, присвяченого методологічним аспектам оцінювання та регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці в умовах її фінансіалізації та підготовленого для захисту дисертації на здобуття наукового ступеню доктора економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит. Наукові результати, отримані Корнєєвим М.В. при підготовці дисертації мають практичний інтерес для суб'єктів вітчизняного фінансового (банківського) сектору (у тому числі й для ПАТ «АБ «РАДАБАНК»).

В практичній діяльності ПАТ «АБ Рада Банк» враховано результати проведеного Корнєєвим М.В. моделювання впливу розвитку ринку похідних фінансових інструментів на цінові показники товарних ринків в умовах фінансіалізації економіки. Практичну цінність для банку ПАТ «АБ «РАДАБАНК» мають результати перевірки Корнєєвим М.В. гіпотези щодо впливу динаміки основних фінансових факторів, що опосередковують процеси фінансіалізації товарних ринків, на показники товарних ринків.

Реалізація запропонованих Корнєєвим М.В. рекомендацій (за результатами проведеного моделювання) дала змогу ПАТ «АБ «РАДАБАНК» підвищити загальну ефективність діяльності банку на ринку цінних паперів, більш комплексно підійти до формування системи управління діяльністю банку в умовах превалювання фінансового сектору економіки над її реальним сектором.

Заступник Голови Правління
ПАТ «АБ «РАДАБАНК»



В.В. Карпенко

Код банку 306500, ЄДРПОУ 21322127
Ліцензія НБУ №166, від 14.11.2011р.

Продовження додатку Л

ТОВАРИСТВО З ОБМЕЖЕНОЮ ВІДПОВІДАЛЬНІСТЮ
«Компанія «Дніпро-Агротехніка»

Р/р 2600 000 100 100 1
 в ПАТ КБ «ПРИВАТБАНК»
 МФО 305299, ОКПО 39 102 101

49023, м. Дніпропетровськ,
 вул. Ясельна 1
 т. факс 8 (056) 373-97-77

ПІН 391021004617

Вих. № 0310/5 від 03.10.2014 р.

Довідка
 про впровадження результатів наукового дослідження
 Корнєєва Максима Валерійовича
 на тему "Методологічні засади оцінювання та регулювання дисбалансів руху
 фінансових ресурсів в економіці України"

На фінансовому ринку важливу роль відіграють окремі економічні суб'єкти. Вітчизняне інвестування є доволі чутливим до макроекономічної ситуації в країні. Отже, необхідною є розробка інноваційних та вдосконалення існуючих заходів, що дозволять підвищити інвестиційну активність окремих інвесторів.

Провідними спеціалістами ТОВ «Компанія «Дніпро-Агротехніка» було розглянуто результати наукового дослідження Корнєєва М.В. на тему "Методологічні засади оцінювання та регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці України", яке підготовлене для захисту дисертації на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит (при спеціалізованій вченій раді Д55.081.01 Української академії банківської справи Національного банку України) та стосується питань розвитку фінансового сектору економіки, її фінансіалізації, оцінювання та регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів.

Дисертація Корнєєва М.В. на тему "Методологічні засади оцінювання та регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці України" містить ряд науково обґрунтованих результатів, які було використано у практичній діяльності ТОВ «Компанія «Дніпро-Агротехніка». Зокрема, провідними спеціалістами ТОВ «Компанія «Дніпро-Агротехніка» при формуванні стратегії розміщення ресурсів на фінансовому ринку враховано результати, наведені у дисертації Корнєєва М.В., стосовно впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів в умовах фінансіалізації економіки на процес інвестування. У діяльності ТОВ «Компанія «Дніпро-Агротехніка» також використано результати перевірки гіпотез Корнєєвим М.В. стосовно взаємозалежності між дисбалансами руху фінансових ресурсів в умовах фінансіалізації економіки та розподілом інвестиційних потоків. Врахування ідентифікованих за результатами моделювання можливих диспропорцій руху інвестиційних ресурсів в умовах фінансіалізації економіки дозволило керівництву ТОВ «Компанія «Дніпро-Агротехніка» підвищити ефективність прийняття власних інвестиційних рішень на 28.5 %.

Директор
 ТОВ «Компанія «Дніпро-Агротехніка»



Ж.О. Афанасьєва

Продовження додатку Л

Проректор Державного вищого
навчального закладу
«Українська академія банківської справи
Національного банку України», д.е.н., проф.
_____ І.О. Школьник



АКТ

впровадження результатів дисертаційного дослідження
на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук
Корнеєва Максима Валерійовича
на тему «Методологічні засади оцінювання та регулювання дисбалансів руху
фінансових ресурсів в економіці України»
у навчальний процес обліково-фінансового факультету та факультету банківських
технологій
ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України»
від 25.03.2015 р.

Акт складено комісією у складі:

декан обліково-фінансового факультету, д.е.н., доцент Савченко Т.Г.
декан факультету банківських технологій, д.е.н., професор Д'яконова І.І.
заступник декана обліково-фінансового факультету, к.е.н., доцент Люта О.В.

Комісія провела роботу з визначення фактичного впровадження результатів дисертаційного дослідження на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук Корнеєва Максима Валерійовича «Методологічні засади оцінювання та регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці України» у навчальний процес обліково-фінансового факультету та факультету банківських технологій ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України».

Комісія розглянула наступні матеріали:

1. Дисертаційну роботу Корнеєва М.В. на тему «Методологічні засади оцінювання та регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці України»
2. Робочі програми курсів:
 - «Ринок фінансових послуг» (викладається для студентів денної та заочної форми навчання освітньо-кваліфікаційного рівня магістр за спеціальністю 8.03050801 «Фінанси і кредит»);
 - «Державний фінансовий менеджмент» (викладається для студентів денної та заочної форми навчання освітньо-кваліфікаційного рівня магістр за спеціальністю 8.03050801 «Фінанси і кредит»);
 - «Інвестування» (викладається для студентів денної та заочної форми навчання освітньо-кваліфікаційного рівня бакалавр за напрямом підготовки 6.030508 «Фінанси і кредит» спеціалізації «Фінанси», «Банківські технології і процеси»);
 - «Державне управління економікою» (викладається для студентів денної та заочної форми навчання освітньо-кваліфікаційного рівня бакалавр за

Продовження додатку Л

- напрямами підготовки 6.030502 «Економічна кібернетика», 6.030503 «Міжнародна економіка», 6.030508 «Фінанси і кредит», 6.030509 «Облік і аудит»);
- «Економіко-математичні методи та моделі (оптимізаційні методи і моделі)» (викладається для студентів денної форми навчання освітньо-кваліфікаційного рівня бакалавр за напрямами підготовки 6.030502 «Економічна кібернетика», 6.030503 «Міжнародна економіка», 6.030508 «Фінанси і кредит», 6.030509 «Облік і аудит»)

3. Навчально-методичні матеріали для вивчення перелічених вище дисциплін.

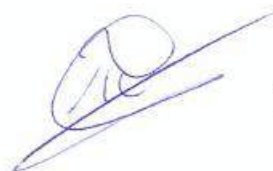
За результатами проведеної роботи комісією встановлено:

1. Розроблені в дисертаційному дослідженні Корнєєва М.В. «Методологічні засади оцінювання та регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці України» науково-теоретичні, методичні положення та практичні рекомендації впроваджені як розділи курсів наступних дисциплін:

- «Ринок фінансових послуг». Теми: «Інституційна структура ринку фінансових послуг», «Сегментарна структура ринку фінансових послуг», «Державне регулювання та саморегулювання ринку фінансових послуг».
- «Державне управління економікою». Тема: «Фінансово-кредитне регулювання економіки».
- «Державний фінансовий менеджмент». Тема: «Теоретичні основи державного фінансового менеджменту».
- «Інвестування». Теми: «Методологічні основи інвестування», «Значення інвестицій у державі з ринковою економікою».
- «Економіко-математичні методи та моделі (оптимізаційні методи і моделі)». Теми: «Оптимізаційні економіко-математичні моделі», «Нелінійні оптимізаційні моделі економічних систем».

2. Застосування в навчальному процесі обліково-фінансового факультету та факультету банківських технологій ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України» матеріалів дисертаційного дослідження Корнєєва М.В. «Методологічні засади оцінювання та регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці України» дало змогу більш адаптувати перелічені дисципліни до сучасних тенденцій розвитку економіки, поглибити їх теоретико-методичні основи та підвищити якість підготовки фахівців.

Декан обліково-фінансового факультету,
д.е.н., доцент



Т.Г. Савченко

Декан факультету банківських технологій,
д.е.н., професор



І.І. Д'яконова

Заступник декана обліково-фінансового факультету,
к.е.н., доцент



О.В. Люта

Продовження додатку Л

ЗАТВЕРДЖУЮ

Ректор
Дніпропетровського гуманітарного
університету
доктор юридичних наук
професор

О.В.Негодченко

" 30 " 10 2014 р.

АКТ

м. Дніпропетровськ

"30" жовтня 2014 р.

Про впровадження у навчальний
процес Дніпропетровського
гуманітарного університету
основних результатів дисертації
Корнєєва М.В. на здобуття
наукового ступеня доктора
економічних наук за спеціальністю
08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит

Уклала комісія у складі:

Голови:

проректора з навчальної роботи
Дніпропетровського гуманітарного
університету, кандидата юридичних наук
Кисельова О.О.

Членів комісії:

начальника навчально-методичного
відділу Дубова С.М.;
завідувача кафедри економіки та
менеджменту туристичної діяльності,
кандидата економічних наук
Чередніченко О.М.;
доцента кафедри економіки та
менеджменту туристичної діяльності,
кандидата економічних наук
Юдіної О.І.

Про те, що основні результати дисертаційного дослідження
Корнєєва М.В. на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук
(спеціальність 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит) впроваджені у
навчальний процес Дніпропетровського гуманітарного університету.

Тема дисертаційної роботи Корнєєва М.В. «Методологічні засади
оцінювання та регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в
економіці України».

Продовження додатку Л

Зокрема наукові публікації Корнєєва М.В. внесені до переліку рекомендованої літератури у планах семінарських і практичних занять та використовуються при проведенні занять з навчальних дисциплін "Економічна теорія" (по темам: Тема №8. Макроекономічні показники в системі національних рахунків; Тема №12. Монетарна економіка та монетарна політика); "Основи менеджменту" (по темам: Тема №2. Види і зміст управлінської діяльності; Тема №3. Забезпечення результатів управлінської діяльності); "Основи підприємницької діяльності" (по темам: Тема №5. Формування інвестицій і фінансування підприємницького капіталу; Тема №8. Ефективність підприємницької діяльності та шляхи її підвищення); "Страхова справа" (по темам: Тема №1. Страхування в системі ринкових відносин; Тема №3. Регулювання страхової діяльності в Україні та світі); "Фінанси та фінанси підприємств" (по темам: Тема №2. Фінансова система; Тема №3. Фінансова політика; Тема №7. Фінансовий ринок; Тема №9. Фінансова безпека держави). Також окремі результати дисертаційного дослідження Корнєєва М.В. використано при підготовці матеріалів до проведення лекцій з дисциплін „Фінанси та фінанси підприємств" (по темам №1 Суть фінансів, їх функції і роль в економіці, №3 Фінансова політика, №6. Фінанси суб'єктів господарювання та №7 Фінансовий ринок); „Страхова справа" (по темі №3 Регулювання страхової діяльності в Україні та світі); „Основи менеджменту" (по темам №2 Види і зміст управлінської діяльності; Тема №3. Забезпечення результатів управлінської діяльності та №4 Соціально-психологічні та економічні аспекти менеджменту).

Вказані доповнення обговорені та схвалені на засіданні кафедри економіки та менеджменту туристичної діяльності (протокол № 2 від 18.09.2014). Вчена рада Дніпропетровського гуманітарного університету вважає пропозиції Корнєєва М.В. такими, що мають наукову новизну та можуть бути використані у навчальному процесі університету (протокол №2 від 30.10.2014 року).

Голова комісії



О.О. Кисельов

Члени комісії:



С.М. Дубов

О.М. Чередніченко

О.І. Юдіна

Продовження додатку Л



МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
 ДЕРЖАВНИЙ ВИЩИЙ НАВЧАЛЬНИЙ ЗАКЛАД
 «НАЦІОНАЛЬНИЙ ГІРНИЧИЙ УНІВЕРСИТЕТ»

просп. К. Маркса, 19, Дніпропетровськ, 49005, Україна
 Телефон: +38 (056) 744-62-19, (0562) 46-40-62; факс: +38 (056) 744-62-11;
 e-mail: rector@nmu.org.ua, nmu@nmu.org.ua; http://www.nmu.org.ua

05.06.2015 № 07-19 / 100

на № _____

Стосовно практичного
 використання результатів
 наукових досліджень

Спеціалізована вчена рада
 Д55.081.01

ДОВІДКА

про використання в навчальному процесі результатів
 дисертаційної роботи Корнєєва Максима Валерійовича на тему:
 «Методологічні засади оцінювання та регулювання дисбалансів руху
 фінансових ресурсів в економіці України»

Результати дисертаційного дослідження Корнєєва М.В., а саме, узагальнені висновки та науково-методичні засади стосовно: взаємодії фінансового та реального секторів економіки в умовах її фінансіалізації; впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці на стійкість фінансового сектору, інвестиційну сферу, цінові показники товарних ринків, конвергентність фінансового та реального секторів економіки; напрямів перебудови фінансових та товарних ринків використовуються в навчальному процесі для підготовки студентів денної та заочної форм навчання Інституту економіки Державного вищого навчального закладу «Національний гірничий університет» при складанні робочих програм та навчально-методичного забезпечення дисциплін «Ринок фінансових послуг», «Облік фінансових деривативів» та «Контролінг інвестицій».

Перший проректор

П.І. Пілов

0002313